

# Companies

## 国际竞争力提升中国汽车业估值水平

- 中国本土汽车公司在利用本土资源方面,相对于外资公司及其在中国的合资公司具备更强的竞争力,此乃日韩汽车工业能够成为后起之秀的关键原因之一。
- 商务部有关负责人透露,2006年中国汽车出口可望达到创纪录的34万辆,比上年增长一倍左右,其中轿车出口可望达到9万多辆,比上年增长200%。这表明中国汽车工业的综合实力在竞争中得到了明显的加强。未来5-10年中国汽车制造的加入将深刻改变全球汽车行业的格局。
- 适应中国市场和广大发展中国家市场要素禀赋结构的中国汽车公司,将在未来五到十年显著改变世界汽车市场的秩序,对中国汽车产业和本土公司的长期发展充满信心。
- 商用车细分市场的龙头公司应该给予20倍市盈率以上的估值水平;业绩快速成长的乘用车公司估值水平也应该达到15-20倍市盈率。

□中信证券 李春波

### 通过代工进入国际市场

戴姆勒-克莱斯勒集团2006年年末对外宣布,已与奇瑞汽车达成协议,将共同生产面向北美、欧洲和全球其它市场销售的克莱斯勒轿车。协议在2007年年初的戴-克董事会会议上批准后开始执行。这两家公司合作生产的首批汽车可能将在2008年推向美国市场。

毫无疑问,克莱斯勒和奇瑞合作的原因在于克莱斯勒在市场竞争压力下急需降低生产成本,需要利用中国的低采购成本和奇瑞的生产能力,而对于奇瑞来讲,则是在品牌和营销体系尚未成熟的情况下,可以通过代工进入国际市场,提高产能利用率,并逐步积累国际市场的运营经验,有助于降低发展风险和改善盈利水平。

可以相信,未来跨国公司和本土汽车公司的此种合作模式仍将有后来者。

中国本土汽车公司在利用本土资源方面,相对于外资公司及其在中国的合资公司具备更强的竞争力,并认为此乃日韩汽车工业能够成为后起之秀的关键原因之一。

### 中国汽车出口快速增长

商务部有关负责人透露,2006年中国汽车出口可望达到创纪录的34万辆,比上年增长一倍左右,其中轿车出口可望达到9万多辆,比上年增长200%。

实际上加入世界贸易组织后,中国汽车整车出口一直快速增长。据海关统计,2002年中国出口汽车整车(含成套散件)2万辆,2003年出口4.8万辆,2004年出口7.8万辆,2005年出口17.2万辆,预计2006年将出口34万辆。这表明中国汽车工业的综合实力在竞争中得到了明显的加强。

中国2006年全年的汽车产量料已突破700万辆,超过德国成为全球第三大汽车生产国。中国汽车及零部件出口2005年达到109亿美元,比2004年提高了34%。

尽管总量并不突出,但高达一倍的出口增幅显示出中国在世界汽车市场日益扩大的影响力。中国是全球第二大单一汽车市场,吸引了诸如现代(Hyundai Motor Co.)和通用(General Motors Corp.)等众多全球著名品牌。而作为出口国,中国制造的汽车主要销往中东、拉美和俄罗斯等新兴市场。

未来5-10年中国汽车制造的加入将深刻改变全球汽车行业的格局。

### 中国本土车商正在崛起

过去探讨日韩汽车产业的崛起过程中,更多的在讨论政府政策等因素的影响,实际上后发国家之所以具备优势,根本上还是在产业发展的规律和本国要素禀赋的结合方面,本土公司具备更强的洞察力和把握能力。

中国已经在纺织、家电等领域建立了国际竞争力,也涌现了

一批初具规模的本土公司。

在机械制造领域,中集集团、振华港机的崛起已经表明中国制造的实力的,在造船、工程机械等领域,中国产业和主流公司的国际竞争力也在显著增强,未来也有望在乘用车领域展示实力。可以相信,中国本土汽车公司的崛起是一个正在发生的事实,也将在未来5-10年显著改变全球汽车行业的秩序。

未来在中国汽车市场竞争中的主要胜出者,将不是那些资金、技术实力最强的企业,而是能够适应中国市场(包括产品市场和要素市场),能够充分利用中国的比较优势,优化产品选择和质量控制,改造研发和制造流程,彻底转变管理方式的公司。中国本土公司在未来的发展中更具前景。

