

全年低迷销售成定局，乘用车销售筑底完成

2011年4季度香港股票市场汽车汽配行业投资展望

招商证券（香港）研究部

李康

2011年10月

核心观点

- 我们维持乘用车销售同比增长预期5%-10%，商用车销售5%以下的同比增长预期。
- 盈利能力指标在成本上升、销售放缓双重压力下正式进入下行周期。
- 整车制造与汽配行业估值洼地相当明显，但暂未看到强劲刺激上行的因素。推荐基本面好的公司长城汽车，敏实集团。
- 行业评级：推荐乘用车子行业，商用车维持中性投资评级。

目录

1. 全年低迷销售成定局

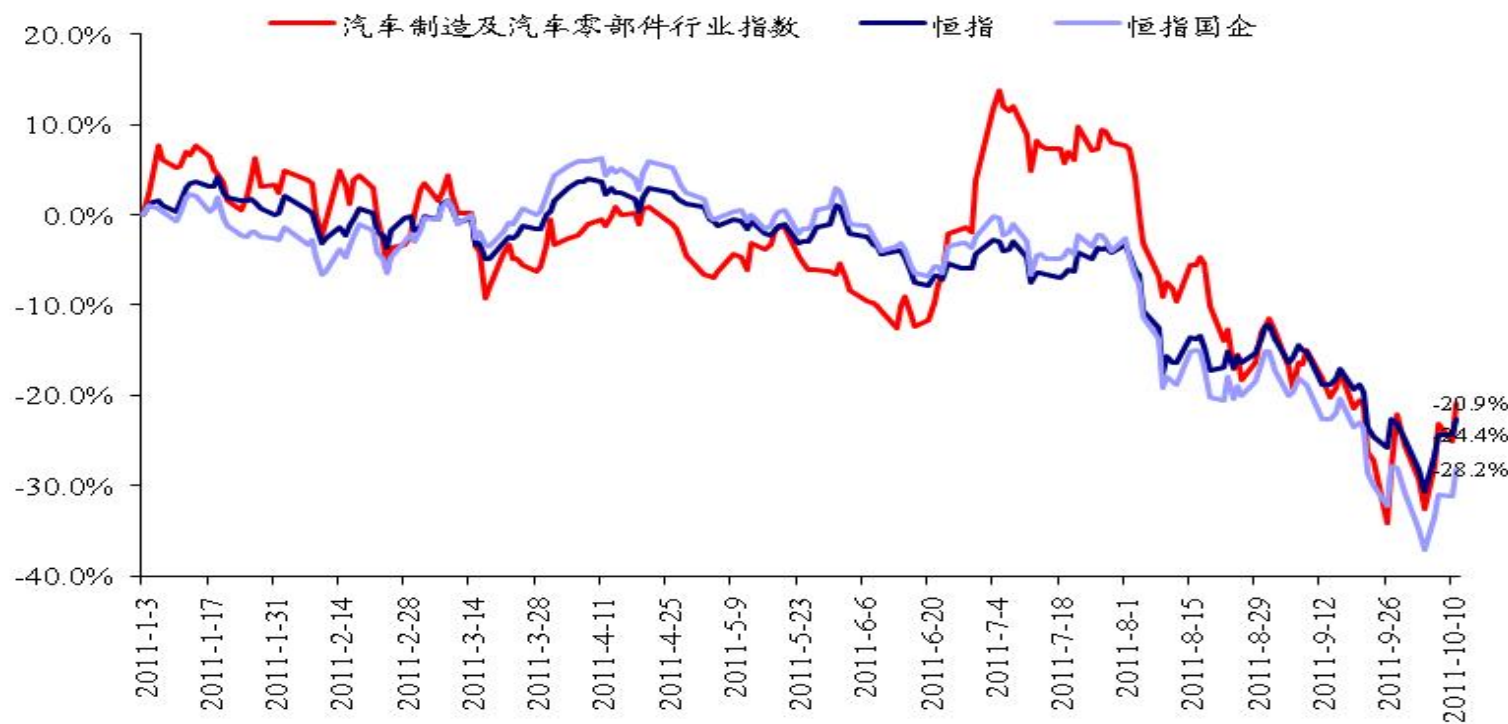
2. 行业估值洼地非常明显

3. 公司推荐

今年不是汽车年!

- 2011.01.02-2011.10.12, 恒生指数和恒生国企指数分别下跌24.4%和28.2%, 汽车制造及汽车零部件板块指数下跌20.9%, 没有突出表现。

