

出口已现曙光

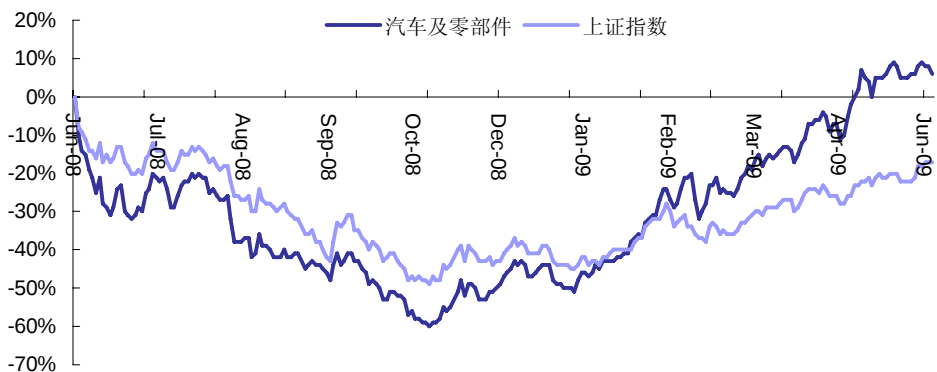
行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

- 在经历之前销量急剧下滑后，近期欧美汽车市场销量似有见底回升迹象。
- 欧美股市近期均出现了较大涨幅，投资者对于最坏情况已经过去，经济走向复苏的预期十分强烈。若经济确实逐步复苏，我们预计欧美汽车市场将进一步回暖，至少同比下滑幅度将有明显改善。
- 金融危机下欧美零部件供应商不断出现的倒闭情况，以及在需求不振的背景下，整车厂寻求高质量廉价零部件的强烈意愿，都将有望使中国零部件企业在海外的市场份额得到快速提升。
- 整车厂商目前对供应商的财务状况非常重视，尤其是现金流状况。财务状况相对良好的中国企业目前在海外市场供应商体系中正越来越受到重视。
- 中国零部件企业有望在本次全球零部件行业洗牌中脱颖而出，市场份额可能出现显著增长，一旦海外汽车市场回暖，这些企业将受益明显，甚至有可能出现个别的国际级零部件供应商。
- 依据以上逻辑，我们认为出口占比较大的零部件公司有望在未来出现较快增长，推荐福耀玻璃、中鼎股份，另可关注万丰奥威。尽管我们对中国零部件行业在本次全球行业洗牌中能够脱颖而出抱有强烈信心，但准确判断海外市场复苏程度和中国零部件企业在会计期内所能取得的收获仍缺乏足够依据，因此在盈利预测中我们仍非常谨慎地考虑海外市场的收益贡献，故目前估值水平提供了较高的安全边际。
- 海外市场占比较大曾一度是这些企业被市场怀疑和担忧之处，但我们觉得金融危机对汽车零部件企业带来的可能更多的是机遇。金融危机打破了过去阻碍中国汽车零部件出口的保护主义和进入限制，当站在了同一起跑线时，凭借高质量和低价格，中国企业的竞争优势将能够得到充分展现。

最近 52 周股价表现



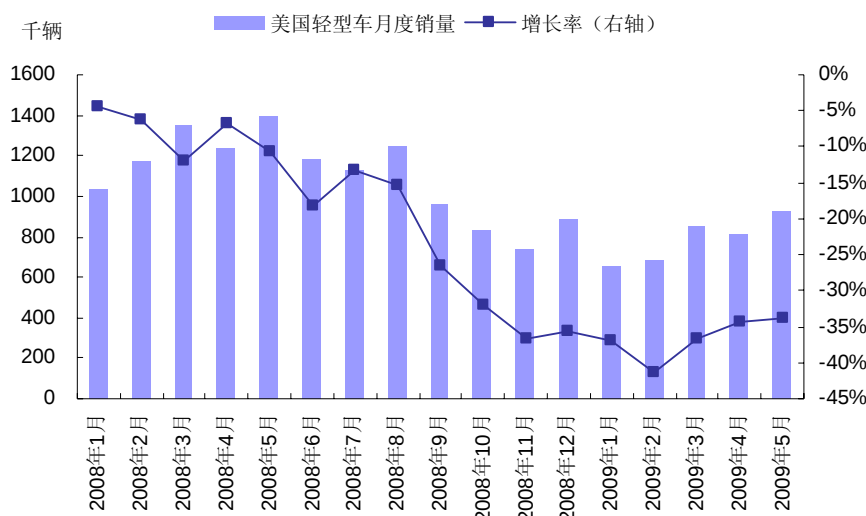
分析师
姚宏光
 (0755) 8249 2723
 Yaohg@lhq.com
黄未樵
 (0755) 8236 6964
 huangwq@lhq.com

