

超预期，估值优势，还会涨

行业评级

增持/ 维持评级

相关研究

《政策催化，农村市场有望彻底启动》

09 年 03 月 15 日

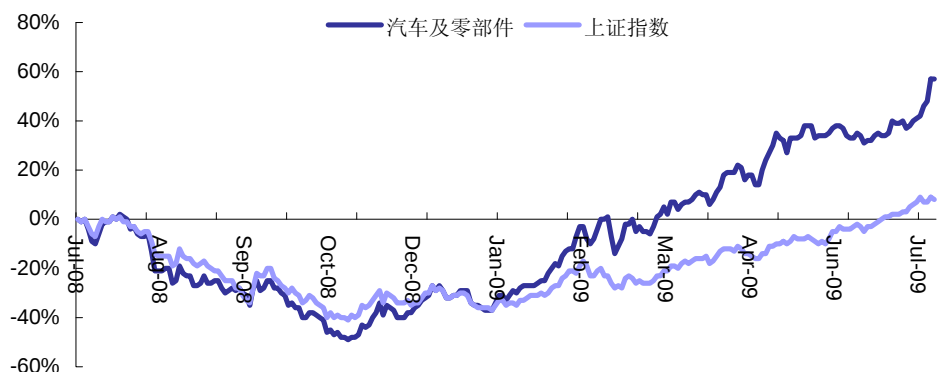
《迎接中国汽车消费的第二次浪潮》

09 年 5 月 5 日

《买入仍然是好的选择——09 年中期策略》09 年 6 月 27 日

- 基于 2 季度业绩表现的年度调整预测显示，基于未来 4 个季度年化盈利预测的动态 PE 水平大约为 15~19 倍，远低于目前市场整体约 27 倍（联合证券主要行业预测）~25 倍（市场一致预测）的动态 PE。即使考虑到市场整体核心公司的估值水平及其盈利预测调整空间，汽车股的估值仍然具有足够的安全边际。
- 依据超预期幅度、基于未来 4 个季度年化盈利预测估值水平、未来进一步超预期可能性和盈利预测的可信度四个考虑因素，核心乘用车公司的投资选择排序为：福耀玻璃、长安汽车、上海汽车、东安动力、华域汽车、一汽轿车、江淮汽车、中鼎股份和一汽夏利。
- 我们预计即将揭幕的中期报告将展示乘用车行业非常靓丽的一面，即使之前基于行业销售超预期表现的盈利预测仍将显著低估。乘用车公司股价仍然具有上涨的强劲驱动力。
- 销量快速增长带来产能利用率大幅上升，盈利快速释放。我们统计的主流公司的产能利用率 09 年实际可能达到了 70% 以上的水平，这是盈利对产能变化最为显性的一个区间。材料成本上涨下半年开始可能会导致成本压力，但产能利用率的持续改善预计将带来更积极的帮助。鼓励大型企业集团兼并收购的产业政策将会有效提升行业存量产能效率，从而减轻企业资本支出和制造成本压力。
- 中国乘用车市场正位于新一轮大级别景气周期的起始点，未来 3~5 年内，城镇家庭的普及消费将催生中国乘用车市场的第二次浪潮。展望更远的未来，城市化进程将为市场提供更为持久的需求供给，中国乘用车市场成长将具有非常好的刚性，中长期前景依然光明。

最近 52 周股价表现



分析师
 姚宏光
 +755-82492723
 yaohg@lhzq.com

估值优势和催化剂均具备

基于 2 季度业绩表现的年度调整预测显示，核心公司的动态 PE 估值水平仅接近 20 倍，基于未来 4 个季度年化盈利预测的动态 PE 水平则大约为 15~19 倍，远低于目前市场整体约 27 倍（联合证券主要行业预测）~25 倍（市场一致预测）的动态 PE。即使考虑到市场整体核心公司的估值水平及其盈利预测调整空间，汽车股的估值仍然具有足够的安全边际。即使与目前估值水平较低的银行类上市公司（动态 PE 约 18 倍）比较，主要的乘用车类上市公司动态 PE 水平也有优势。