图-1, 港股汽车汽配板块2011年以来没有突出表现

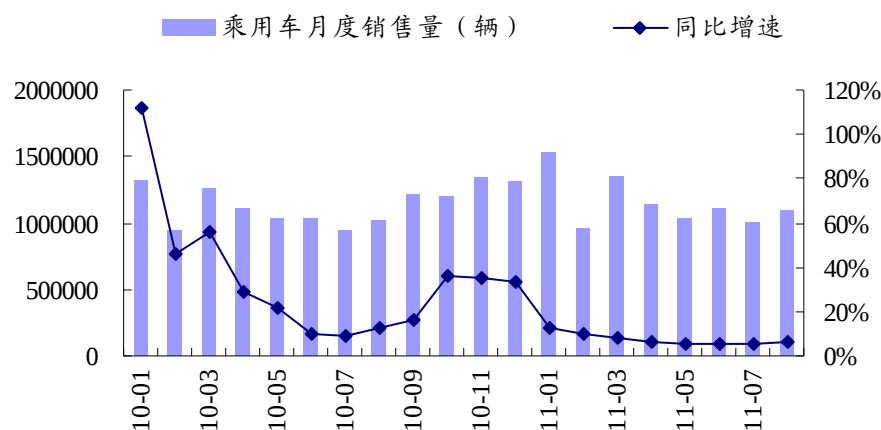


资料来源：招商证券(香港)公司

前三季度汽车销售保持低迷

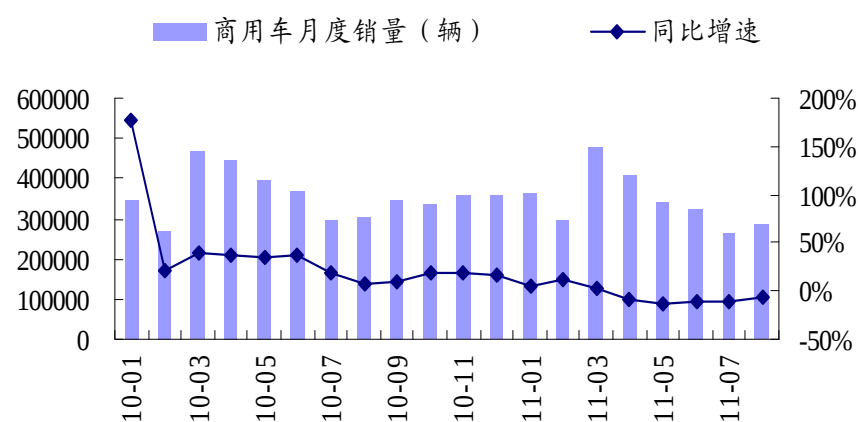
- 经历了两年的火爆销售，汽车消费透支明显，2011年中国车市降温，上半年表现疲弱，全年旺季的三季度没有出现惊喜。
- 乘用车2011年销售低迷，旺季不旺；商用车销售更为悲观，从4月份开始月度销售量持续同比下滑。

图-2, 乘用车2011年销售增速大幅下滑



资料来源：中汽协，招商证券(香港)公司整理

图-3, 商用车2011年销售增速出现负增长



资料来源：中汽协，招商证券(香港)公司整理

政策面：新能源车相关政策迟迟未出！

图-4，汽车行业政策条例

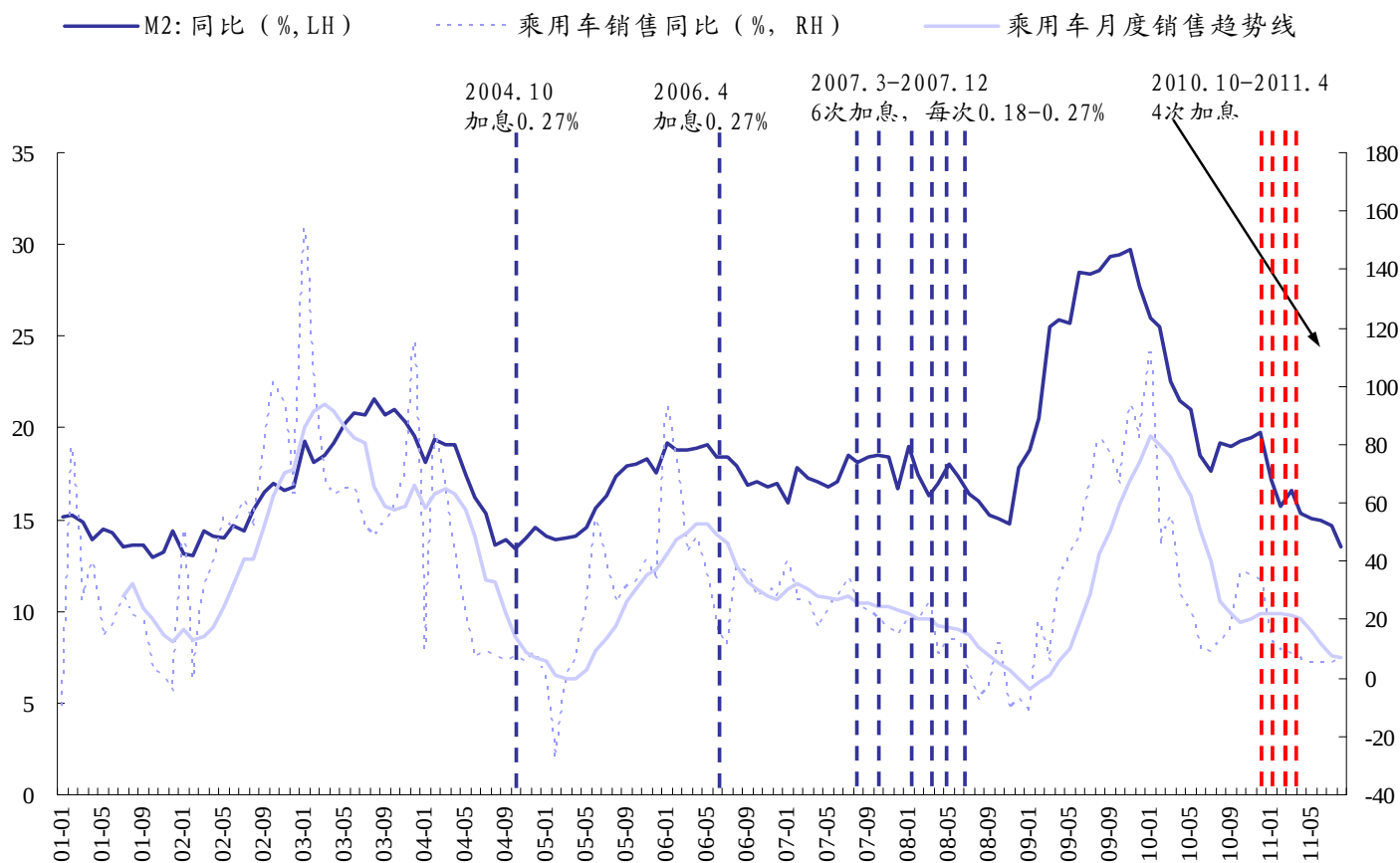
年份	主题	相关政策	颁布日期
2010年		年底：汽车下乡、1.6升及以下排量乘用车车辆购置税减征政策到期停止执行，消费刺激政策退出。	
2011年	节能减排、产业梳理	“节能产品惠民工程”节能汽车推广目录（第五批）	2.11
		中华人民共和国车船税法	2.25
		“节能产品惠民工程”节能汽车推广目录（第六批）	5.13
		关于印发2011年第一批摩托车下乡生产企业名单及产品目录的通知	3.17
		关于公布2011年第二批摩托车下乡生产企业授权经销商名单的通知	4.11
		“节能产品惠民工程”节能汽车推广目录（第六批）	5.13
		关于开展报废汽车回收拆解企业升级改造示范工程试点的通知	5.16
		。。。。。。	

