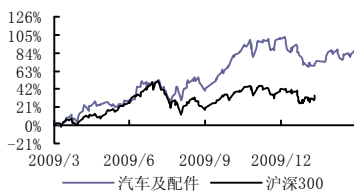


消费品及服务 - 汽车及配件

2010年3月31日

行业相对沪深300表现



表现	1m	3m	12m
汽车及配件	1.32%	-6.40%	89.20%
沪深300	2.59%	-5.40%	35.51%

代码	名称	6m%	YTD%	评级
000800	一汽轿车	31.47	85.46	买入
000550	江铃汽车	20.11	68.59	买入
000581	威孚高科	64.77	98.12	买入
000559	万向钱潮	65.50	50.5	买入
600480	凌云股份	57.20	47.6	买入

吕丽华、冉飞

+86 755 83199599ext8267

ranfei@cscsco.com.cn

执业证书号:

S1030207080530

分析师申明

吕丽华、冉飞，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

阶段性投资机会或来临

—汽车行业2010年2季度投资策略

评级： 强于大市

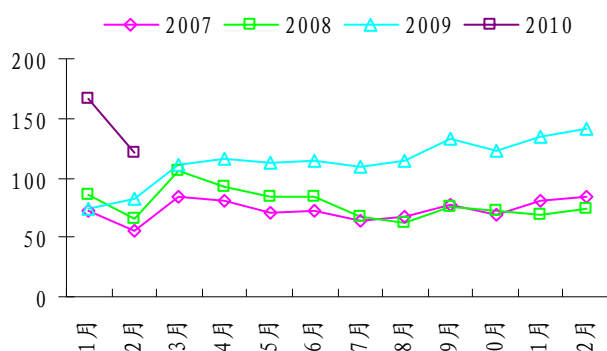
- **1季度行业回顾。**2010年前2月，我国汽车累计销量达到287.57万辆，同比增长84%，产销率101.94%，其中2月的环比回落属于正常季节性效应。整体上看，汽车行业继续保持高景气运行。
- **预计2010年汽车销量增速不低于14%。**2010年汽车销量仍将适当的的增长，预计销量1550万辆，同比增速14%；参考前2月行业表现以及季节性调整后的折年率数据，我们判断实现目标是大概率事件，并存在超预期可能。
- **2季度重点子行业展望**
- **狭义乘用车：销量保持较高水准，增速正常放缓。**在传统旺季以及车企低库存支持下，预计销量250万辆，同比增长23%，其中轿车销量217万辆，同比增长19%。
- **重卡：2季度谨慎看好，全年前高后低。**行业旺季提前，短期仍有希望超预期，预计2010年1、2季度分别销售24.6万辆、20.3万辆，同比增长141%，17%，但下半年行业受房地产等投资增速放缓影响，加上去年同期的高基数效应，可能出现20%左右的同比下滑。
- **大中客：景气上行趋势不改。**内需回暖是行业好转的主要原因。短期来看，世博会、亚运会对销售增量构成支持，出口的更大改善也值得期待，此外行业受经济政策的影响相对较小，预计上半年增速达到25%，全年维持景气上行趋势。
- **盈利能力维持较高水平。**总体上看，上半年行业的规模效应依旧明显，成本压力有限，车企低库存优势有利于对产品价格的掌控，盈利能力仍将维持在较高水平。
- **阶段性投资机会或来临。**基于汽车板块上半年业绩增长的确定性以及较低的估值水平，维持行业“强于大市”评级，2季度或是汽车板块在年内最好的投资阶段，各子行业均有一定的表现机会。其中，销量超预期、上市公司业绩预增、相关产业政策（兼并重组、新能源汽车等）出台、高送配预期都将成为股价上涨的催化剂。个股推荐一汽轿车、江铃汽车、威孚高科、万向钱潮、凌云股份等。
- **风险提示。**经济增速放缓；汽车销量低于预期。