表 1 乘用车核心公司最新调整的动态估值水平

	09 年 EPS (E)	未来 4 个季度年化预测 EPS	PE1	PE2
福耀玻璃	0.58	0.75	16.4	12.7
上海汽车	0.85	1.1	22.1	17.1
一汽轿车	0.8	1	23.9	19.1
长安汽车	0.55	0.75	18.0	13.2
东安动力	0.65	0.75	18.0	15.6
华域汽车	0.6	0.62	15.7	15.2
中鼎股份	0.52	0.58	20.7	18.6
江淮汽车	0.3	0.45	22.7	15.1
一汽夏利	0.23	0.3	40.4	31.0

数据来源：联合证券研究所

说明：1、福耀玻璃和长安汽车盈利预测为经常性损益

2、PE1 为 09 年预测动态 PE，PE2 为未来 4 个季度年化盈利预测 PE

将未来 4 个季度年化盈利预测作为重要观察指标的理由是，09 年 1 季度汽车行业盈利处于恢复初期，其盈利水平的代表性较差，换言之，基于 2 季度基础之上的年化盈利预测能够更好地反映未来行业高景气前景。与此同时，我们认为市场也将逐渐开始重新思考另一个问题——确定性更高的成长前景是否应当享有适当的估值溢价？

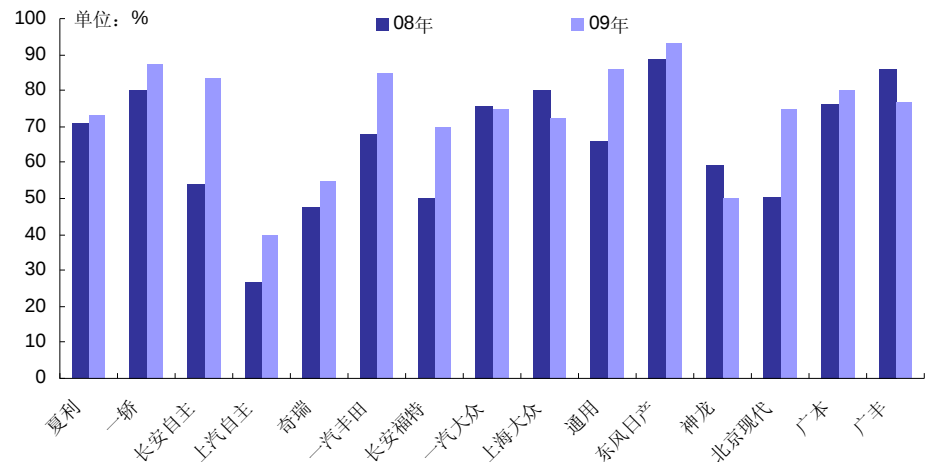
我们预计即将揭幕的中期报告将展示乘用车行业非常靓丽的一面，主流公司将给出一份大面积的超预期的业绩答案，即使之前基于行业销售超预期增长的盈利预测仍将显著低估。

中期报告将大幅超预期，形成股价上涨的强力催化剂；随之大幅上调的盈利预测也将为股价提供较高的估值安全边际。我们认为乘用车公司股价仍然具有上涨的强劲驱动力。

盈利加速释放来自产能利用率的大幅提升

销量快速增长带来产能利用率大幅上升，盈利快速释放。我们统计的主流公司的产能利用率由 08 年的 59% 提升到 09 年的 67%，考虑到之前年度公布的扩产计划一部分由于金融危机的爆发而未实施，实际产能利用可能达到了 70% 以上的水平，这是盈利对产能变化最为显性的区域。