资料来源：中汽协，招商证券(香港)公司整理

乘用车：维持销售增长预期5%

- 国家管理层收缩资金流动性预期将影响到汽车消费相关资金以及车贷规模。我们认为流动性收紧的影响将在加息潮结束之后约半年的时间内将完全体现。因此认为乘用车销售增速低点已在3季度形成，预计4季度将好转。

图-5，乘用车销售量与M2增速紧密相关

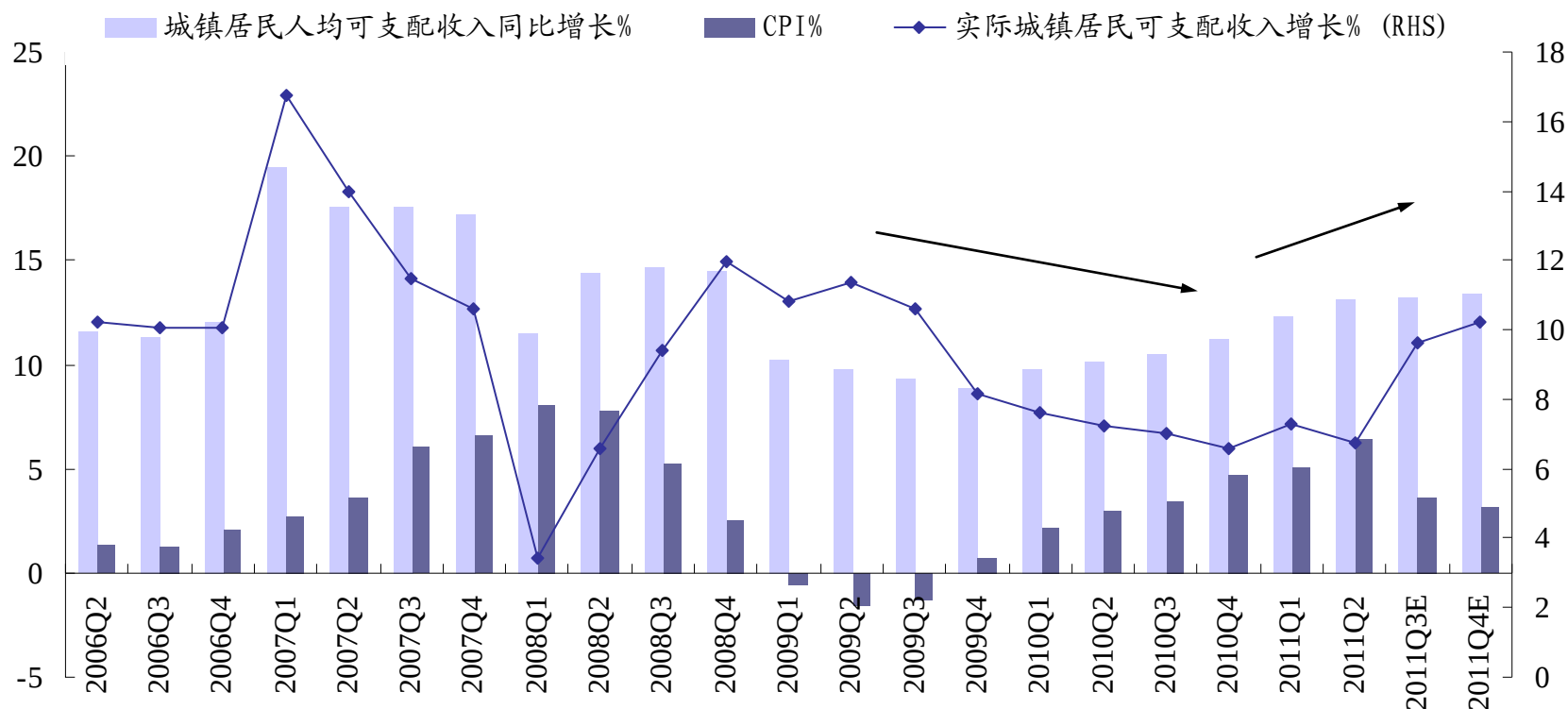


资料来源：中汽协，国家统计局，招商证券(香港)公司整理

乘用车：维持2011年销售增长预期5-10%

• 实际城镇居民人均收入增速直接影响居民乘用车消费能力，控制消费欲望。我们认为CPI增速已经基本受到宏观政策控制，汽车市场景气度筑底的背景下，实际城镇居民可支配收入开始步入回升阶段是利好信号。

