

汽车行业 2010 年 2 季度投资策略

把握阶段性机会，获得超额收益

杨华超 研究员 黎韦清 研究员 汤俊 研究员
电话: 020-87555888-393 020-87555888-630 020-87555888-628
eMail: yhc2@gf.com.cn lwq@gf.com.cn tj5@gf.com.cn

狭义乘用车行业仍处于供给紧张状态

整车厂商的目前库存仍处于历史低位，厂商没有库存压力，多数厂商对销量维持乐观态度；渠道库存已经基本恢复到正常水平，提车难问题得到缓解，有利于市场需求的满足；三月份前两周的终端销量是短期扰动，我们预测未来三个月能实现 75 万-80 万的终端销量。在行业处于供给紧张的情况下，行业销售规模且中高端车型市场份额持续提升，我们判断一季度行业的盈利能力处于历史景气高位。

商用车行业处在景气向上周期的中段

我们判断商用车行业在 2010 年上半年维持高速增长，下半年增速趋于平稳。商用车板块中我们选择有世博会和亚运会驱动需求的大客行业以及国内物流和经济扩张对投资拉动的重卡行业。根据我们的草根调研结果显示，今年上半年整个重卡市场持续历史天量的销售可以维持，因此我们看好商用车在二季度的股价表现。

零部件行业自下而上选择投资机会

我们认为汽车零部件可以按以下思路进行配置：1，并购重组将在行业内不断地兴起。按照事件推进的时点，可以选择有相关并购题材的股票进行配置。2，新能源汽车产业振兴规划有望在 3 月份推出，我们维持看好中上游（电池、电机、电控）的观点。

投资建议：把握阶段性投资机会，获得超额收益

我们认为汽车行业由于周期和成长性的原因，在今年一季度股价大幅度下挫，目前整个汽车板块 2010 年市盈率在 15 倍以下，我们认为目前的走势已经基本消化了前期的利空和预期，在未来三个月的高销量持续刺激下，随着一季报和半年报的超预期，可能会跑赢大盘，因此我们在二季度给予乘用车行业增持评级，商用车买入评级。投资组合：潍柴动力、亚星客车、一汽轿车、宁波华翔和东安动力。

风险提示

通胀预期和人民币升值带来市场的投资风格变化。

行业评级

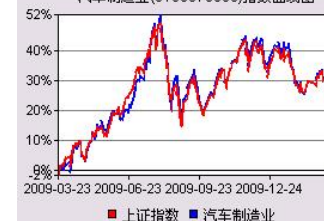


前次评级

持有

行业走势

汽车制造业(0103070505)指数走势图



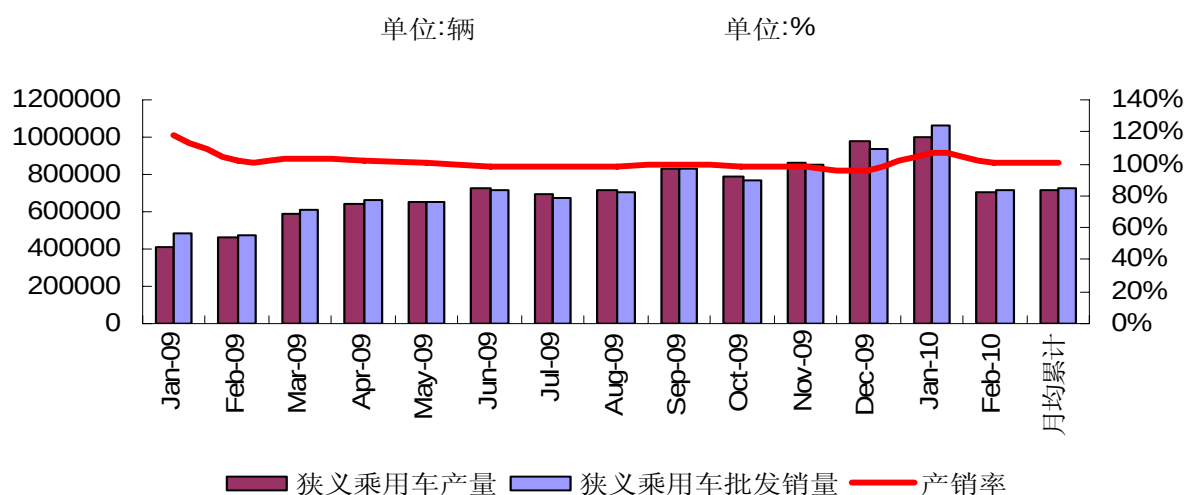
市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	1.33%	-3.20%	33.89%
上证综指	1.64%	-1.77%	34.49%