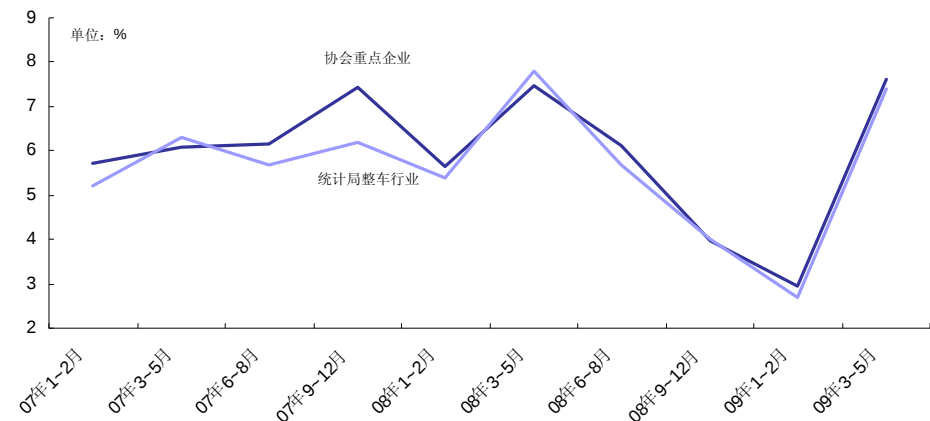
图1 主要乘用车企业产能利用率变化估计



数据来源: 联合证券研究所

对利润率水平下滑的担忧源于低端产品占比的结构性上升, 但产能利用率的上升和材料成本的下降事实上完全消化了这一不利因素。行业净利率水平在 09 年 1~2 月曾经下滑到了不足 3%, 但 3~5 月净利率水平已迅速攀升到了 07 年以来的峰值水平达 7.6%, 随着 6 月行业效益持续大幅改善, 我们估计截止 6 月的利润率数据已创出 04 年以后的新高。

图2 行业净利率水平变化



数据来源: 汽车协会, 国家统计局

材料成本上涨下半年开始可能会导致成本压力, 对材料成本占比更高的商用车影响将较为显著, 但产能利用率的持续改善预计将带来更积极的帮助。按照新增产能的投放周期和目前可获知的扩产规划, 新一轮景气周期导致的新产能投放高峰最早也要到 2011 年。鼓励大型企业集团兼并收购的产业政策将会有效提升行业存量产能效率, 从而减轻企业资本支出和制造成本压力。例如上海大众、长安汽车和广汽集团, 未来产能的扩充有相当一部分将通过并购外部闲置产能实现。

我们预计未来几年逐渐活跃的行业内兼并行为将对改善行业产能利用率状况和维系良好的行业盈利能力起到显著效果。此外, 中级以上轿车市场已逐步回升, 显示宏观经济的见底已反映在消费信心的逐步回暖上, 这将使得行业利润率水平

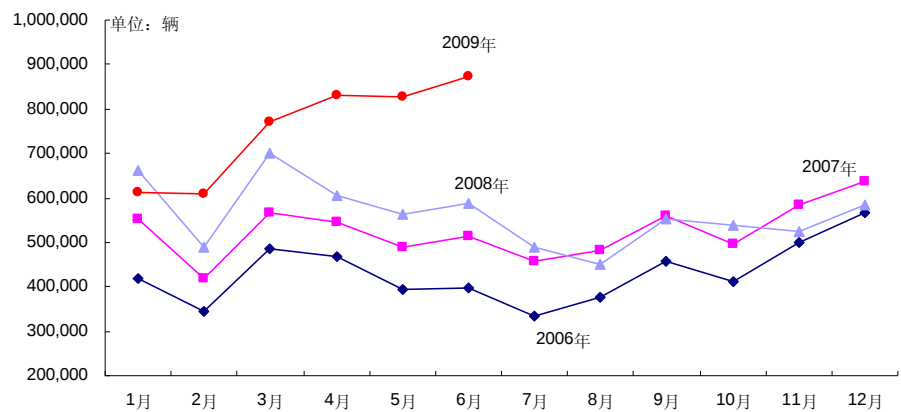
产生结构性提升。

大级别的景气周期是股价持续上涨的基础

对汽车市场繁荣持续性的质疑一直不断，持续超预期的销售表现对此将做出越来越清晰的阐释。本轮汽车市场的繁荣来自二、三线城市和中、西部经济后进地区购买力释放的双重推动，因而其释放规模将更大，持续性将更好。我们并不认为刺激消费的政策因素是导致本轮行业景气上升的主因，而仅仅是扮演了催化剂角色，居民购买力的实质性提高才是推动汽车消费潜力梯次性释放的根本因素。