海外经济复苏预期强烈，汽车市场似有见底迹象

在经历了之前销量急剧下滑后，近期欧美汽车市场销量似有见底回升迹象。

BEA 的数据显示 5 月折合年率销量为 1,010 万辆，同期为 1,450 万辆，1-4 月平均水平为 970 万辆。Autodata 的数据展现了同样的回升趋势，5 月份折成年率的销量为 990 万辆，远低于去年同期的 1,430 万辆，但高于今年前 4 个月 950 万辆的平均水平。

图 1 美国轻型车月度销量



数据来源：CEIC，联合证券研究所

美国所有主要汽车制造商上月的销量均较 4 月份有所增长，高折扣甚至提振了处于破产保护边缘的通用汽车与克莱斯勒的销售业绩。

表 1 美国市场主要汽车生产商月度销量

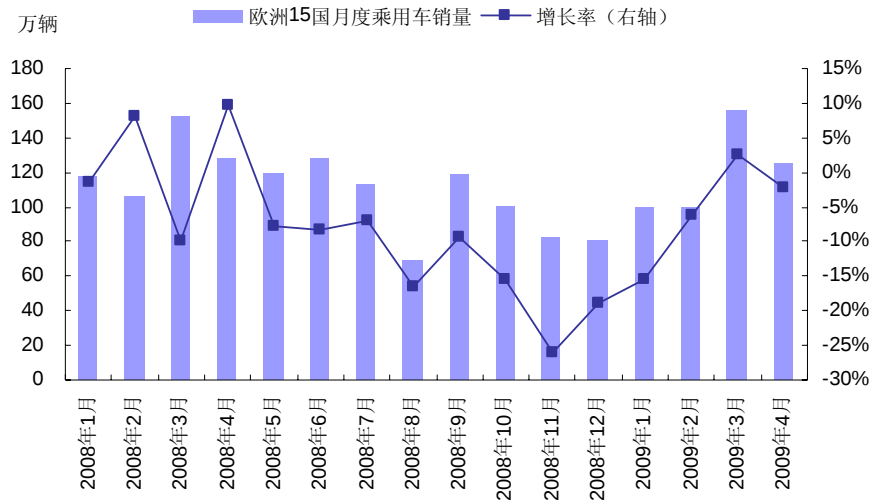
	2008 年 9 月	2008 年 10 月	2008 年 11 月	2008 年 12 月	2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月	2009 年 5 月
Chrysler	107,349	94,042	85,260	89,327	61,747	83,678	100,622	76,391	79,010
Ford	120,355	128,976	122,723	135,695	91,368	97,544	129,309	132,240	161,197
GM	282,806	168,785	153,404	220,097	128,254	126,198	155,380	172,198	190,881
Honda	96,626	85,864	76,233	86,085	71,031	71,575	88,379	101,029	98,344
Hyundai (包括 kia)	42,148	36,303	34,403	38,681	46,608	52,694	65,445	59,558	62,997
Toyota	144,260	152,101	130,307	141,949	171,849	182,169	217,730	217,700	257,406
BMW	18,525	25,475	19,801	21,626	14,314	15,805	21,125	19,362	23,023
Daimler	18,792	17,251	16,001	20,867	12,233	15,633	17,369	15,933	16,318
Volkswagen	24,937	23,332	21,342	25,289	17,466	18,313	22,153	23,299	27,230