1 季度行业回顾

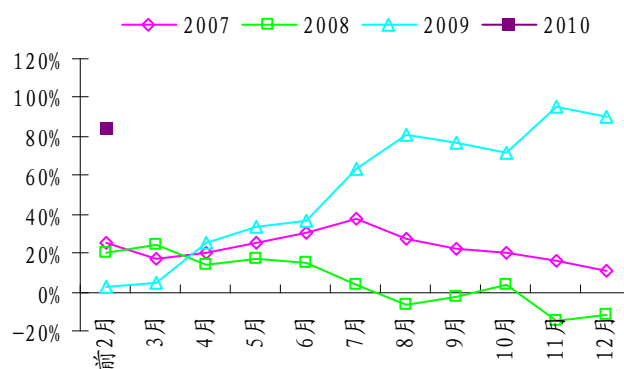
2010 年前 2 月，我国汽车累计产量达到 282.10 万辆，销量达到 287.57 万辆，分别同比增长 92%、84%，产销率 101.94%。其中，2 月产量 120.62 万辆，销量 121.15 万辆，同比增长 49%、46%，环比下滑 25%、27%，但仍高于 2009 年月度平均产销量水平（114.92 万辆、113.71 万辆）。

考虑受春节假期影响，企业有效工作日减少，以及 1 月汽车产销基数太高的因素，我们认为 2 月的环比回落属于正常季节性效应（按有效工作日折算，产销环比回落幅度约为 8%）。整体上看，汽车行业继续保持高景气运行。

Figure 1 近年我国汽车月度销量

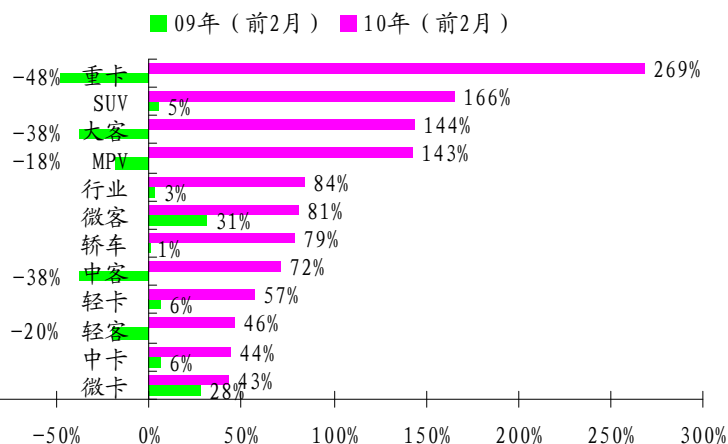


数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 2 近年我国汽车月度销量同比增速¹

数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 3 细分子行业前 2 月累计销量同比增速



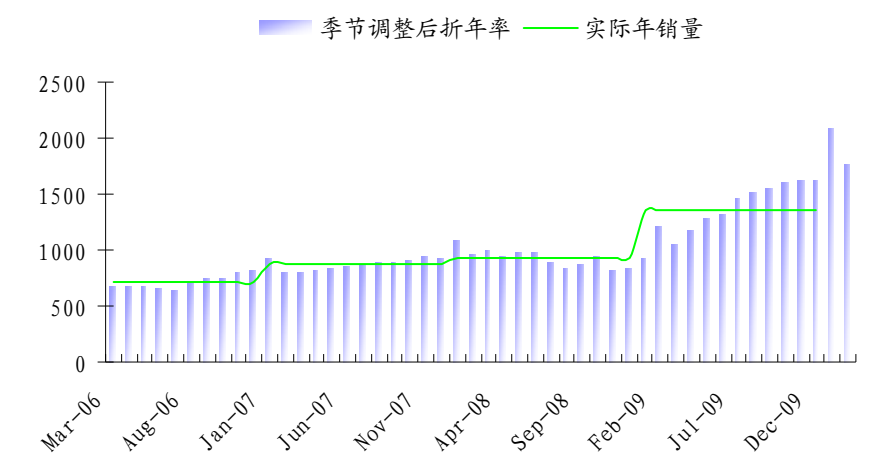
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

¹考虑到春节所处月份差异，在考察同比增速时对前 2 月销量数据进行了合并。

各细分子行业前 2 月累计销量同比增速均超过 40%。其中，对比基数较低的重卡、大客、MPV 表现优异，SUV、微客、轿车持续高增长，微卡、中卡、轻客增速相对落后。