图-6，通胀受控，实际城镇居民人均收入增速回升

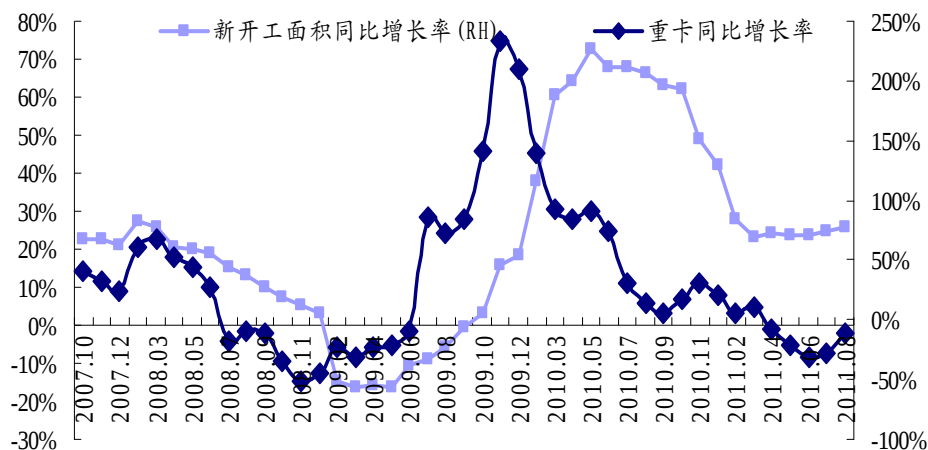


资料来源：国家统计局，招商证券(香港)公司整理

商用车：维持销售增长预期5%以下

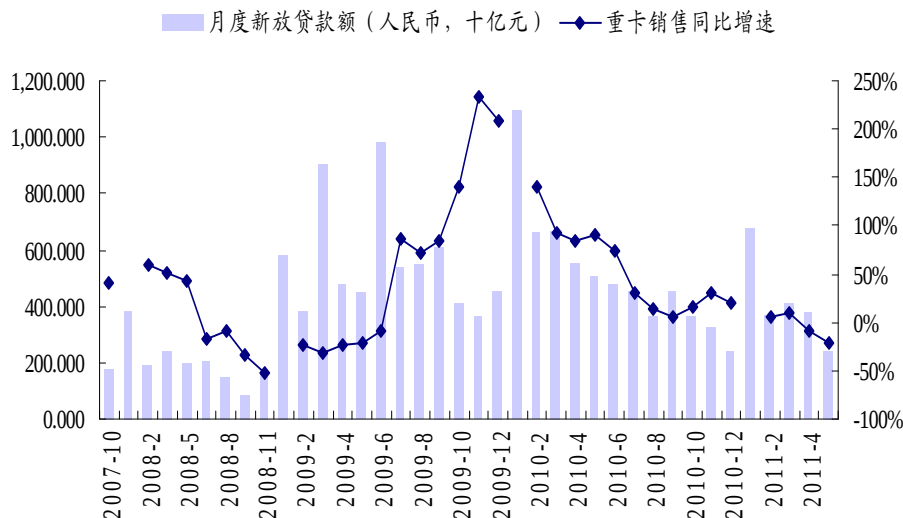
- 领先指标新开工面积增速基本企稳，但整体固定资产投资前景依然不明朗。
- 银根收紧限制购买能力，我们宏观团队认为2011年四季度至2012年二季度货币政策应维持稳定，放宽可能性不高。
- 商用车回报率被高油价、高路桥费等使用成本吞噬且短时间不能改善，悲观的下游市场情绪压抑商用车销售。我们暂时没有看到刺激商用车行业景气度回升的因素。

图-7, 重卡销售的领先指标新开工面积增速基本企稳



资料来源：中汽协，国家统计局，招商证券(香港)公司整理

图-8, 政府收紧银根，商用车，尤其重卡销售受抑制



资料来源：中汽协，中国人民银行，招商证券(香港)公司整理



招商证券(香港)有限公司
China Merchants Securities (HK) CO., LTD.



盈利要到2012年一季度才能企稳

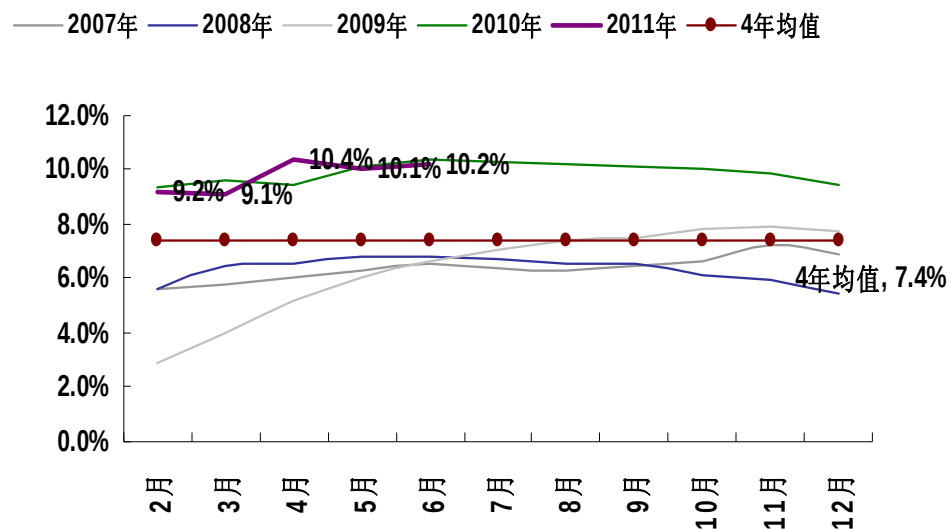
- 销售利润在年底前继续下降：原因包括规模效益减弱、生产成本上升以及竞争降价销售环境恶化。
- 杜邦理论三大要素中利润率、总资产周转率、杠杆比率均预计向下。

图-9，车企运营成本上升趋势将持续

汽车制造成本分类	影响因素	预计价格趋势
发动机采购成本	进口关税、国产化	持平
变速器采购成本	进口关税、国产化	持平
内饰件采购成本	间接材料及劳工成本等	上升
玻璃等其他零部件采购成本	纯碱价格、劳工成本等	上升
轮胎采购成本	间接原材料、劳工成本	上升
原材料	钢铁、橡胶价格等	上升
直接劳工成本	人均工资	上升
水电煤	水电价格	上升