当前证券市场上的汽车行业相关股票总体估值水平仍处于较低的水平,主流公司按照2007年预期市盈率在12-18倍。造成行业估值水平较低的原因是多方面的,行业规模大且复杂以及投资者对汽车行业的诸多误解是主要原因。

估值水平偏低的另一个主要原因在于当前舆论和证券市场对于汽车行业的现状和长期发展趋势都存在诸多错误的解读,关键在于以下几点:

●汽车行业产能过剩,市场

竞争激烈

●汽车行业市场竞争结构不好,“散”、“乱”、“差”

●汽车行业自主能力不足,利润主要来源于与跨国公司合资公司的投资收益

●汽车行业经历了2003年的“井喷”和2004年的调整,呈现显著的周期性特征

综合起来,就是汽车行业相关公司未来发展前景很难乐观,估值水平应该给予非常大的折价。从市场表现可以看出,尽管今年以来汽车行业市场前景良好和企业盈利的表现都非常好,汽车行业相关上市公司的估值水平还是处于市场的低端水平。

竞争激烈

●汽车行业市场竞争结构不好,“散”、“乱”、“差”

●汽车行业自主能力不足,利润主要来源于与跨国公司合资公司的投资收益

●汽车行业经历了2003年的“井喷”和2004年的调整,呈现显著的周期性特征

综合起来,就是汽车行业相关公司未来发展前景很难乐观,估值水平应该给予非常大的折价。从市场表现可以看出,尽管今年以来汽车行业市场前景良好和企业盈利的表现都非常好,汽车行业相关上市公司的估值水平还是处于市场的低端水平。

竞争激烈

●汽车行业市场竞争结构不好,“散”、“乱”、“差”

●汽车行业自主能力不足,利润主要来源于与跨国公司合资公司的投资收益

●汽车行业经历了2003年的“井喷”和2004年的调整,呈现显著的周期性特征

综合起来,就是汽车行业相关公司未来发展前景很难乐观,估值水平应该给予非常大的折价。从市场表现可以看出,尽管今年以来汽车行业市场前景良好和企业盈利的表现都非常好,汽车行业相关上市公司的估值水平还是处于市场的低端水平。

竞争激烈

●汽车行业市场竞争结构不好,“散”、“乱”、“差”

●汽车行业自主能力不足,利润主要来源于与跨国公司合资公司的投资收益

●汽车行业经历了2003年的“井喷”和2004年的调整,呈现显著的周期性特征

综合起来,就是汽车行业相关公司未来发展前景很难乐观,估值水平应该给予非常大的折价。从市场表现可以看出,尽管今年以来汽车行业市场前景良好和企业盈利的表现都非常好,汽车行业相关上市公司的估值水平还是处于市场的低端水平。

竞争激烈

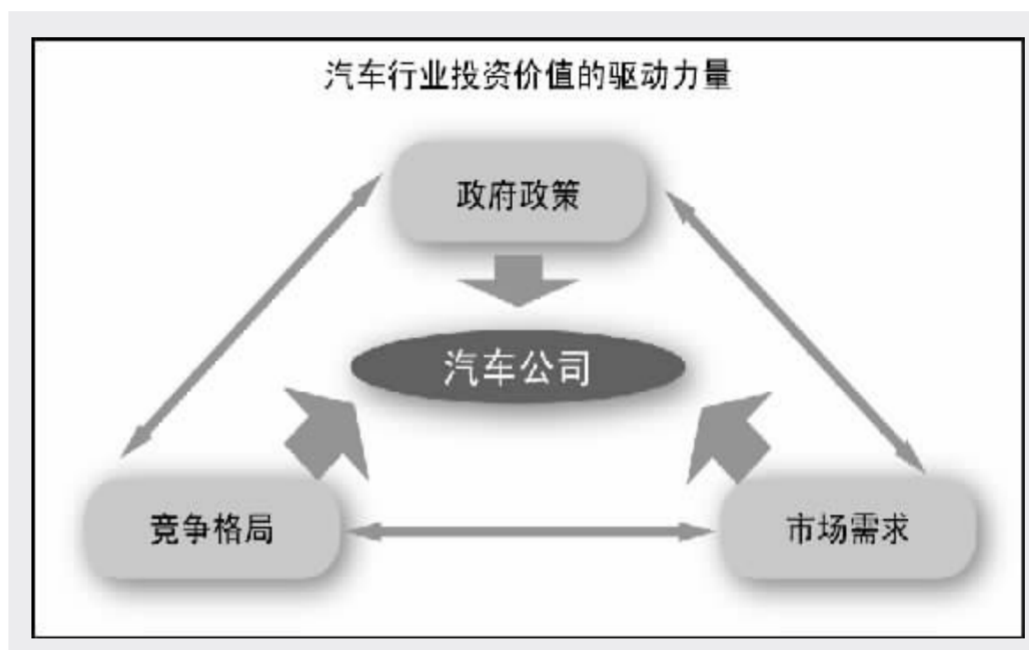
●汽车行业市场竞争结构不好,“散”、“乱”、“差”