2009 年可被看做我国汽车大范围普及的元年，“普及区域广、时间跨度长”将成为行业新一轮景气周期的主要特征，核心支撑要素则来自于国民消费升级以及较低的保有量基数，这在我们此前的报告中已有论述。预计 2010 年汽车销量仍将适当的增长，目标销量 1550 万辆，同比增速 14%，参考前 2 月行业表现以及季节性调整后的折年率数据，我们判断实现目标是大概率事件，并存在超预期可能。

Figure 4 季节性调整后的汽车销量年率数据



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

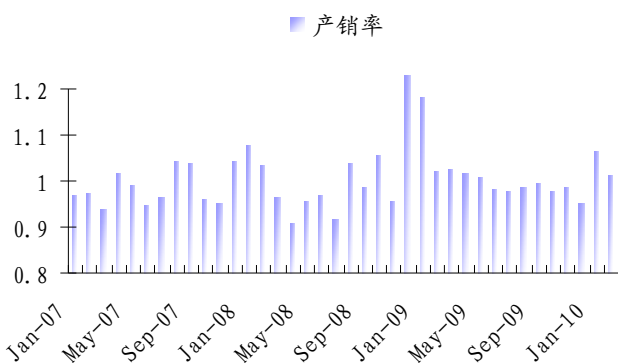
2 季度重点子行业展望

狭义乘用车：销量保持较高水准，增速正常放缓

前 2 月销量达到 178.24 万辆，同比增长 87%。车企库存总体上仍处于近年低位，行业需求旺、产能紧的状况并没有明显改变迹象。不过近期我们搜集到的资料显示部分经销商在节后出现库存持续增加、订单明显下滑的情况，我们认为批发端和零售端的短期反差掺杂了日系车降价潮、天气等客观因素，行业形势将在 3 月产销数据公布后逐渐明朗。

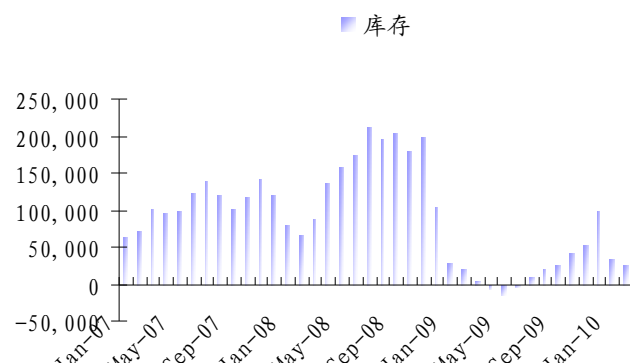
我们判断，在传统旺季以及车企低库存支持下，2 季度狭义乘用车销量仍将保持较高水准，增速正常放缓。预计销量 250 万辆，同比增长 23%，其中轿车销量 217 万辆，同比增长 19%。

Figure 5 狭义乘用车月度产销率



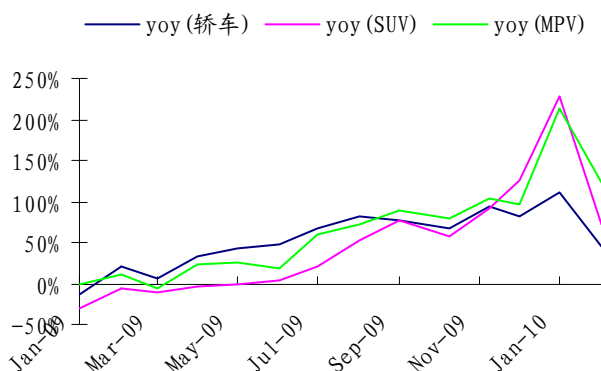
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 6 狭义乘用车月度库存