资料来源：招商证券(香港)公司整理

图-10，车企销售利润率将在下行周期中预计逐步回归均值

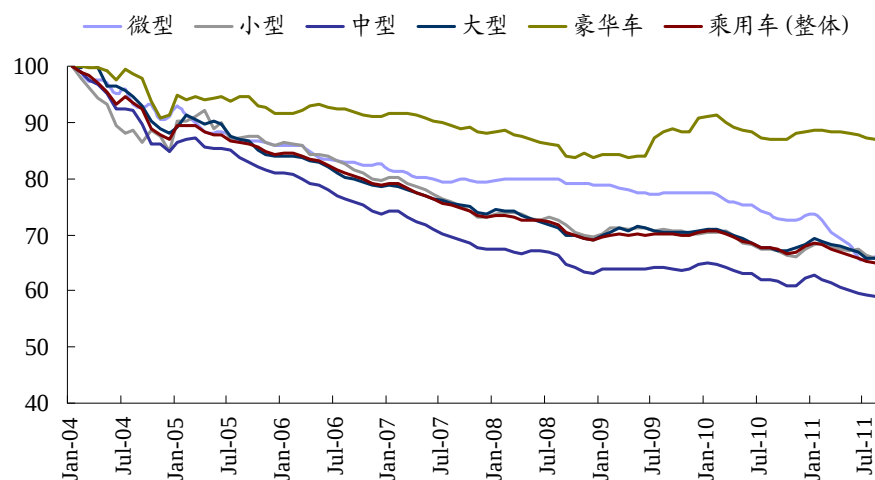


资料来源：中汽协，招商证券(香港)公司整理

预计车价指数在2012年一季度企稳

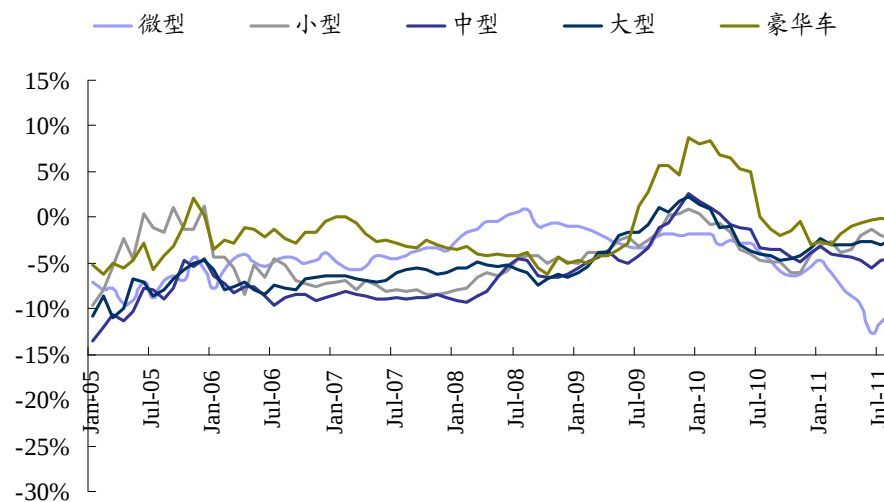
- 历年微型车和豪华车的车价指数相对平稳，但在2011年小车消费刺激政策退出影响下，小车在去库存的影响下车价下滑最为明显，豪华车车价上半年一枝独秀不跌反升，下半年部分品牌也开始了折扣促销活动，售价微幅调整。
- 大部分新车在金九银十期间推出，旧车促销对整体车价的拉低影响将逐步在四季度后减弱，车价指数有望在2012年一季度企稳。

图-11，国内车价指数走势



资料来源：商务部，招商证券(香港)公司整理

图-12，各类型车价格指数波动

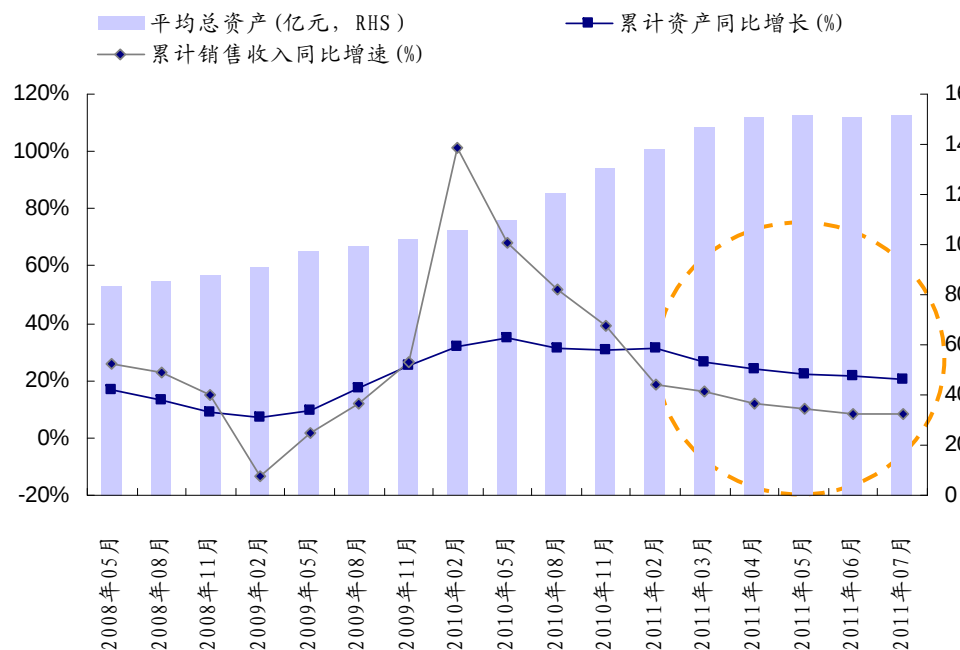


资料来源：商务部，招商证券(香港)公司整理

总资产周转率预计下降

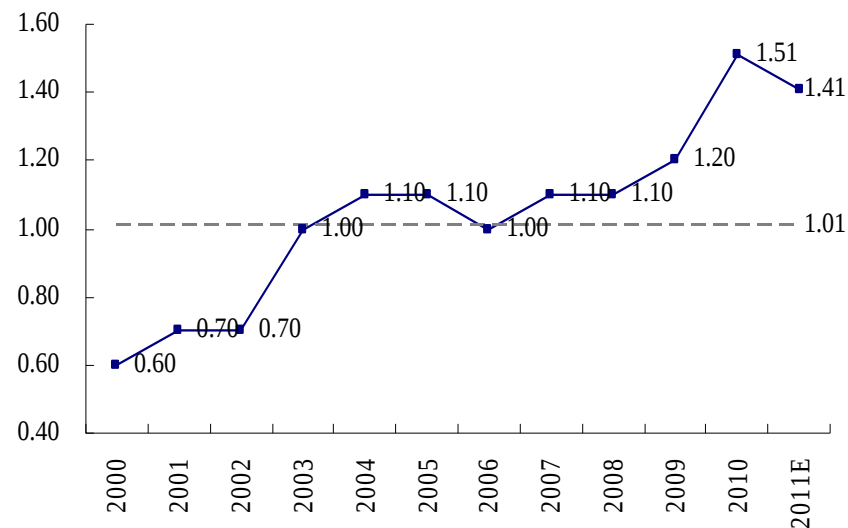
- 行业总资产增速与销售增速仍未走出错位期，预计2011年总资产周转率下降至1.4以下。