数据来源：Autodata，联合证券研究所

随着欧洲各国纷纷采取汽车“以旧换新”补贴的刺激计划，奥地利和德国 4 月乘用车销量分别实现增长 12.8% 和 19.4%，而其他国家，例如法国（-7.1%）、意大利（-7.5%）的下滑幅度也仅为个位数。但个别国家，如英国和西班牙衰退形势仍然严峻，分别下滑 24% 和 45.6%。总体上，目前西欧主要国家乘用车总销

量在刺激政策已基本摆脱了严重衰退的局面。

图2 欧洲15国乘用车月度销量



数据来源：CEIC，联合证券研究所

欧美股市近期均出现了较大涨幅，主要是由于尽管目前欧美的 GDP 数据仍然不容乐观，但投资者受到消费者支出、消费者信心指数、制造业数据均好于预期的鼓舞，对于最坏情况已经过去，经济走向复苏的预期十分强烈。

若经济确实逐步复苏，我们预计欧美汽车市场将进一步回暖，至少同比下滑幅度将有明显改善。

全球汽车零部件行业洗牌，中国企业或将脱颖而出

金融危机下欧美零部件供应商不断出现的倒闭情况。在美国市场，原本占据主要地位的墨西哥、加拿大、以及美国本土零部件企业在三大汽车厂商大幅削减采购，现金流枯竭等冲击下，几乎陷入行业性破产的局面。特别在克莱斯勒和通用汽车进入破产重组，大规模关停本土生产厂后，这一情形或将加剧。随着竞争对手的消失，中国零部件企业在北美市场有望进一步扩大市场。

而欧洲零部件厂商情况仅略好于北美，同时过去由于欧洲整车厂商对于当地零部件企业有保护倾向，采购体系很少对中国企业开放。但在需求不振的背景下，目前其寻求高质量廉价零部件的意愿强烈，中国零部件企业在同欧洲零部件厂商的竞争中优势明显，市场份额也有望得到快速提升。

整车厂商目前对供应商的财务状况非常重视，尤其是现金流状况。以前整车厂可能会选一些经营模式不是很强、财务状况不佳的企业作供应商，因为可以压低这些急于获得订单的企业的产品价格，但是现在这样的企业要获得新订单越来越难，因为一旦它破产，客户的损失会更大。因此，财务状况相对良好的中国企业目前在海外市场供应商体系中正越来越受到重视。

福耀玻璃在海外汽车市场整体低迷的情况下，1~4月OE出口实现增长率超过30%；中鼎股份在欧洲市场打开后（为TRW供货），出口也基本实现持平；万

丰奥威尽管通用汽车 OE 需求下降较快，但随着进入大众和菲亚特市场，海外份额也有明显提升。这些信号都显示了中国零部件企业有望在本次全球零部件行业洗牌中脱颖而出，市场份额可能出现显著增长，一旦海外汽车市场回暖，这些企业将受益明显，甚至有可能出现个别的国际级零部件供应商。

依据以上逻辑，我们认为出口占比较大的零部件公司有望在未来出现较快增长，推荐福耀玻璃、中鼎股份，另可关注万丰奥威。尽管我们对中国零部件行业在本次全球行业洗牌中能够脱颖而出抱有强烈信心，但准确判断海外市场复苏程度和中国零部件企业在会计期内所能取得的收获仍缺乏足够依据，因此在盈利预测中我们仍非常谨慎地考虑海外市场的收益贡献，故目前估值水平提供了较高的安全边际。

海外市场占比较大曾一度是这些企业被市场怀疑和担忧之处，但我们觉得金融危机对汽车零部件企业带来的可能更多的是机遇。金融危机打破了过去阻碍中国汽车零部件出口的保护主义和进入限制，当站在了同一起跑线时，凭借高质量和低价格，中国企业的竞争优势将能够得到充分展现。

表 2 盈利预测及评级表

	股价(元)	09EPS	10EPS	2009PE	2010PE	评级
福耀玻璃	8.94	0.42	0.54	21.3	16.6	增持
中鼎股份	12.82	0.70	0.87	18.3	14.7	增持
万丰奥威	8.00	0.20	0.25	40.0	32.0	无评级

数据来源：联合证券研究所预测

注：福耀 09 年业绩未考虑伏法线计提损失

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。