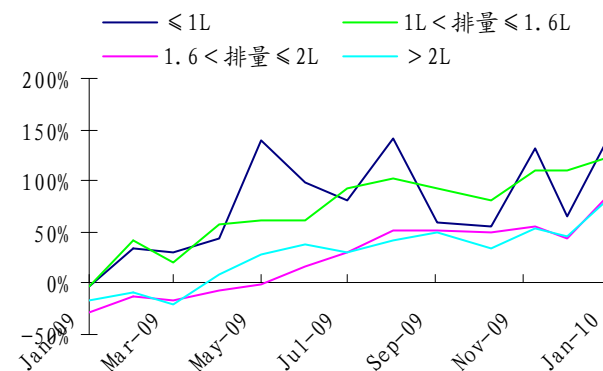
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 7 轿车、SUV、MPV 月度销量同比增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 8 轿车按排量月度同比增速



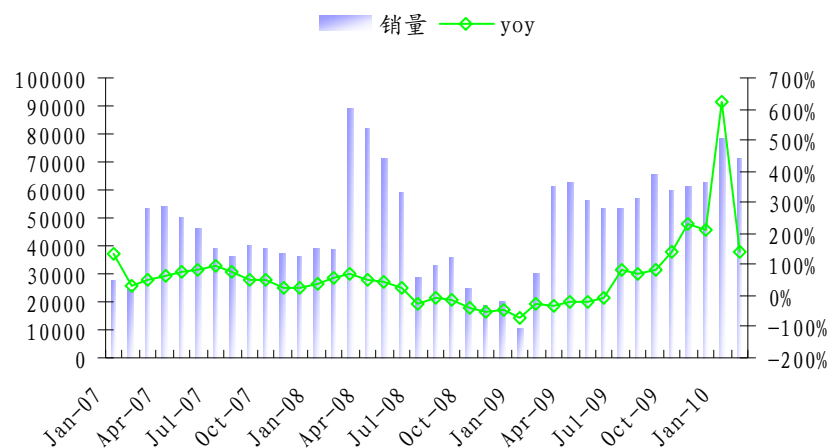
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

重卡：2 季度谨慎看好，全年前高后低

2010 年前 2 月重卡累计销量达 14.95 万辆，同比大增 269%。我们认为行业旺季提前，销售异常火爆的主要原因是：(1)信贷紧缩预期下，大规模固定资产投资项目提前上马，导致自卸车、搅拌车等工程类重卡提前热销；(2)公路物流市场持续复苏推动以半挂牵引车为主的运输类重卡需求走高。

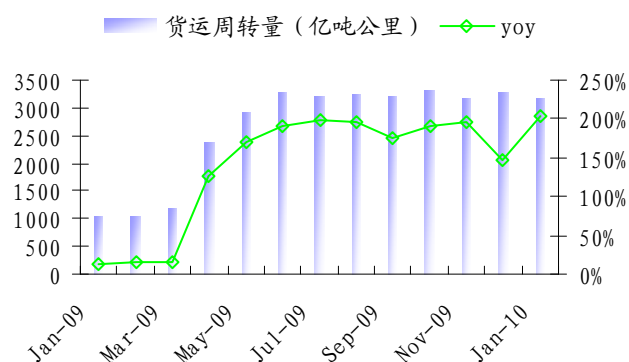
前 2 月经销商积极补库存的情况显示重卡需求有望在短期内继续超预期，3 月销量更有望冲击历史单月新高（2008 年 3 月，8.96 万辆）。预计 2010 年 1、2 季度分别销售 24.6 万辆、20.3 万辆，同比增长 141%、17%，但值得注意的是，下半年行业受房地产等投资增速放缓影响，加上去年同期的高基数效应，可能出现 20%左右的同比下滑，预计全年销售 73 万辆，同比增长 15%。

Figure 9 重卡月度销量及增速



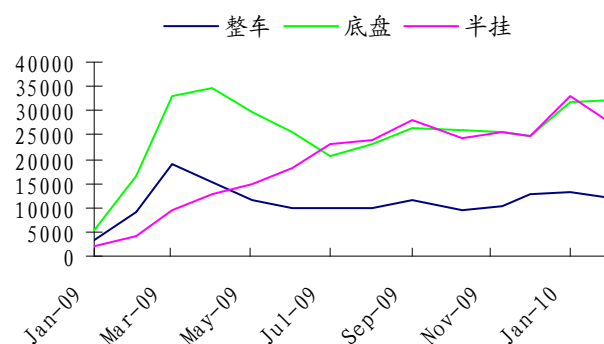
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 10 公路月度货运周转量及增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 11 重卡三大类车型月度销量

