

尚未到可以乐观的时候

——汽车行业 10 月报

报告发布时间：2011 年 10 月 19 日


 爱建证券有限责任公司
 AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点

➤ 9月销量数据较好

受益于新旧节能车补贴政策的切换以及传统旺季因素推动，9月汽车销售164.61万辆，同比增长约5.7%，环比增长约19.2%，无论从单月销量值，还是同比增速值，9月都是自二季度以来的高点。

➤ 狭义乘用车及轻客表现依旧领先

各细分行业基本遵循了今年以来的分化态势，9月乘用车与商用车销量同比增速分别为8.8%和-5.92%。细分行业中，狭义乘用车（SUV+MPV+轿车）表现较强，三个子行业销量同比增速分别为17%、19%和9%，轻客同比增长为13%；大中客平稳增长约4%；中重卡及微车（微客+微卡）仍未摆脱今年以来的弱势，同比呈一定降幅。

➤ 库存状况有所改善

9月，汽车产销倒挂了约4.41万辆。以整车产销数据为基础，我们估算行业目前库存数（非当量库存，亦不包含经销商等渠道库存）约21.7万辆，当月库存销量比值约13.2%，为年内最低点。未来一段时间内行业的产销有望保持目前这种近于弱平衡的去库存状态，即呈现出一种伴随着库存销售比小幅区间震荡的缓慢回落。

➤ 增速可能二次探底

由于节能车补贴政策的新旧切换对于乘用车需求的短期冲击，我们预计10月份汽车销量同比增速将再次转为负，接近甚至可能超过5月的低点，11月份销量同比持平，12月重新实现小幅增长。

➤ 维持行业的中性评级

汽车行业的投资机会主要来源于实际盈利与价值的两头驱动，目前行业最大的优势在于低估值。但如果从实际盈利角度出发，短期内行业销量（也即营业收入）增幅有限，毛利率稳中有降，费用水平偏高，整体情况依然不乐观。

➤ 四季度看好轻客和中重卡

四季度我们看好轻客、中重卡的投资价值，谨慎看好SUV、MPV、轿车、大中客，继续看淡微客、微卡。另外，我们继续看好部分优质零部件上市公司可以超越下游整车行业的发展。

风险提示

- 1、行业景气回升力度低于预期
- 2、A股市场系统性风险

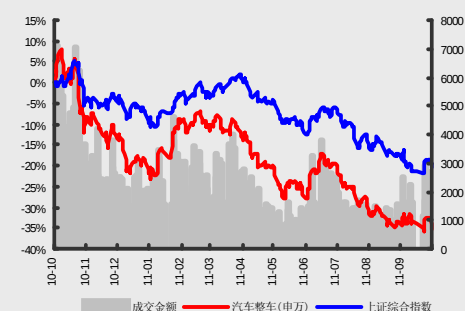
行业评级

中性（维持）

市盈率(2011E): 14.5

市净率(整体法): 2.3

52 周行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现(%)	-1.25	-25.04	-35.31
相对表现(%)	0.98	-4.51	-14.71

资料来源：Wind 资讯

重点公司评级

公司名称	评级	EPS（元）		
		2010A	2011E	2012E
江淮汽车	强烈推荐	0.90	0.85	1.25
江铃汽车	强烈推荐	1.98	2.35	2.80
风神股份	强烈推荐	0.41	0.82	1.00
上海汽车	强烈推荐	1.61	1.92	2.20
潍柴动力	强烈推荐	4.07	4.30	4.88
宇通客车	推荐	1.65	1.95	2.30
金龙汽车	推荐	0.53	0.65	0.80
中国重汽	推荐	1.60	1.35	1.60