●汽车行业自主能力不足,利润主要来源于与跨国公司合资公司的投资收益

●汽车行业经历了2003年的“井喷”和2004年的调整,呈现显著的周期性特征

综合起来,就是汽车行业相关公司未来发展前景很难乐观,估值水平应该给予非常大的折价。从市场表现可以看出,尽管今年以来汽车行业市场前景良好和企业盈利的表现都非常好,汽车行业相关上市公司的估值水平还是处于市场的低端水平。

竞争激烈



郭晨凯制图

### 竞争激烈

●汽车行业市场竞争结构不好,“散”、“乱”、“差”

●汽车行业自主能力不足,利润主要来源于与跨国公司合资公司的投资收益

●汽车行业经历了2003年的“井喷”和2004年的调整,呈现显著的周期性特征

综合起来,就是汽车行业相关公司未来发展前景很难乐观,估值水平应该给予非常大的折价。从市场表现可以看出,尽管今年以来汽车行业市场前景良好和企业盈利的表现都非常好,汽车行业相关上市公司的估值水平还是处于市场的低端水平。

竞争激烈

●汽车行业市场竞争结构不好,“散”、“乱”、“差”

●汽车行业自主能力不足,利润主要来源于与跨国公司合资公司的投资收益

●汽车行业经历了2003年的“井喷”和2004年的调整,呈现显著的周期性特征

综合起来,就是汽车行业相关公司未来发展前景很难乐观,估值水平应该给予非常大的折价。从市场表现可以看出,尽管今年以来汽车行业市场前景良好和企业盈利的表现都非常好,汽车行业相关上市公司的估值水平还是处于市场的低端水平。

竞争激烈

●汽车行业市场竞争结构不好,“散”、“乱”、“差”

●汽车行业自主能力不足,利润主要来源于与跨国公司合资公司的投资收益

●汽车行业经历了2003年的“井喷”和2004年的调整,呈现显著的周期性特征

综合起来,就是汽车行业相关公司未来发展前景很难乐观,估值水平应该给予非常大的折价。从市场表现可以看出,尽管今年以来汽车行业市场前景良好和企业盈利的表现都非常好,汽车行业相关上市公司的估值水平还是处于市场的低端水平。

竞争激烈

●汽车行业市场竞争结构不好,“散”、“乱”、“差”

●汽车行业自主能力不足,利润主要来源于与跨国公司合资公司的投资收益

●汽车行业经历了2003年的“井喷”和2004年的调整,呈现显著的周期性特征

综合起来,就是汽车行业相关公司未来发展前景很难乐观,估值水平应该给予非常大的折价。从市场表现可以看出,尽管今年以来汽车行业市场前景良好和企业盈利的表现都非常好,汽车行业相关上市公司的估值水平还是处于市场的低端水平。

竞争激烈

●汽车行业市场竞争结构不好,“散”、“乱”、“差”

●汽车行业自主能力不足,利润主要来源于与跨国公司合资公司的投资收益

●汽车行业经历了2003年的“井喷”和2004年的调整,呈现显著的周期性特征

综合起来,就是汽车行业相关公司未来发展前景很难乐观,估值水平应该给予非常大的折价。从市场表现可以看出,尽管今年以来汽车行业市场前景良好和企业盈利的表现都非常好,汽车行业相关上市公司的估值水平还是处于市场的低端水平。

竞争激烈

●汽车行业市场竞争结构不好,“散”、“乱”、“差”

●汽车行业自主能力不足,利润主要来源于与跨国公司合资公司的投资收益

●汽车行业经历了2003年的“井喷”和2004年的调整,呈现显著的周期性特征

核心问题还是在于投资者对国内汽车公司的行业和公司的竞争力存在疑虑。

中国汽车产业的未来发展前景相当乐观,由于汽车产品之间存在显著的差异性,不同公司和不同类型产品的生产能力之间通用性较差,总体产能过剩难以掩盖结构性产能不足和部分优势产品依然获取超额利润的市场现实,而且汽车已经成为中国消费需求增长的主要驱动力之一,是消费结构升级的主要受益产品。