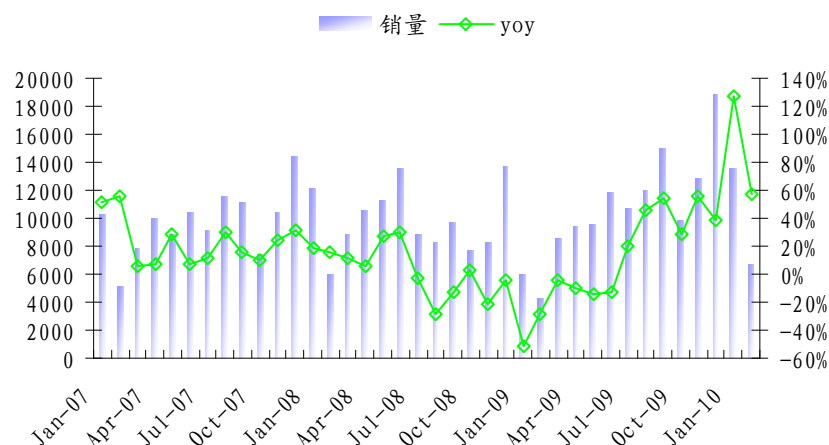


数据来源：中汽协、世纪证券研究所

大中客：景气上行趋势不改

前2月销量2.03万辆, 高于2009年整个1季度销量8%, 作为2009年景气度恢复最晚的子行业, 大中客近半年的月度移动平均销量已上升至历史最高水平。

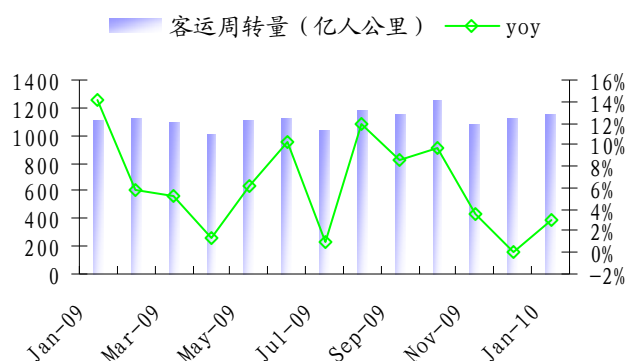
Figure 12 大中客月度销量及增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

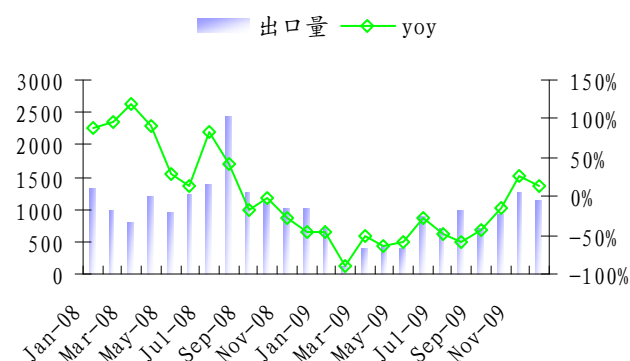
内需回暖是行业自 2009 年 6 月开始明显好转的主要原因，经济复苏、油价下跌等外部利好条件增强了客运企业的消费信心，中客更受益于二三线城市公交市场的发展。短期来看，世博会、亚运会对销售增量构成支持，出口的更大改善也值得期待，此外行业受经济政策的影响相对较小，预计上半年增速达到 25%，全年维持景气上行趋势。

Figure 13 公路客运周转量及同比增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 14 大客（30 座以上整车及底盘）出口量及同比增速