 研究员
 联系人

 张志鹏
 张宇

执业编号

S0820209120024

邮箱

zhangyu@ajzq.com

电话

021-32229888-3502

相关报告

《优质公司先露峥嵘，整体由守转攻尚需时日——2011 年 4 季度汽车行业投资策略》

目录

一、产销分析 3

 1.1 9月销量概况 3

 1.2 库存情况 4

二、展望及投资策略 5

 2.1 增速将二次探底 5

 2.2 我们的观点 6

图表目录

图1 汽车月度销量情况..... 3

图2 汽车 2011 年销量情况..... 3

图3 乘用车与商用车销量情况..... 3

图4 细分行业增速比较..... 4

图5 行业 2010 年以来库存情况..... 5

图6 库存销售比与销量增速成负相关性..... 5

图7 汽车销量季节性波动..... 5

图8 汽车月度销量及增速情况..... 5

图9 汽车行业投资判断依据简图..... 6

表1 汽车行业 9 月销量情况一览..... 3

表2 行业四季度及全年销量预测..... 6

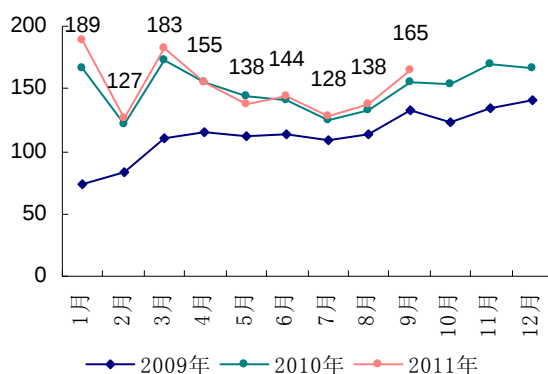
表3 主要上市公司盈利预测、估值及投资评级..... 7

一、产销分析

1.1 9月销量概况

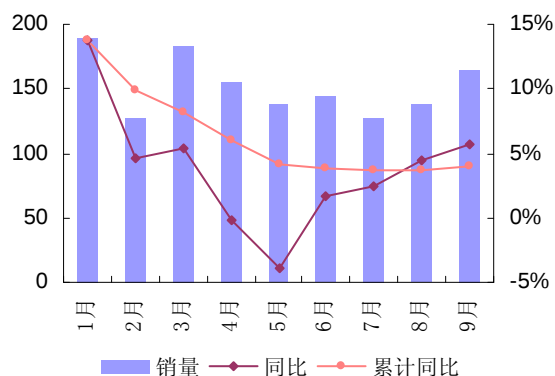
9月汽车销售 164.61 万辆，同比增长约 5.7%，环比增长约 19.2%，无论从单月销量值，还是同比增速值，9月都是自二季度以来的高点。这里既有9月是传统旺季的因素，也有新旧节能汽车补贴政策切换刺激短期需求的因素。

图1 汽车月度销量情况 单位：万辆



数据来源：中汽协 & 爱建证券整理

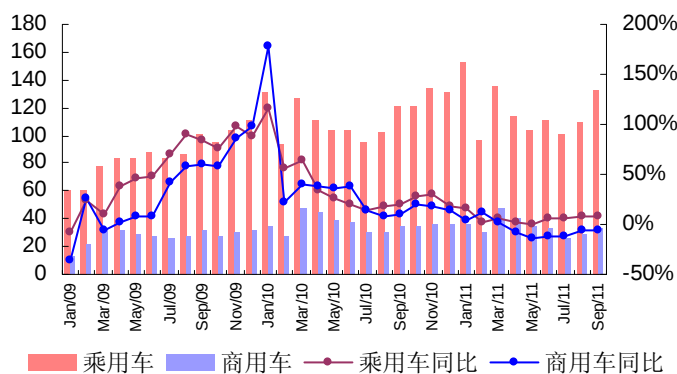
图2 汽车2011年销量情况 单位：万辆



数据来源：中汽协 & 爱建证券整理

“乘强商弱”格局依旧。由于乘用车需求与商用车需求属性的差异，在今年宏观经济增速逐季回落的背景下，汽车行业基本呈现了乘用车强于商用车的格局。9月，乘用车共销售 131.95 万辆，环比增长 20.5%，同比增长 8.8%；商用车共销售 32.66 万辆，环比增长 14.23%，同比下降 5.92%。1-9月，乘用车累计同比增长约 6.7%，商用车累计同比下降约 4.4%。

