

投资评级:

投资评级

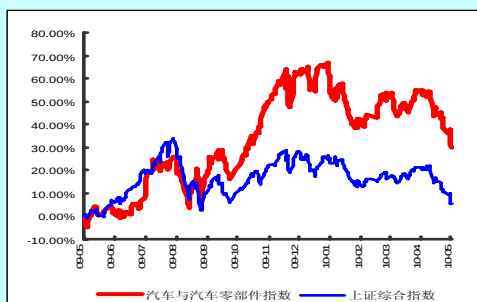
上次评级

推荐

基础数据:

汽车行业指数	3688.41
三个月涨跌幅	-13.16%
上证综合指数	2647.57
沪深 300 指数	2800.82

行业相对市场表现:



相关研究:

分析师

牛鹏云

8621-68761616-8512

niupy@tebon.com.cn

上海市福山路 500 号城建国际中心

26 楼 200122

德邦证券有限责任公司

<http://www.tebon.com.cn>

行业高位运行，个股防御特征凸现

1、2010 年 4 月，中国汽车行业产销分别为 156.35 万辆和 155.52 万辆，环比分别下降 9.85%和 10.37%。前 4 个月汽车产销总量同比仍大幅增长，分别为 611.83 万辆和 616.59 万辆，同比分别上升 63.8%和 60.51%，汽车行业呈现供求两旺的特征。我们判断：行业增长将由 2009 年的火暴增长回归平稳增长态势。全行业库存 4 月底为 54.75 万辆，较 3 月底增加 1.81 万辆，处于正常范围。

2、4 月份，乘用车产销分别完成 114.26 万辆和 111.09 万辆，均比上月下降 12%，同比分别增长 39%和 33%。在乘用车各车型中，轿车产销环比下降幅度超 10%，交叉型乘用车降幅 20%左右，多功能车和运动型车表现为小幅增长；与上年同期相比，乘用车各车型均呈现 20%以上的增长，其中多功能车和运动型车表现突出，累计增长超过 100%。1.6 升小排量车的份额有所降低。

3、商用车 4 月份产销分别完成 42.09 万辆和 44.43 万辆，比 3 月份分别下降 3%和 6%，同比分别增 24%和 37%，其中大型客车和重型货车增速最为突出。

4、2010 年 1-2 月，汽车整车制造企业实现销售收入 3,156 亿元，同比增长 101.79%；实现利润 293 亿元，同比大幅增长 542.83%。产能利用率较高导致的成本相对较低以及汽车销量的大幅增长是行业利润大幅增长的主要原因。

5、我们预计 A 股汽车行业上市公司 2010 年业绩增长 60%。目前的行业动态 PE 在 17 倍左右。少数公司的动态 PE 已经下降到 10 倍以下，股票防御性特征比较明显。建议投资者短期关注政府对新能源汽车的补贴方案，中期关注乘用车自主品牌车下半年的销售情况。

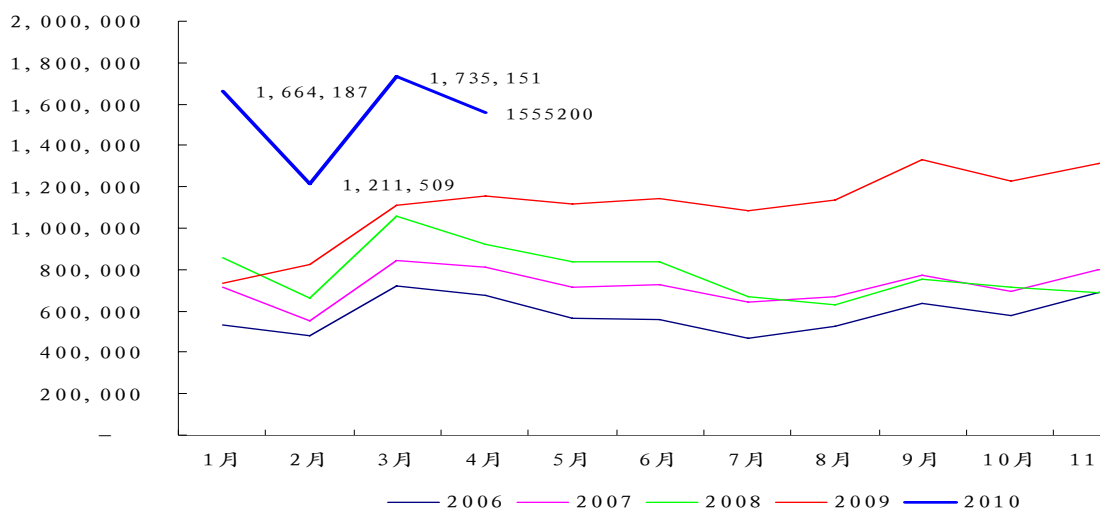
6、个股方面，我们继续推荐潍柴动力、江铃汽车、中鼎股份、福耀玻璃。同时，我们建议关注存在整体上市预期的一汽轿车；有可能参与新能源汽车行业标准制定者的曙光股份。