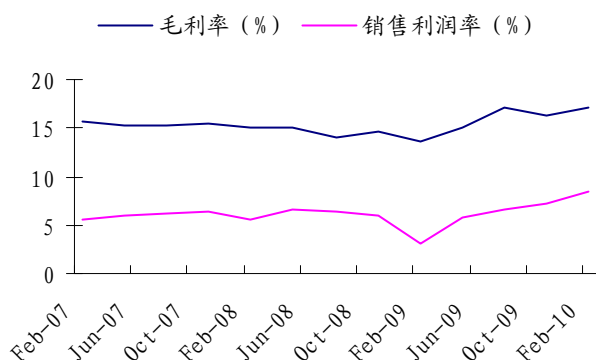


数据来源：中汽协、世纪证券研究所

盈利能力维持较高水平

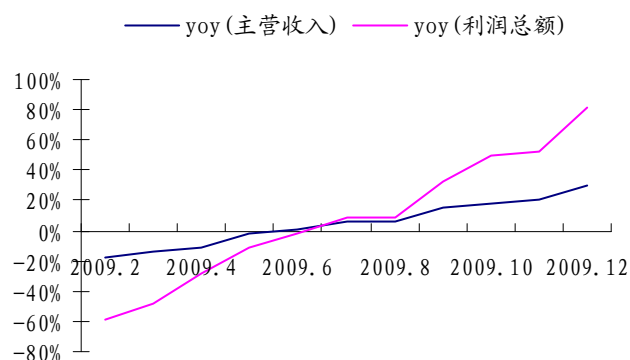
2009 年汽车销量增速逐季提升，车企产能普遍吃紧，成本总体低位运行，行业盈利能力快速走高，规模效应从下半年开始大幅体现。

Figure 15 行业毛利率、销售利润率



数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 16 重点汽车工业集团收入、利润总额累计同比增速



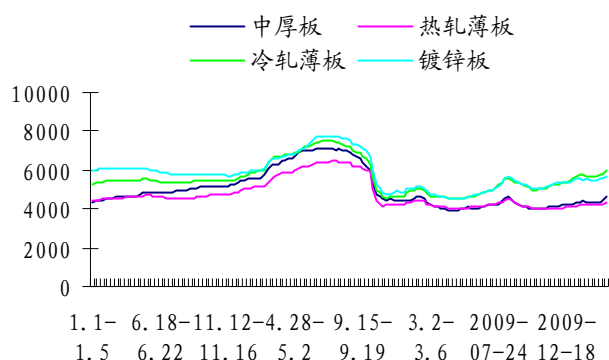
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

钢铁等主要车用原材料价格在去年下半年至今经历了一段涨幅，同时在铁矿石大幅涨价和通胀预期下仍存在继续上涨空间，预计 2 季度开

始传导，对占成本比重较大的商用车盈利有所侵蚀，不过上半年重卡、大中客等子行业的销量增长有利于充分稀释成本上涨的负面影响。

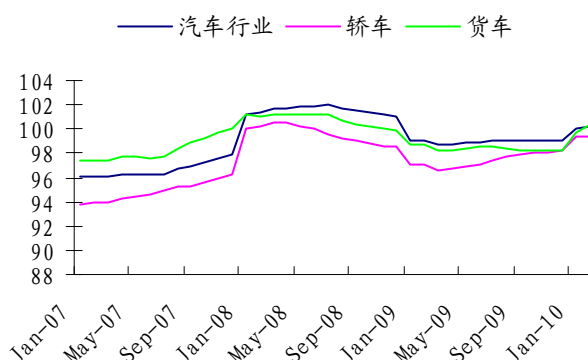
总体上看，上半年行业的规模效应依旧明显，成本压力有限，车企的低库存优势有利于对产品价格的掌控，盈利能力仍将维持在较高水平。