我们估计 09 年中国乘用车市场销量将达到 890 万辆，同比增长 32%，2010 年和 2011 年的复合增长率仍可维持在 15% 左右。预计至迟至 2011 年，由于需求快速膨胀，中国汽车的年消费总量将超过 1400 万辆，从而几乎可以确定超过美国（经济景气较高的正常年份乘用车销量约 1200 万辆，汽车总销量约 1600 万辆）而跃居全球第一。

图 3 乘用车月度销量数据



数据来源：中国汽车工业协会

中国乘用车市场正位于新一轮大级别景气周期的起始点，未来 3~5 年内，城镇家庭的普及消费将催生中国乘用车市场的第二次浪潮。展望更远的未来，城市化进程将为市场提供更为持久的需求供给，中国乘用车市场成长将具有非常好的刚性，中长期前景依然光明。

修正后的估值水平，寻找投资标的的标准

超预期的幅度显示公司经营和盈利状况的改善程度，这意味着在本轮景气周期中必须对企业个体的价值作出重新评估。我们预计主流乘用车公司超预期幅度的依次排序是：长安汽车（000625）、上海汽车（600104）、福耀玻璃（600660）、东安动力（600178）、华域汽车（600741）、江淮汽车（600418）、一汽轿车（000800）、中鼎股份（000887）和一汽夏利（000927）。

超预期同时也意味动态估值水平的大幅下降，依据未来 4 个季度年化的修正后公司估值水平的安全边际，同时考虑公司未来进一步超预期的可能性和盈利预

测的可信度两个重要变量，联合证券乘用车公司的投资选择顺序如下：

表 2 核心乘用车公司估值水平及推荐排序

排序		09 年 EPS (E)	未来 4 个季度年 化预测 EPS	PE2	超预期幅度
1	福耀玻璃	0.58	0.75	12.7	★★★★★
2	长安汽车	0.55	0.75	13.2	★★★★★
3	上海汽车	0.85	1.1	17.1	★★★★
7	一汽轿车	0.8	1	19.1	★
4	东安动力	0.65	0.75	15.6	★★★★★
5	华域汽车	0.6	0.62	15.2	★★★★★
6	江淮汽车	0.3	0.45	15.1	★★★★
8	中鼎股份	0.52	0.58	18.6	★
9	一汽夏利	0.23	0.3	31.0	★

数据来源：联合证券研究所

说明：1、福耀玻璃和长安汽车盈利预测为经常性损益

2、PE2 为未来 4 个季度年化盈利预测 PE

重申我们的核心观点

在《迎接中国汽车消费的第二次浪潮》（09 年 5 月 5 日）和《买入仍然是好的选择——汽车及零部件行业中期策略》（09 年 6 月 27 日）两篇重要的行业报告中，我们系统地提出了看好本轮汽车景气周期前景的逻辑，在此我们重申其中的核心观点：

- 先行（和同步）指标已反映乘用车市场的拐点：消费信心指数长达 15 个月的快速下滑趋势已基本得到扭转；以联合证券调整后人均可支配收入指标领先 2 个季度的规律来推断，轿车销售在 08 年 3 季度见底已具备基础；即期和月度平均的库存水平已处于安全的历史较低位置，意味着一轮大级别景气回落已经基本结束。
- 基于合理的数据分析和逻辑推理的结论使我们相信，中国很可能正在或即将迎来汽车消费的第二次高潮。
- 研究结果显示，在大部分地区，中国已经具备轿车普及的基本条件，或者已经非常接近突破这个临界点。
- 占总城镇人口 38% 的省市从 02 年开始花了 5 年时间人均可支配收入渐次超过 14000 元的汽车消费门槛，而从 09 年开始，低收入省份占比约 54% 的城镇人口人均可支配收入将用最多 3 年的时间渐次跨越这一门槛。理论上推断，未来 3 年需求释放的强度从总量上要超过过去 5 年，且具有更好的持续性。
- 我们的预测结果显示，包括 09 年在内，中国轿车市场未来 3 年的复合增长率将超过 15%，这已经超出市场普遍预期。下个经济上行周期的第一年乘用车销量增速可以超过 20%，或者更高。

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。