图-13，行业总资产增速与销售增速错位增长



资料来源：国资委，中汽协，招商证券(香港)公司整理

图-14，总资产周转率进入下行通道

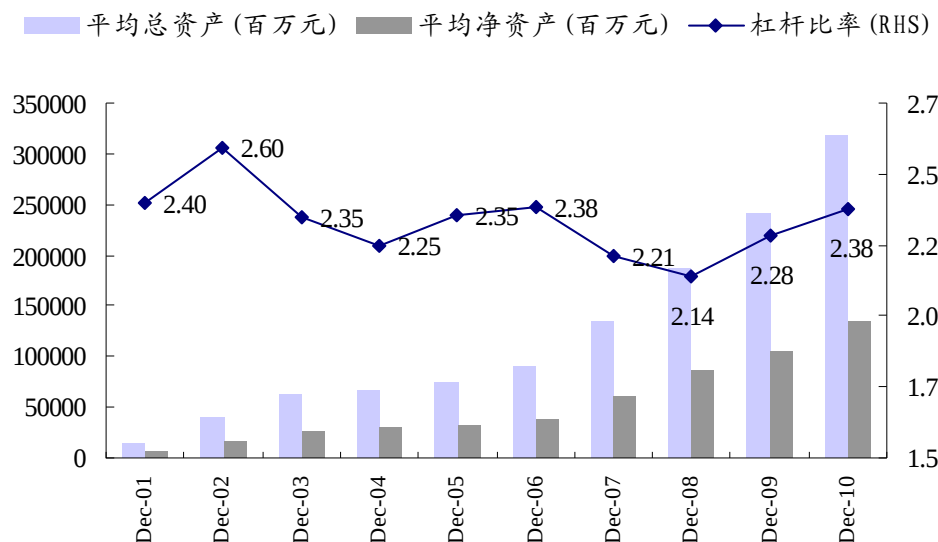


资料来源：国资委，中汽协，招商证券(香港)公司整理

扩产周期结束，财务杠杆比率将逐步回落

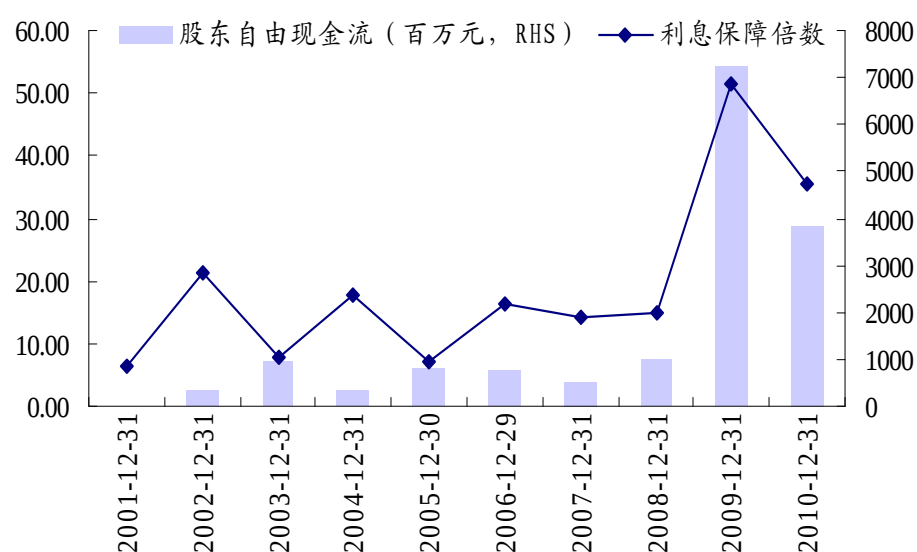
- 我们维持中期策略的观点：车企财务杠杆比率在过去两年的扩产期中快速上升至七年新高，预计该指标将随着扩产周期结束即将回落。同时，我们观察到在贷款成本上升的背景下，资金较紧的企业已转向债券市场融资优化债务结构，降低财务费用；有资金实力的企业将维持或降低杠杆使用。
- 我们认为行业财务费用将在2011年-2012年维持在高位，然后回落。

图-15，行业财务杠杆比率达到七年高点



资料来源：招商证券(香港)公司整理

图-16，公司财务费用将维持高位，然后回落



资料来源：招商证券(香港)公司整理



招商证券(香港)有限公司
China Merchants Securities (HK) CO., LTD.