狭义乘用车行业仍处供给紧张状态

狭义乘用车行业产能释放合理，产销率维持高位，整车厂维持加班生产状态

狭义乘用车行业（不含微客）的产量从2009年1月的40万辆提升到2010年1月的100万辆，同比增长150%，虽然有部分厂商开始新增产能，但主要厂商还是通过加班生产来解决供给紧张的问题，因此行业的产能利用率仍处于持续上升的阶段。2009年的1月份到2010年的2月份行业累计产销率（厂家批发销量/产量）达到100.8%，因此，整车厂商的库存仍处于历史低位，厂商没有库存压力，多数厂商对销量维持乐观态度。

图1：厂商产销率趋势图



数据来源：汽车工业协会，乘联会，广发证券发展研究中心

渠道库存基本恢复到正常水平，提车难问题得到缓解，有利于市场需求的满足

衡量汽车渠道库存情况我们一般用库存当量来表示，库存当量是当月的累计存货和当月的销量之商。渠道库存的合理水平在1-1.5之间，相当于30-45天的销量。根据我们的测算， $\text{库存} = \text{厂商库存} + \text{批发商库存} = \text{厂商产量} - \text{批发销量} + \text{批发销量} - \text{终端销量} - \text{出口数量}$ 。按照2009年1月到2010年2月乘用车出口15万辆计算，目前的渠道库存存在103万辆左右，相当于38天左右的渠道库存，因此我们认为整个渠道库存处于合理状态，提车难和提车周期长的问题会得到缓解，有利于满足积压的订单，从而提高月度销量。根据草根调研的结果显示，大路货基本上库存比较充裕，而紧张的都是些热销车、新产品和偏门配置的车型。

表 1：狭义乘用车行业渠道库存趋势表

（单位：辆）	Jan-09	Feb-09	Mar-09	Apr-09	May-09	Jun-09	Jul-09
狭义乘用车产量	406651	464209	590773	647136	649377	723974	691129

批发销量	481279	473365	606719	659337	656422	712716	677499	
零售销量	404785	410829	524657	576317	577920	626730	602963	
厂商库存	-74628	-9156	-15946	-12201	-7045	11258	13630	
批发商库存	76494	62536	82062	83020	78502	85986	74536	
渠道库存	1866	53380	66116	70819	71457	97244	88166	
	Aug-09	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10	Feb-10	14 个月累计
狭义乘用车产量	719092	835600	789905	863514	981038	998258	710118	10070774
批发销量	710055	830558	771329	853354	934453	1063766	718592	10149444
零售销量	635126	744449	674977	749467	808185	922321	628720	8887446
厂商库存	9037	5042	18576	10160	46585	-65508	-8474	-78670
批发商库存	74929	86109	96352	103887	126268	141445	89872	1261998
渠道库存	83966	91151	114928	114047	172853	75937	81398	1183328

数据来源：汽车工业协会，乘联会，广发证券研究发展中心

三月份前二周的终端销量是短期扰动，我们预测未来三个月能实现75万-80万的终端销量

目前市场有观点认为，今年二月底到三月初整个狭义乘用车销售市场比较冷清，但是从乘联会的2010年3月1-12日的累积销售数据分析，我们并没有看到这些趋势。根据我们的调研结果显示，尽管面临春节结束和天气异常的不利因素，但整个汽车销售形势仍然非常不错，而且从三月中下旬的客流量来看，销售情况好转比较明显，因此，我们根据短期的趋势判断，未来的三、四、五月汽车销量将维持较高的景气水平，终端销售规模将稳定在75万到80万的水平。

表 2：2010 年 3 月狭义乘用车终端销售预测表

单位：辆	2009 年 11 月			2009 年 12 月		
	1-6 日	1-13 日	1-30 日	1-8 日	1-15 日	1-31 日
终端销量	135294	303118	749467	114435	288495	808185
	2010 年 1 月			2010 年 2 月		
	1-8 日	1-15 日	1-31 日	1-5 日	1-21 日	1-28 日
终端销量	208732	414120	922321	173865	359751	628720
	2010 年 3 月					
	1-5 日	1-12 日	1-31 日(F)			
终端销量	126824	300258	750000-800000			