Figure 17 主要车用钢价格走势



数据来源：钢铁业协会、世纪证券研究所

Figure 18 汽车价格指数（累计同比）走势



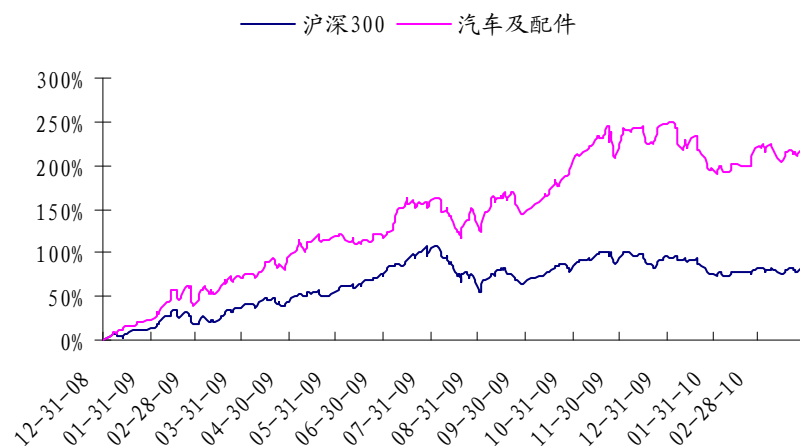
数据来源：wind、世纪证券研究所

2 季度投资策略：阶段性投资机会或来临

1 季度行业同步大市

与汽车产销量继续高歌猛进形成鲜明对比，汽车板块自进入 2010 年以来表现较为平淡。截止到 3 月 30 日收盘，天相汽车及配件指数年内下跌 6.33%，与大市（沪深 300，-5.84%）基本同步。

Figure 19 汽车板块与沪深 300 指数累计涨幅（截止到 2010 年 3 月 30 日）

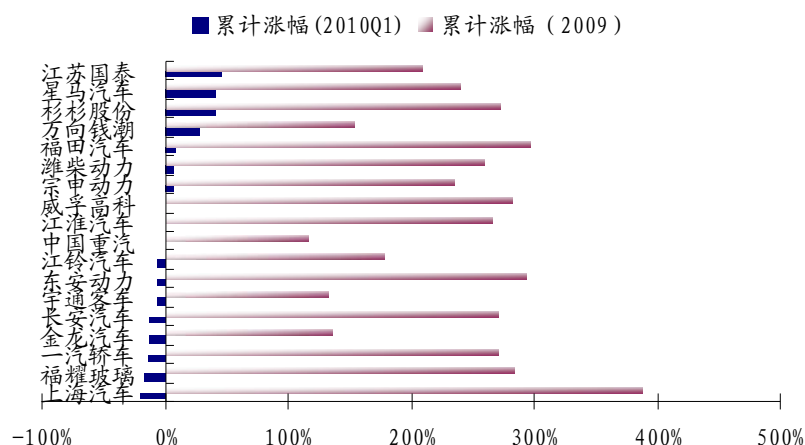


数据来源：天相、世纪证券研究所

个股分化突出

1 季度乘用车类公司跌幅较大，卡车类公司相对稳健，零部件公司分化明显；在低碳经济投资主题以及政策出台预期利好下，新能源汽车板块表现较出色，江苏国泰、杉杉股份等锂电池关键材料公司位居涨幅前列。

Figure 20 部分重点上市公司累计涨幅（截止到 2010 年 3 月 30 日）



数据来源：天相、世纪证券研究所

2 季度或是年内阶段性投资良机

我们认为 1 季度汽车板块走势与销量增速的背离反映了市场对上市公司盈利增速临近转向的忧虑，但同时也注意到，汽车是受益于政策推动、城镇化和居民消费升级最重要的载体，2010 年销量增速放缓是高比较基数下的正常表现，行业盈利水平仍然是有保证的。目前汽车板块动态市盈率接近 20 倍，估值并不高，加上 2009 年 1 季度行业尚处在去库存化阶段，上市公司普遍业绩不佳，因此 2010 年 1 季度乃至上半年汽车板块业绩同比大幅增长几无悬念。

基于汽车板块上半年业绩增长的确定性以及较低的估值水平，我们维持行业“强于大市”评级，2 季度或是汽车板块在年内最好的投资阶段，各子行业均有一定的表现机会，其中，汽车销量超预期、上市公司业绩预增、相关产业政策（兼并重组、新能源汽车等）出台、高送配预期都将成为股价上涨的催化剂。