随着市场逐步厘清汽车行业的发展趋势和不同子行业的竞争格局,对汽车行业存在的误

解将逐步消除,行业投资价值将不断显现,估值水平有望上升到新的高度,商用车子行业龙头达到20倍以上的市盈率,而发展前景看好的乘用车公司也将达到15-20倍市盈率。相对于当前估值水平存在30%的空间,这将为主流的汽车公司带来显著的投资机会。

根据我们的预测,2007年轿车销量增速预计约为18%,价格下降约为5%,在这样的情况下,2007年轿车行业的盈利水平与2006年相比将有约20%的增长,整体汽车行业利润水平增速也将达到20%,部分公司利润增速有望超过30%。

根据北京地区统计数据目前居民购车均价为7.7万元,10万元以下的占70%以上,按照这个数据,人均GDP在2.5-3万元的地区对轿车的需求将快速增长。考虑到城乡差别,一般城镇居民收入是农村居民收入的2-3倍,人均GDP超过1.2万元的地区将是快速增长的地区。目前上海、北京、天津、浙江、江苏、广东、福建、山东、辽宁、黑龙江、河北等地超过了人均GDP1.2万元。随着国民经济的快速发展,更多的人口将步入这一行列,这为未来汽车行业的快速发展提供了需求保障(见图)。

自主创新企业将受益

从今年开始,自主品牌轿车得到了长足的发展,五年多的时间内市场份额从多年之前的不足5%提升到30%以上,并产生了一批拥有一定自主开发能力的厂家,如奇瑞汽车、华晨汽车以及吉利汽车等,但是目前的自主品牌仍然存在利润率低下,竞争力不强以及自主开发能力薄弱等诸多不足。

此次的政策调整意见,首次明确了政府部门在采购中,应特别采购自主品牌的节能和新技术的产品,为消费者作出表率。这个意见,将使自主品牌与合资品牌在政府采购过程中具备平等的位置,自主品牌的车型走进公务用车正在成为一种可能,如果自主品牌产品的技术水平提高迅速,政府采购自主品牌车型将成为日后一种时尚。

作为最大的商用车企业,年销售收入近200亿元,但目前市值仅30亿元。

(天相投顾 陈桥宁)

产品组合多元化,与全球主要制造商结成广泛的联盟关系,经营效率不断提升。

(京华山一 夏平)

产品组合多元化,与全球主要制造商结成广泛的联盟关系,经营效率不断提升。

(京华山一 夏平)

产品组合多元化,与全球主要制造商结成广泛的联盟关系,经营效率不断提升。

(京华山一 夏平)

产品组合多元化,与全球主要制造商结成广泛的联盟关系,经营效率不断提升。

(京华山一 夏平)

产品组合多元化,与全球主要制造商结成广泛的联盟关系,经营效率不断提升。

(京华山一 夏平)

产品组合多元化,与全球主要制造商结成广泛的联盟关系,经营效率不断提升。

(京华山一 夏平)

产品组合多元化,与全球主要制造商结成广泛的联盟关系,经营效率不断提升。

(京华山一 夏平)

产品组合多元化,与全球主要制造商结成广泛的联盟关系,经营效率不断提升。

(京华山一 夏平)

产品组合多元化,与全球主要制造商结成广泛的联盟关系,经营效率不断提升。

(京华山一 夏平)

产品组合多元化,与全球主要制造商结成广泛的联盟关系,经营效率不断提升。

(京华山一 夏平)

### 油价下调刺激汽车消费

□国泰君安证券研究所 张欣

2006年在高油价的背景下,中国汽车业,特别是乘用车(轿车)中汽油车的产销量创下超过510万辆的历史新高,表明消费者的承受能力还是很强的。

由于此次燃油价格下调的幅度并不大,且此次油价下调并没有涉及柴油,因此此次油价下调透露了政府在2007年刺激国内消费的真实用意,

### 成长确定性+业绩超预期

□中信证券 李春波

成长的确定性和业绩能够超预期,将是未来进一步发掘汽车投资价值的主流,此外,发掘被市场遗忘的公司将获得超额收益。

业绩增长确定性好的公司有望得到更高的估值水平;当前估值主要是基于2007年业绩预期,2008年业绩实现确定性相对好的公司,可以基于

### 内地汽车业有危有机

□京华山一 夏平

销量增长强劲。2006年首11个月,内地汽车销量按年增长25.5%至645万辆。

新车型有助扩大市场占有率,2006年首11个月,汽车销量按年大增38.5%,占整个汽车市场增长的72.4%。透过成功推出新车型,一汽大众、上海大众、一汽丰田、东风标