数据来源：乘联会，广发证券发展研究中心

从汽车价格、规模效应和中高级车比例来看，一季度行业盈利能力维持景气高位

根据我们对行业的供需关系分析，目前厂商的库存处于历史底部，因此我们认为汽车价格在生产厂商端是继续坚挺。目前市场上的促销主要来自于两个方面：一方面是经销商为了扩大销量主动让利，从而获取更多的销量来增加盈利能力；另外一方面是厂商为了给新产品的高定价主动给老产品降价。虽然也有部分的产品因为自身的原因为了扩大销量进行主动降

价，但目前尚未看到行业价格战的阴影出现。

我们通过处理行业同比和环比的销售数据得出，汽车行业的规模效应环比四季度继续提升；而且中高级轿车销量环比增速和市场份额也保持了上升的趋势。考虑到原材料成本的小幅度上升，我们判断一季度行业的盈利能力处于历史景气高位。

表 3: 狭义乘用车销量环比和同比趋势表

单位: 辆	2009 年 1 季度	2009 年 4 季度	2010 年 1 季度	同比增速	环比增速
狭义乘用车销量	1561363	2559136	2582358	65.39%	0.91%
中高级轿车销量	584336	960759	969684	65.95%	0.93%
中高级车占比	37.42%	37.54%	37.55%	0.13%	0.01%

数据来源：汽车工业协会，广发证券研究发展中心

商用车行业处在景气向上周期的中段

在我国2008年到2010年的经济周期中，商用车行业在2008年上半年到达周期的顶峰，在2009年下半年开始触底回升，我们判断商用车行业在2010年上半年继续维持高速增长，下半年增长可能会比较平稳，因此，前高后稳是我们相对市场比较乐观的判断，这也是和我们2010年年度策略一致的判断。

我们看好商用车子板块中的大客和重卡行业。看好大客的理由在于国内世博会和亚运会的新增需求。看好重卡的理由在于国内物流和经济扩张对投资的拉动，如果去掉2009年3月份开始四万亿的投资对工程基建带来工程车的增量，物流重卡2009年6月份才开始触底回升，因此我们看好物流类的重卡。根据我们的草根调研结果显示，今年上半年整个重卡市场持续历史天量的销售可以维持，因此我们看好商用车在二季度的股价表现。

图 2: 重卡的销售趋势



数据来源：汽车工业协会，广发证券研究发展中心

零部件行业自下而上选择投资机会

我们认为汽车零部件可以按以下思路进行配置：1，并购重组将在行业内不断地兴起。按照事件推进的时点，可以选择有相关并购题材的股票进行配置。2，新能源汽车产业振兴规划有望在3月份推出，我们维持看好中上游（电池、电机、电控）的观点。

图 3：新能源汽车的“两纵三横”投资路线图

	锂电路线	镍氢路线		
上游	西藏矿业 中信国安	吉恩镍业 贵研铂业 厦门钨业		
			电 池	电 机 电 控
中游	中国宝安 江苏国泰 佛塑股份 杉杉股份 中信国安	科力远 中炬高新 凯恩股份 ST 春兰		大洋电机 南车集团 卧龙电气 曙光股份 时代新材 宁波韵升
下游		福田汽车 安凯客车 中通客车 南车集团		上海汽车 长安汽车 一汽轿车