我们建议重点关注以下几类个股：（1）基本面良好，盈利能力出众的行业龙头，如一汽轿车、江铃汽车、上海汽车；（2）上半年业绩正向

弹性大的重卡类公司，如潍柴动力、威孚高科、中国重汽；（3）景气度持续提升的大中客公司，如宇通客车、金龙汽车、曙光股份。此外，新能源汽车和具有资产注入等重组预期的相关上市公司也存在反复活跃机会，如杉杉股份、江苏国泰、万向钱潮、凌云股份。2 季度推荐的投资组合包括一汽轿车、江铃汽车、威孚高科、万向钱潮、凌云股份。

重点公司推荐

一汽轿车（000800）

■ 2009 年收入、净利润分别同比增长 37%、50%，实现轿车销量 18.81 万辆，同比增长 57%，高于子行业增速 9 个百分点。自主品牌奔腾销售良好，B70 和 B50 合计占销量比重同比提升约 7 个百分点，至 47%。

■ 2010 年整车销量有望达到 25 万辆，同比增长 33%，奔腾、马自达系列分别销售 13.4 万辆，10.9 万辆，同比增长 52%、10%，在产能利用率仍处高位，以及集团良好的成本控制力下，毛利率和期间费用率维持较稳定水平，业绩与销量增速基本同步。

■ 预测公司 2010~2012 年每股收益分别为 1.29 元、1.49 元、1.71 元，公司自主品牌业务成长性良好，并具有作为集团整体上市重要整合平台的预期，股价经历 1 季度的回调后估值吸引力回升，给予“买入”评级。

江铃汽车（000550）

■ 2009 年收入、净利润分别同比增长 22%、35%，实现各类汽车销量 11.5 万辆，同比增长 21%。轻卡皮卡在中高端领域竞争地位稳固，全顺轻客表现出色，销量增速高于子行业 19 个百分点，在柴油轻客细分市场的领先优势更加突出。

■ 管理层致力于长期、稳定的增长，近 5 年始终保持较高的盈利能力，业绩逐年提升，财务状况大幅优于行业平均水平，是整车类上市公司中经营最稳健的品种。

■ 预测公司 2010 年~2012 年每股收益分别为 1.35 元、1.46 元、1.64 元。公司质量优良，估值偏低，未来新产品投放和出口都值得期待，给予“买入”评级。

威孚高科 (000581)

■ 预计重卡行业 2010 年 1、2 季度分别销售 24.6 万辆、20.3 万辆，同比增长 141%，17%，博世汽柴贡献利润有望超预期，公司上半年业绩具较大的正向弹性。

■ 2009 年本部及各子公司初步完成转型升级，新培育的电控 VE 泵、SCR 业务将持续受益于下游产业升级，增长动力强劲。

■ 预测公司 2009~2011 每股收益分别为 0.67 元、1.02 元、1.15 元，给予“买入”评级。

万向钱潮 (000559)

■ 公司增发事宜已于 2010 年 3 月 9 日获批，此次增发项目（等速驱动轴）市场前景明朗，按照规划，2012 年项目达产后接近再造一个上市公司。

■ 公司作为万向集团汽车及零部件资产的资本平台，未来集团的相关资产有望持续注入，尤其是电动汽车资产存在较大的想象空间。

■ 预测公司 2009~2011 每股收益分别为 0.27 元、0.4 元、0.75 元，自我们 3 月 12 日首次内部推荐以来短期累计涨幅已近 30%，但考虑到公司良好的成长性和整合潜力，仍给与“买入”评级。

凌云股份 (600480)

■ 公司现有两大主营业务汽车金属、塑料零部件和塑料管道系统发展态势良好，未来随下游行业持续稳定增长。3 月 2 日公布的增发项目（汽车保险杠防撞梁和侧门防撞杆）符合行业发展潮流，盈利能力较好，2011 年开始陆续贡献利润。

■ 在央企整合提速背景下，集团的汽车零部件优质资产（驱动轴等）后续有望进入上市公司，进一步增厚业绩。

■ 预测公司 2010~2012 每股收益分别为 0.70 元、0.84 元、1.06 元，给与“买入”评级。

风险提示

（1）经济增速放缓。

（2）汽车销量低于预期。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.