同时也有助于增强消费者的消费信心,进一步促进汽车业的发展,预计2007年全年乘用车产销可破600万辆大关。

鉴于2007年国际油价可能呈现震荡加剧的态势,因此未来国内燃油价格是否能够持续下调存在相当的不确定性。此外,当燃油价格下降到一定程度,不排除“燃油消费税”的出台反而会在一段时期内增加消费者的负担。

通知不仅从制度上对自主创新企业给予了支持,而且从地方政府的考核机制上刺激自主创新。通知要求各级政府部门应率先采购节能环保和采用新能源汽车,特别是自主品牌的产品,为普通消费者作出表率。

结构性过剩特点突出

按照发改委的统计,2005年全国汽车产量大概在近800万辆左右,而销量只有570万辆。根据国家发改委掌握的资料,今年供需矛盾会更大。因为目前汽车行业产能已经过剩200万辆,在建能力220万辆,而正在酝酿和筹划的新产能达800万辆(见上表)。如果不对投资进行限制,“十一五”期末汽车产能可达2000万辆左右,比实际需求多出一倍还多。

如果这样来说,中国汽车确实存在着严重的产能过剩,但是实际情况是否确实如此呢?根据《经济观察报》在年初所做的一个调查,主流汽车厂商普遍存在的困境是产能不足。在调查中,奇瑞汽车、广州本田和北京现代都表示,现在限制企业快速发展的主要瓶颈在于产能受到了限制,因此都

有扩大产能的规划。而发改委在通知中也认为,“在汽车产能出现总量过剩苗头的同时,也存在着部分车型供不应求、生产能力不足的现象,因此,结构性过剩是当前汽车行业产能过剩的基本特点,也是当前汽车行业发展存在的主要问题。”

### 汽车行业面临结构性调整

## 自主创新企业受益匪浅

□兴业证券研发中心 韩吟华

国家发改委日前发布《国家发展改革委关于汽车工业结构调整意见的通知》(下称通知)称,2005年汽车行业的产能利用率仅71.5%,我国汽车产能过剩的苗头已经显现,并有可能进一步加剧。

通知不仅从制度上对自主创新企业给予了支持,而且从地方政府的考核机制上刺激自主创新。通知要求各级政府部门应率先采购节能环保和采用新能源汽车,特别是自主品牌的产品,为普通消费者作出表率。

结构性过剩特点突出

按照发改委的统计,2005年全国汽车产量大概在近800万辆左右,而销量只有570万辆。根据国家发改委掌握的资料,今年供需矛盾会更大。因为目前汽车行业产能已经过剩200万辆,在建能力220万辆,而正在酝酿和筹划的新产能达800万辆(见上表)。如果不对投资进行限制,“十一五”期末汽车产能可达2000万辆左右,比实际需求多出一倍还多。

如果这样来说,中国汽车确实存在着严重的产能过剩,但是实际情况是否确实如此呢?根据《经济观察报》在年初所做的一个调查,主流汽车厂商普遍存在的困境是产能不足。在调查中,奇瑞汽车、广州本田和北京现代都表示,现在限制企业快速发展的主要瓶颈在于产能受到了限制,因此都

### 汽车巨头中国扩产

厂商	新增产能
东风悦达起亚	预计到2010年产能将达43万辆
长安福特	07年产能达36万台
北京现代	年产能将达到30万辆
上海通用	总产能已达到48万辆
长安铃木	今年5月底已完成20万辆年产能的扩建
天津一汽丰田	到2010年要实现产销50万辆
广州本田	第一工厂年产24万辆,第二工厂投资22亿元,首期生产规模12万台/年
广汽丰田	06年开始投产,起步规模年产10万辆,到2010年达30万辆

### 国外汽车工业快速发展期

国家	快速成长期	人均GDP(美元)	GDP年均增速
日本	1961-1973	2200-14000	9.8
韩国	1983-1994	2870-8260	8.8
马来西亚	1987-1994	3890-6478	8.2
联邦德国	1951-1955	2400-4000	9.1