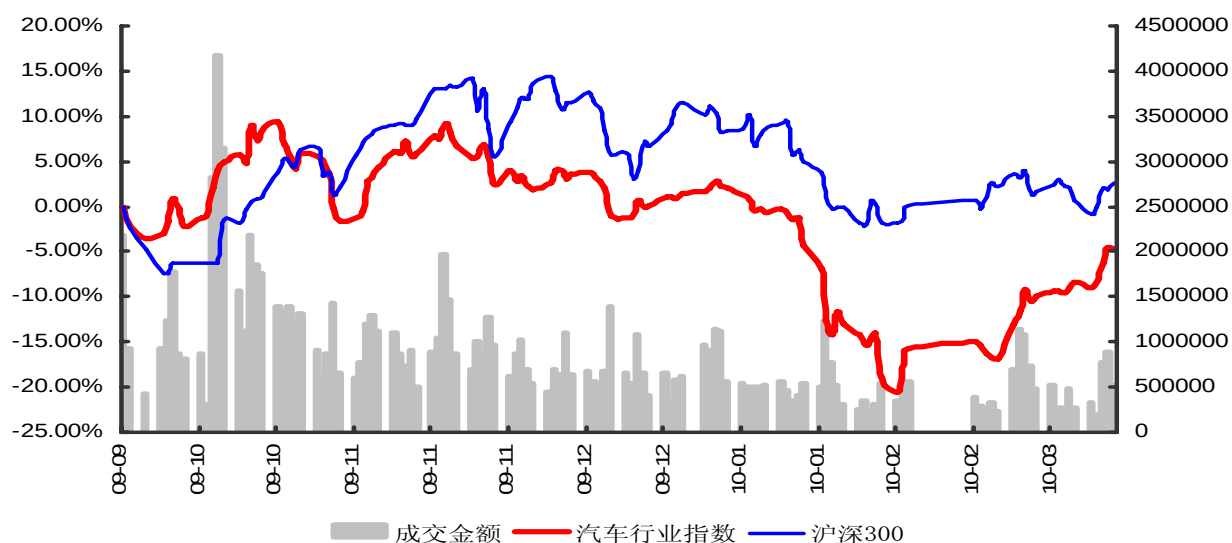
数据来源：广发证券发展研究中心

投资建议：把握阶段性投资机会，获得超额收益

我们对行业的投资建议是乘用车行业增持，商用车行业买入。由于经济复苏和政策退出的博弈，整个市场显现出波段操作的投资风格，从流动性来看，也不支持趋势性的上涨，因此我们的投资建议是波段操作，抓住短期催化剂。

我们认为汽车行业由于周期和成长性的原因，在今年一季度股价大幅度下挫，目前整个汽车板块2010年市盈率在15倍以下，我们认为目前的走势已经基本消化了前期的利空和预期，在未来三个月的高销量持续刺激下，随着一季报和半年报的超预期，可能会跑赢大盘，因此我们在二季度给与乘用车行业的增持评级，商用车的买入评级。投资组合：潍柴动力、亚星客车、一汽轿车、宁波华翔和东安动力。

图4：半年来汽车行业与沪深300价格指数的变化



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心，数据截止至2010年3月19日

潍柴动力（000338.SZ）

公司上半年销量超预期带来业绩的超预期，我们预测一季度业绩在1.8元，半年报在3.6元以上。公司高额的每股资本公积和未分配利润带来潜在的高送配能力。同时，公司未来在印度的投资复制中国的成长模式以及进入国内轻卡和客车行业，扩展国内业务的产品覆盖，从而打消市场对它成长性的担忧。我们预计潍柴动力2009到2011年的EPS分别为4.15元、6.00元、6.6元。我们维持“买入”评级。

亚星客车（600213.SH）

我们认为目前公司总市值仅为25.43亿元，容易成为资产重组和兼并的标的，符合汽车行业整合兼并的战略方向。因此我们给予公司“买入”的评级。

一汽轿车（000800.SZ）

我们认为公司产品中高端定位有利于维持产品的盈利能力的稳定，新产品的逐步放量则形成业绩支撑。因此我们判断公司业绩提供安全边际，整体上市提供估值空间。如果公司在今年进行整体上市，参考上海汽车的股本和市值以及盈利能力，按照50亿股本计算，我们判断公司2010年的EPS有望达到1.8元以上。我们维持“买入”评级。

宁波华翔（002048.SZ）

宁波华翔买入理由：

- 1，公司发布一季度业绩预增公告，一季度业绩约为0.16元，超市场预期。我们预计全年有望到0.6以上，公司业绩提供安全边际。
- 2，公司并购重组情况正在顺利推进，一旦并购成功，有望形成股价的催化剂。

东安动力（600178.SH）

1，本部业务将大幅改善。预计公司本部09年基本实现扭亏（08年亏损一个多亿），10年本部将实现至少2000万以上盈利。在长安入股后，公司有望得到长安的部分订单。同时，公司本部正在为江淮悦悦配套468发动机，一旦悦悦放量，将有望带来约10%左右的额外增量。公司出口为比亚迪配套发动机今年有望到4000台，3年内到20000台。向上弹性很明显。

2，自动变速箱生产线开始投产。目前下游客户反映良好，由于公司自动变速箱技术含量高，市场空间大，公司估值拐点将上移。

风险提示

通胀预期和人民币升值带来市场的投资风格变化。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

汽车制造业(0103070505)行情走势



相关研究报告

汽车制造业(0103070505)	汤俊	2010-01-18
汽车制造业(0103070505)	汤俊	2009-12-10
汽车制造业(0103070505)	汤俊	2009-09-13
汽车制造业(0103070505)	汤俊	2009-08-12
由估值驱动走向业绩驱动	黎韦清	2009-06-29

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。