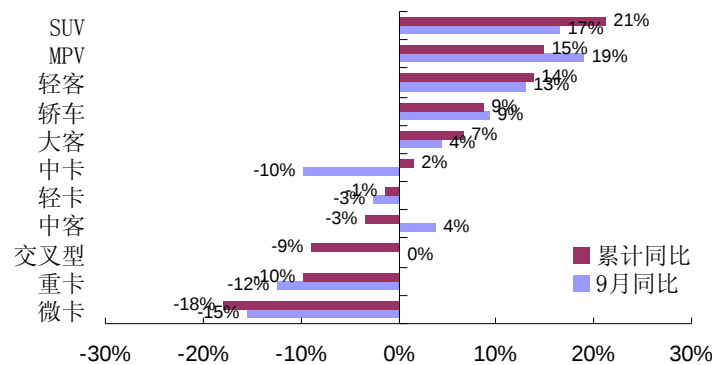
图3 乘用车与商用车销量情况 单位：万辆



数据来源：中汽协 & 爱建证券整理

各细分行业基本遵循了今年以来的分化态势。9月份，乘用车中依然是SUV、MPV、轿车三个子行业表现较强，同比增速分别为17%、19%和9%；而商用车中轻客表现较好，同比增速为13%；大中客表现稳健，同比增速约4%。另外，中重卡尽管其同比降幅较之7月已有显著收窄，但短期内仍未摆脱宏观经济增速回落以及物流环境恶化等因素影响，同比增速约-12%；微车行业受年初补贴政策集中退出影响，至今需求尚未有效恢复，9月微客与微卡同比增速分别为0%和-15%。

图 4 细分行业增速比较



数据来源：中汽协 & 爱建证券整理

表 1 汽车行业 9 月销量情况一览 单位：万辆

车型	销量	同比	环比	累计销量	累计同比
汽车行业	164.61	5.7%	19.2%	1366.20	4.0%
乘用车	131.95	8.9%	20.5%	1056.47	6.7%
轿车	93.02	9.3%	19.5%	739.03	8.6%
MPV	4.80	19.0%	27.7%	36.12	14.9%
SUV	14.57	16.5%	11.1%	113.78	21.2%
交叉型	19.56	0.2%	32.2%	167.54	-8.9%
商用车	32.66	-5.4%	14.2%	309.83	-4.4%
货车	28.05	-7.5%	14.9%	274.22	-6.0%
重卡	6.07	-12.4%	5.8%	71.24	-9.6%
中卡	2.20	-9.8%	10.0%	21.33	1.6%
轻卡	15.57	-2.6%	15.5%	144.40	-1.4%
微卡	4.22	-15.4%	31.9%	37.25	-18.0%
客车	4.61	9.6%	10.0%	35.60	9.7%
大客	0.70	4.3%	7.8%	5.04	6.6%
中客	0.94	3.7%	9.6%	6.17	-3.4%
轻客	2.96	12.9%	10.7%	24.29	13.9%

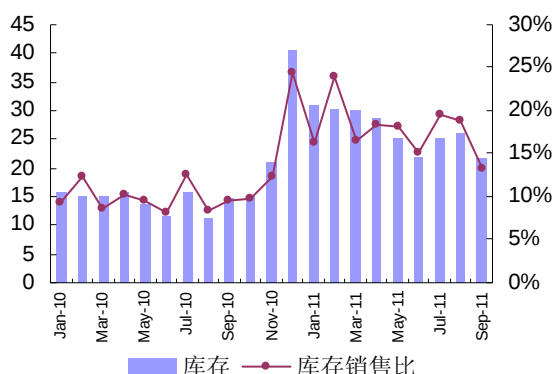
数据来源：中汽协 & 爱建证券整理

1.2 库存情况

9 月汽车库存显著下降。9 月，汽车产销分别为 160.20 万辆和 164.61 万辆，整车厂在 7、8 月份为备战 9 月销售高峰的放大产量现象不再，当月产销倒挂了约 4.41 万辆。以整车产销数据为基础，我们估算行业目前库存数（非当量库存，亦不包含经销商等渠道库存）约 21.7 万辆，当月库存销量比值约 13.2%，为年内最低点。

由于行业处于景气低谷，整车厂面对依旧低迷的需求以及基于现状及外围舆论对于未来的保守预期，都将促使未来一段时间内行业的产销保持目前这种近于弱平衡的去库存状态，即呈现出一种伴随着库存销售比小幅区间震荡的缓慢回落。