数据来源:国务院研究发展中心,兴业证券研发中心



郭晨凯制图

有扩大产能的规划。而发改委在通知中也认为,“在汽车产能出现总量过剩苗头的同时,也存在着部分车型供不应求、生产能力不足的现象,因此,结构性过剩是当前汽车行业产能过剩的基本特点,也是当前汽车行业发展存在的主要问题。”

过剩只是暂时和部分的

从国际经验来看,一般来讲当R值达到2到3的时候就开始大规模地进入家庭,也就是车价相当于人均GDP的两到三倍的时候,这是一个国家轿车大量进入家庭的时期。

### 江淮汽车(600418)

——现有产品业务发展态势良好。公司现有轻卡、瑞风MPV、客底盘均居行业前列,重卡产品经过近2年的培育,销量也稳步上升到3000余辆。

——轿车项目预计公司将在一季度拿到批文,从而为公司未来发展提供明确的预期。

——定向增发已调整向机构投资者以外的产业资本增发,预计增发批文也将在一季度获得。

——2007年实施《新会计准则》减轻研发支出压力。

——公司管理层优秀,轿车项目值得期待。

——2008年瑞风将可以批量出口,成为新增长点。

(申银万国证券研究所 王智慧)

### 上海汽车(600104)

——整体上市使公司成为国内最大的整车蓝筹上市公司,且提升协同效应、降低经营管理成本、提高了盈利能力。

——上海通用已占国内乘用车市场10%以上的份额,连续两年位居国内乘用车市场龙头地位,2006年主营业务收入将达到550亿元,不仅收入规模大,而且净利润率高达10%左右,远远高于同行其他企业;预计2007年上海通用盈利将平稳增长。通用五菱2006年成为微车领域的龙头,预计2007年通用五菱仍能保持行业龙头地位,盈利稳定增长。

——上海大众、上汽汽车自主品牌荣威、双龙汽车盈利前景良好,是公司新的利润增长点。

——整车业务增长拉动零部件业务快速增长,出口潜力显现。

(万联证券 贺明)

### 江铃汽车(000550)

——一直注重成本管理,机件一体化程度较高。公司成立了一个成本管理团队以致力于在全公司范围内大量降低成本及消除浪费,营业和管理费用占销售收入比重持续下降。同时,公司的财务管理能力一样出众,长期贷款持续减少,财务收入净额已于2004年转为正,并呈增长态势。由于公司出色的成本控制及稳健的财务政策,以及前几年内没有重大投资,江铃汽车的各项产品一直保持较高的毛利率水准,全顺商用车毛利更高达30%以上。

——全顺商用车近两年来一直保持超过30%的销售增长,成为公司的重要盈利来源,预估2006年以后盈利占比将超过50%。2008年以后,将迎来更快的发展。预估全顺商用车在2007、2008年可实现32.23亿和42.64亿的销售收入,2008年有望达到35%的年增长率。

——2008年以后将迎来新一波成长期。估计2007、2008年的营业收入为86.02亿元和102.32亿元,年增长为15.5%和18.9%。利润增长为11.5%和17.5%,实现利润总额8.81亿元和10.46亿元。

(凯基证券)

### 长安汽车

——2007年完全自主品牌轿车CV6即“奔奔”上市,计划销售4万台。同时2007年一季度推出长安CM5新车,车长3.8米,平板式,货运功能增强,直接对抗五菱,并替代长安之星。

——2006年最大的惊喜来自持股50%的长安福特马自达。全年销量达到13万台,增长120%左右,其中福克斯占60%。该公司盈利能力强,预计2006年实现净利润12-13亿元。2007年该公司依然保持强劲的发展势头。

——新会计准则的实施构成正面影响。长安汽车目前每年研发费用3亿多元,预计50%可资本化。

——江铃控股方面预计2006年带来投资收益1.2亿,2007年1.5亿。

(国联证券 华立辉)

### 福田汽车(600166)

——公司基本面在改善,产品销售结构性增长,主要产品毛利率持续提升提高。

——战略调整朝预期方向发展,核心零部件逐渐自给。

——戴-克入股

——作为最大的商用车企业,年销售收入近200亿元,但目前市值仅30亿元。

(天相投顾 陈桥宁)

### 东风汽车(600006)

产品组合多元化,与全球主要制造商结成广泛的联盟关系,经营效率不断提升。

(京华山一 夏平)