目录

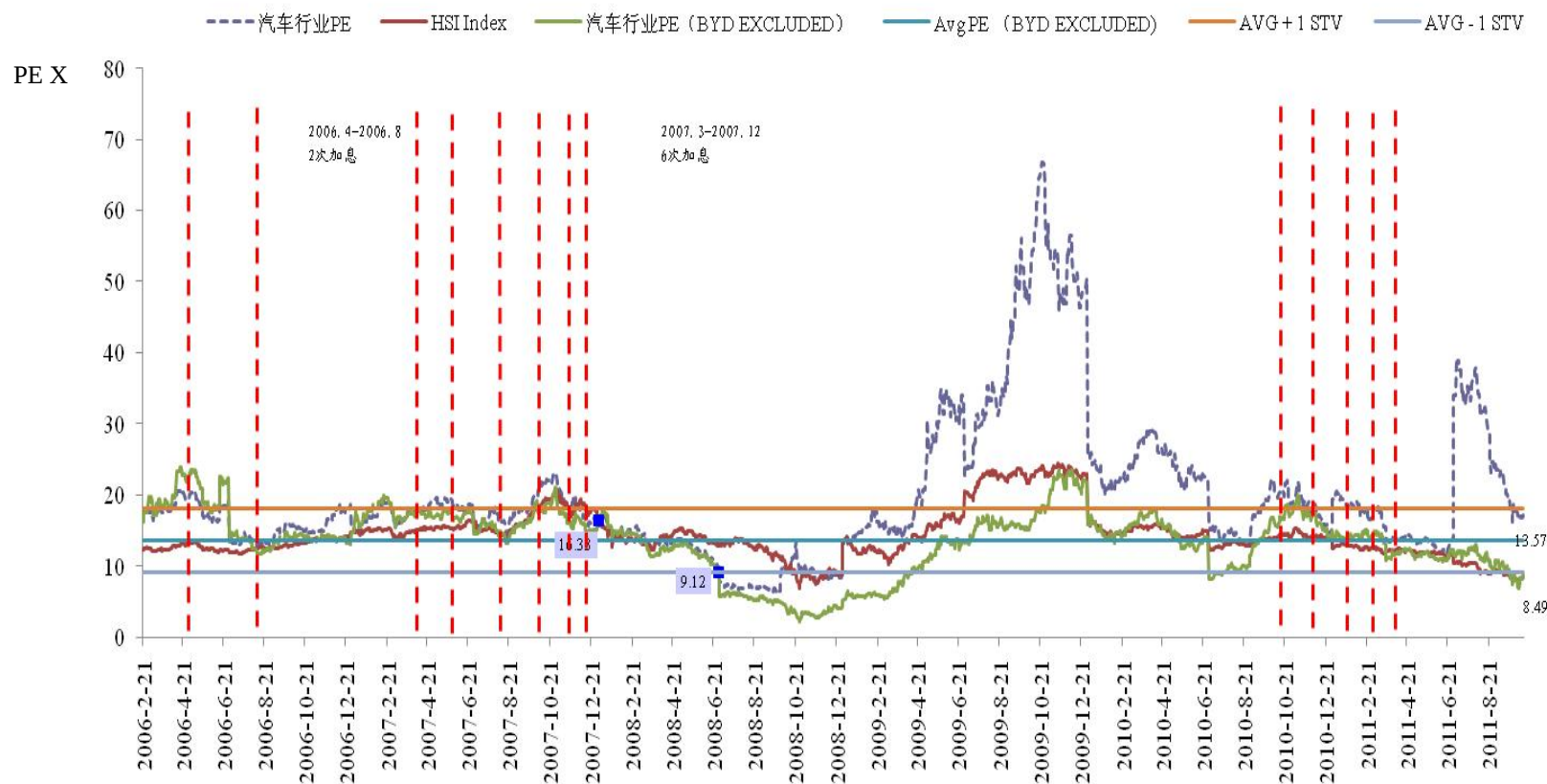
1. 全年低迷销售成定局

2. 行业估值洼地非常明显

3. 公司推荐

汽车制造行业PE估值洼地明显

图-17, 汽车制造行业历史估值 (PE)

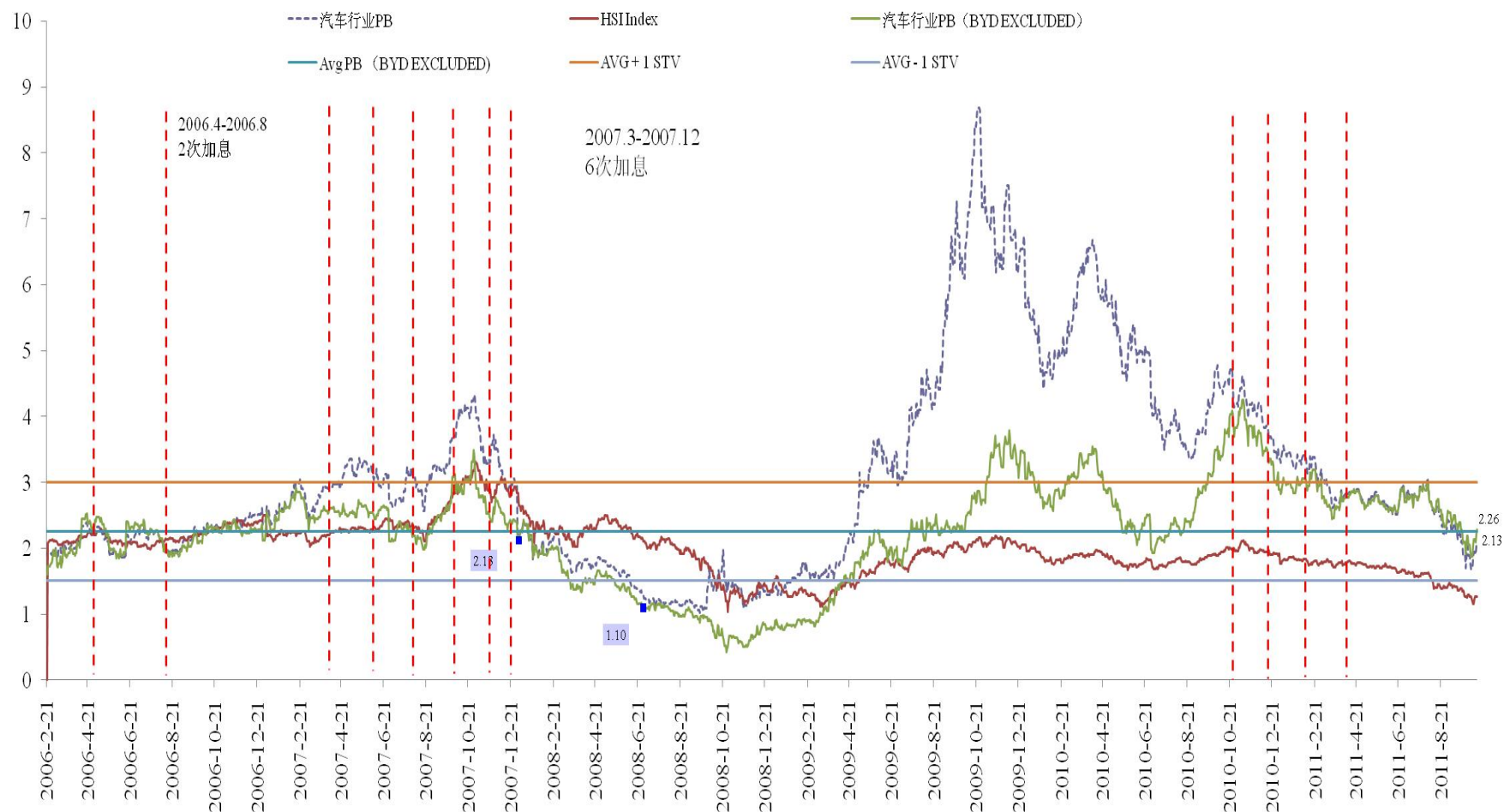


资料来源: 招商证券(香港)研究部, 数据截止10月11日

汽车行业PB估值回落

图-18, 汽车行业历史估值 (PB)

PB X



资料来源: 招商证券(香港)研究部, 数据截止10月11日



招商证券(香港)有限公司
China Merchants Securities (HK) CO., LTD.