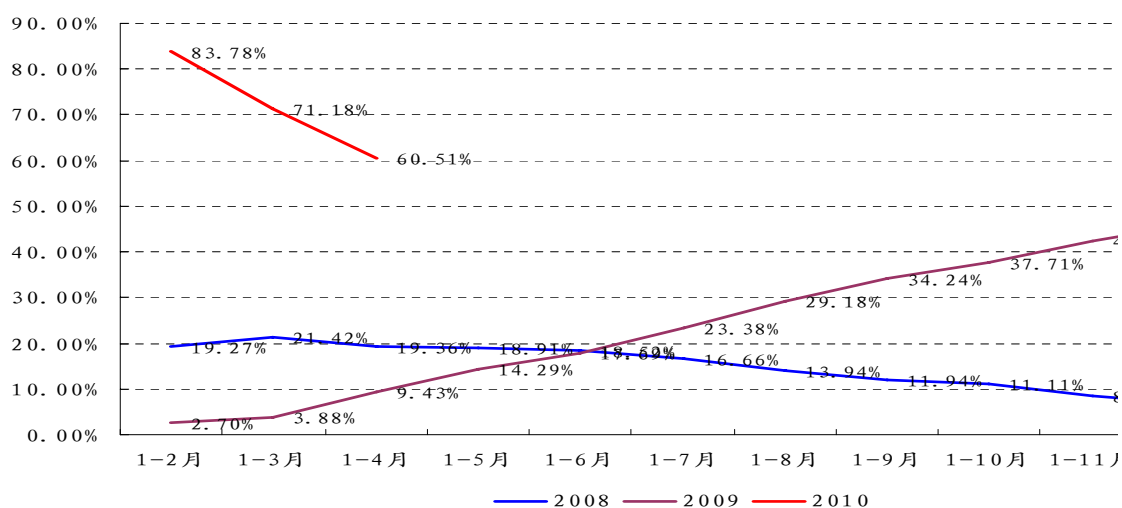
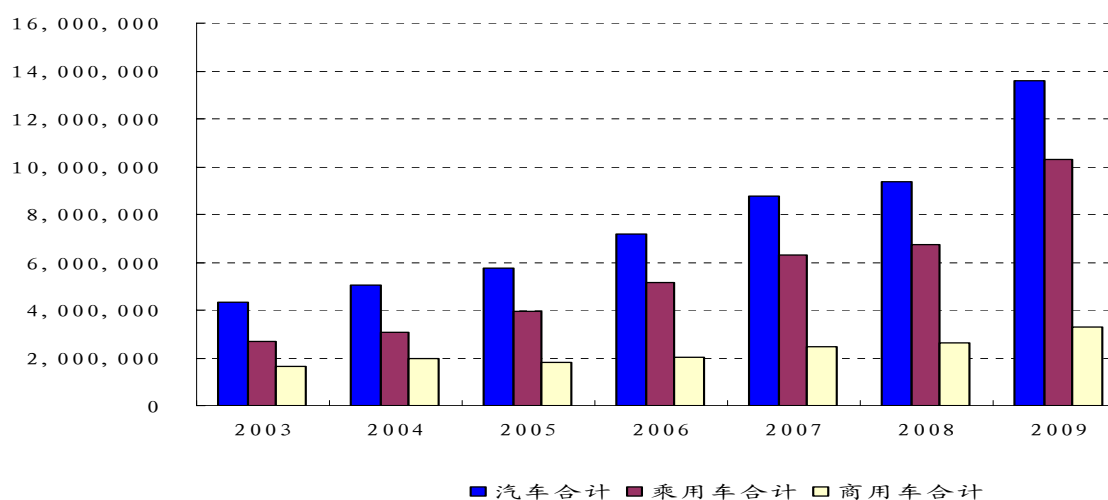
汽车行业整体产销情况