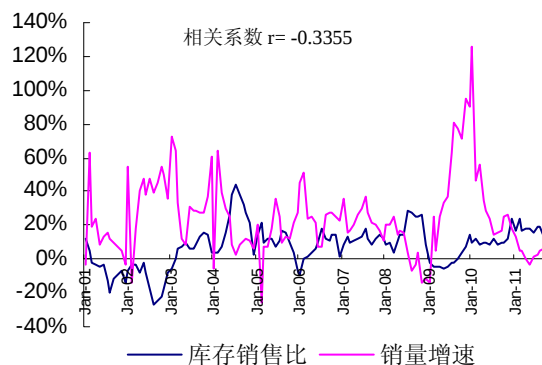
图 5 行业 2010 年以来库存情况



数据来源：中汽协 & 爱建证券整理

注：库存数据为整车厂的整车数据。根据每月产销差额，以 2000 年 1 月为起点推算，假设当时库存量为 18791 辆，即库存销售比为 15% 的水平。

图 6 库存销售比与销量增速成负相关性



数据来源：中汽协 & 爱建证券整理

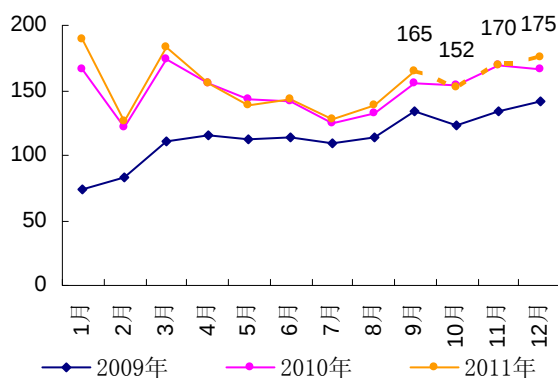
二、展望及投资策略

2.1 增速将二次探底

行业同比增速将可能出现二次探底。由于节能车补贴政策的新旧切换对于乘用车需求的短期冲击，我们预计 10 月份汽车销量同比增速将再次转为负，接近甚至可能超过 5 月的低点，11 月份销量同比持平，12 月重新实现小幅增长。

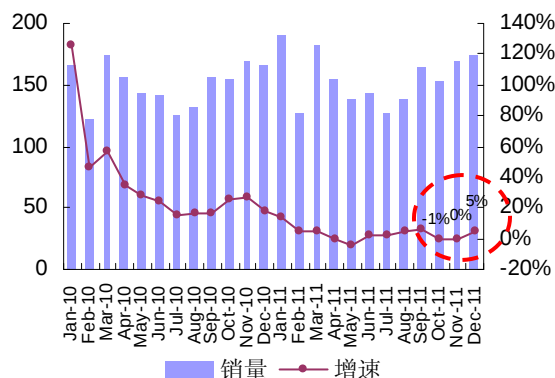
四季度行业微增长。基于上述预期，我们维持四季度策略报告中关于第四季度汽车行业的销量增速约 1%、全年销量增速约 3.1% 的判断。

图 7 汽车销量季节性波动 单位：万辆



数据来源：爱建证券整理及预测

图 8 汽车月度销量及增速情况 单位：万辆



数据来源：爱建证券整理及预测

与销量对应，四季度及全年的汽车行业的营业收入增速分别在 0% 与 3% 左右。盈利方面，一方面继续受规模效应降低等因素制约，另一方面成本端可能压力会有所缓解，毛利率水平将得以维持。第四季度行业利润总额（A 股上市公司加权数据）降幅在 5%-10% 之间。同时，低增速背景下企业间盈利的分化现象将加剧，尽管少数规模领先的集团仍能保持正增长，但同比下滑更能代表行业的普遍状态。