目录

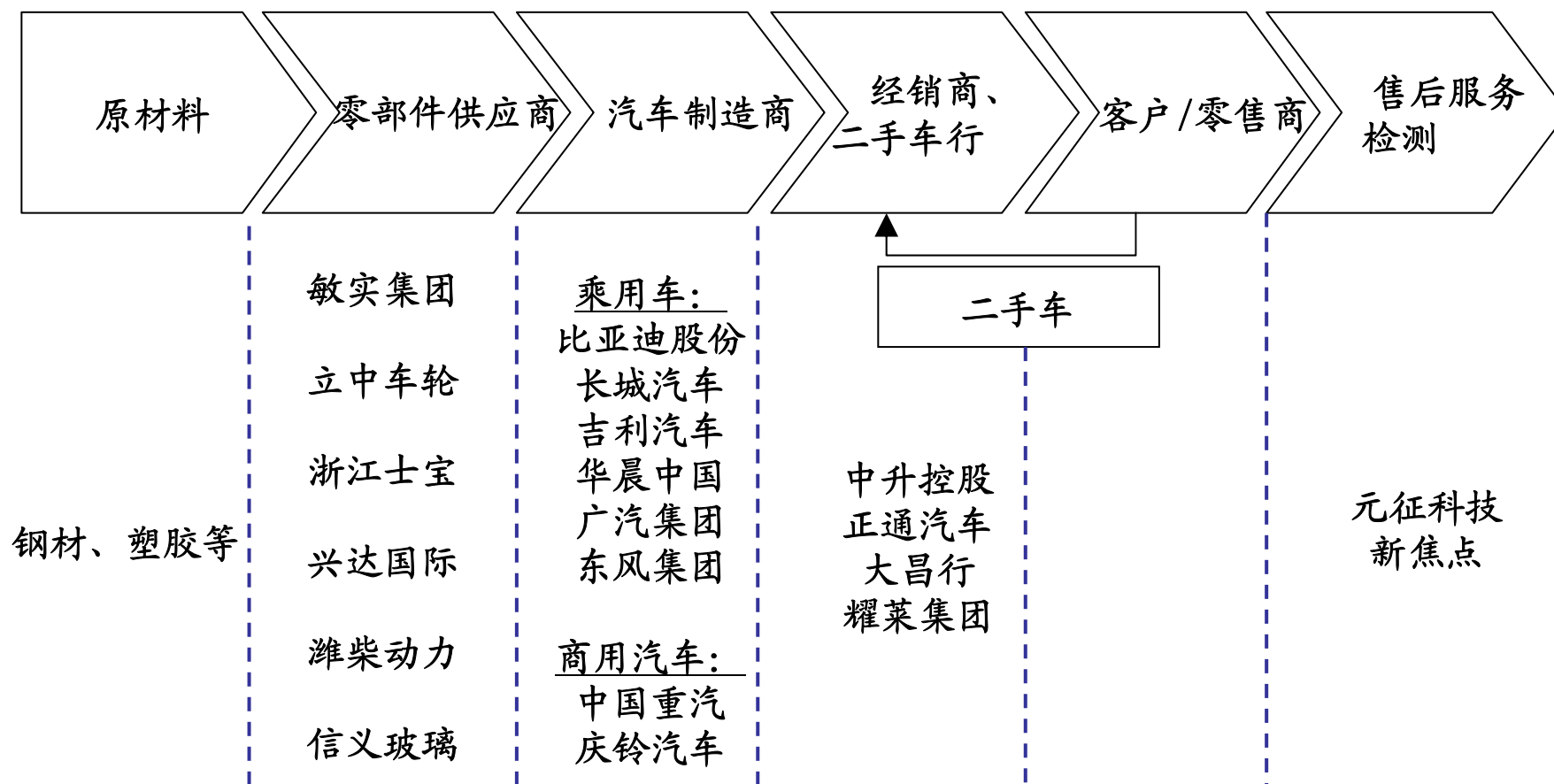
1. 全年低迷销售成定局

2. 行业估值洼地非常明显

3. 公司推荐

汽车及汽车零部件制造产业环节及对应的上市公司

图-19，汽车汽配产业链及相关公司



资料来源：招商证券(香港)研究部

公司推荐：长城汽车

推荐理由：

- 处历史估值水平底部，安全边际高。
- 自主品牌皮卡，SUV全国市场份额第一，轿车新车型支撑强劲销售增长。外向型的布局将受益于国内汽车出口增长趋势。
- 拥有发动机、变速器等核心零部件技术和能力，历年产能释放控制能力出色。

图-20，长城汽车估值及预测（人民币，10月11日数据）

RMB Mil yuan	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Revenue	12396	22175	30953	40049	45546
Growth(%)	51%	79%	40%	29%	14%
Operation profit	799	2925	4337	5559	6784
Growth(%)	81%	266%	48%	28%	22%
Net profit	1023	2698	3891	5280	5869
Growth(%)	76%	164%	44%	36%	11%
EPS (yuan)	0.37	0.99	1.42	1.93	2.14
P/E (X)	27.5	10.4	7.2	5.3	4.8
P/B (X)	1.5	1.1	2.1	1.6	1.3

资料来源：公司资料，招商证券(香港)公司预测

公司推荐：敏实集团

推荐理由：

- 估值水平低，安全边际高。
- 优异的基本面没有改变，日本大地震带来的负面影响逐步消退。
- 2011年下半年业绩预计受上半年补单的推力下有好的表现，下游车企新车推出不断，带来充实订单。

图-21, 敏实集团估值及预测（人民币，10月11日数据）

RMB Mil yuan	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Revenue	2,546	3,576	3,970	4,783	5,522
Growth(%)	29%	40%	11%	20%	15%
Operation profit	686	888	877	1,060	1,224
Growth(%)	85%	29%	-1%	21%	15%
Net profit	623	811	840	969	1,115
Growth(%)	47%	30%	4%	15%	15%
EPS (yuan)	0.65	0.77	0.78	0.90	1.03
P/E (X)	27.5	10.4	7.2	5.3	4.8
P/B (X)	1.5	1.1	2.1	1.6	1.3

资料来源：公司资料，招商证券(香港)公司预测

欢迎交流!

李康

0755 - 83295119

lik@cmschina.com.cn

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。