表 2 行业四季度及全年销量预测 单位：万辆

车型	销量			同比增速		
	2010 年	2011 年 四季度 E	全年 E	2010 年	2011 年 四季度 E	全年 E
汽车行业	1804	498	1864	32.4%	1.7%	3.3%
乘用车	1375	395	1450	33.3%	2.6%	5.5%
轿车	949	282	1021	27.3%	4.8%	7.5%
MPV	45	14	50	78.9%	7.5%	12.3%
SUV	132	48	163	100.4%	26.8%	23.7%
交叉型	249	51	216	27.9%	-21.2%	-13.2%
商用车	429	103	414	29.6%	-2.0%	-3.5%
货车	385	88	363	30.0%	-5.1%	-5.5%
重卡	101	20	92	59.5%	-10.6%	-9.3%
中卡	27	7	29	5.7%	17.4%	6.0%
轻卡	195	49	194	25.0%	0.8%	-0.6%
微卡	61	12	49	20.6%	-24.5%	-20.2%
客车	45	15	51	26.0%	21.9%	13.7%
大客	7	2	7	47.3%	6.4%	7.7%
中客	9	3	9	11.3%	12.4%	2.1%
轻客	29	9	34	26.8%	30.6%	18.5%

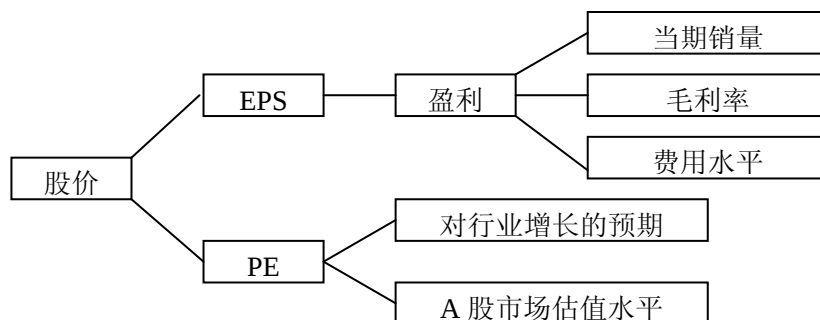
数据来源：爱建证券预测

2.2 我们的观点

维持行业的中性评级。汽车行业的投资机会主要来源于实际盈利与估值的两头驱动，目前行业最大的优势在于低估值，无论是从绝对还是相对的角度。但如果从实际盈利角度出发，短期内行业销量（也即营业收入）增幅有限，毛利率稳中有降，费用水平偏高，整体情况依然不乐观。而在盈利好转情况发生或者盈利好转预期形成共识之前，行业仍难以走出趋势性的上涨行情。

短期内看好轻客和中重卡股。鉴于目前已具备显著的估值优势，四季度我们看好轻客、中重卡上市公司的投资价值，谨慎看好 SUV、MPV、轿车、大中客，继续看淡微客、微卡。另外，我们继续看好部分优质零部件和经销商上市公司可以超越下游整车行业的发展。

图 9 汽车行业投资判断依据简图



资料来源：爱建证券

表 3 主要上市公司盈利预测、估值及投资评级

公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE			评级
	10月18日	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
江铃汽车	20.07	1.98	2.35	2.80	10	9	7	强烈推荐
江淮汽车	7.75	0.90	0.85	1.25	9	9	6	强烈推荐
风神股份	11.14	0.41	0.82	1.00	27	14	11	强烈推荐
潍柴动力	36.20	4.07	4.30	4.88	9	8	7	强烈推荐
上海汽车	15.39	1.61	1.92	2.20	10	8	7	强烈推荐
宇通客车	19.43	1.65	1.95	2.30	12	10	8	推荐
金龙汽车	7.30	0.53	0.65	0.80	14	11	9	推荐
中国重汽	16.39	1.60	1.35	1.60	10	12	10	推荐
华域汽车	9.77	0.97	1.15	1.31	10	8	7	推荐
天润曲轴	13.29	0.46	0.54	0.65	29	25	20	推荐
银轮股份	18.10	1.31	1.05	1.41	14	17	13	推荐
福田汽车	7.38	0.87	0.75	0.90	8	10	8	推荐
一汽轿车	11.05	1.14	1.05	1.20	10	11	9	推荐
亚夏汽车	31.21	0.86	1.34	1.86	36	23	18	推荐
一汽夏利	6.71	0.19	0.15	0.30	35	45	22	中性
东风汽车	3.74	0.28	0.35	0.44	13	11	9	中性
长安汽车	4.39	0.48	0.42	0.55	9	10	8	中性

数据来源: Wind & 爱建证券预测

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

● 公司评级

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出：相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。