1、行业产销由爆发性增长回归平稳增长

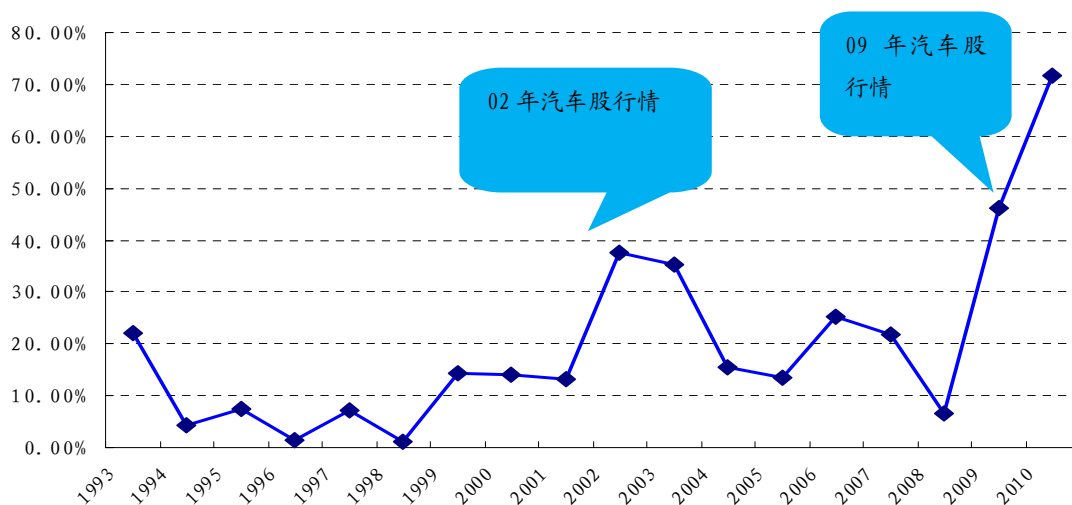
汽车行业1-4月继续呈现供求两旺的局面。在3月份达到产销高峰后，4月汽车产销环比开始回落。2010年4月，中国汽车产销分别为156.35万辆和155.52万辆，环比分别下降9.85%和10.37%（但仍然高于2009年的最高月份）。不过，2010年前4个月中国汽车产销总量同比仍大幅增长。汽车总产销分别为611.83万辆和616.59万辆，同比分别上涨63.8%和60.51%，这使得前4个月产销总和超过2009年上半年总和。实际上，我们统计了1993年至今18年来每年1季度汽车销售的增速，今年1季度的销售增长仍是创新高的水平。4月份的环比回落印证了车市理性回归的判断，我们的理解是实属正常现象。

近年来我国汽车月度销售情况





历年1季度汽车销售增速



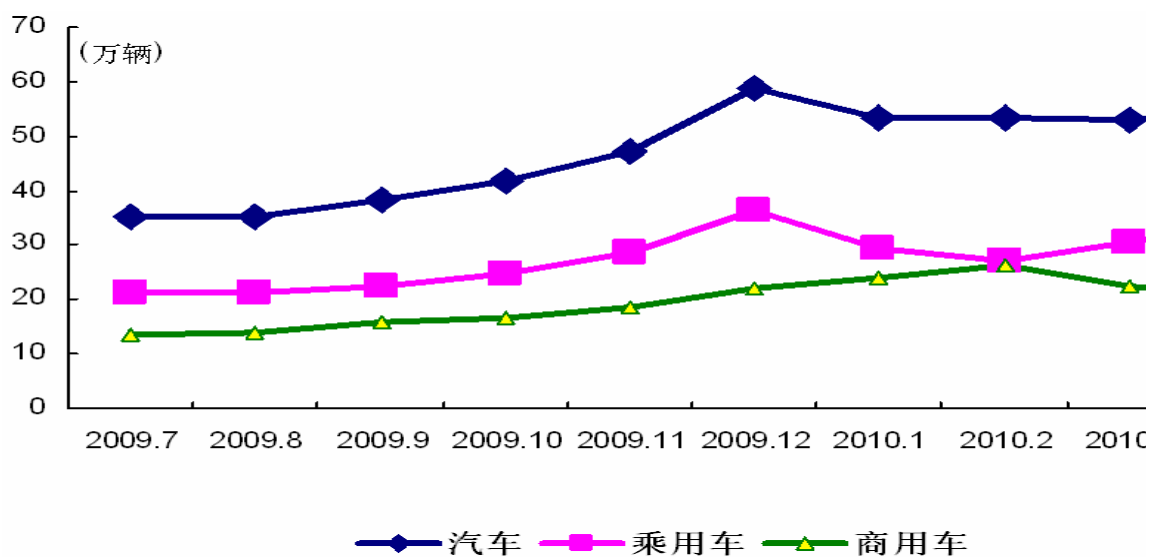
资料来源：CAAM 德邦证券研究所计算

2、行业库存水平位于正常区间

根据中国汽车工业协会信息部的统计,4月底汽车企业的库存为54.75万辆,较3月底增加1.81万辆,但比年初下降4万辆。如果把终端4S店的库存计算在内,我们预计4月底行业库存在40天左右销售量的水平,在正常区间范围。

分车型情况看,乘用车库存有所上升,而商用车下降明显。4月底乘用车库存34.37万辆,比月初上升4万辆,其中,轿车库存22.39万辆,比月初上升3.13万辆;商用车4月底库存为20.39万辆,比月初下降2.17万辆,已连续两个月下降。

乘用车库存上升,商用车下降,总体库存水平合理



资料来源：CAAM

乘用车产销情况

1、多数车型环比下降，全部车型同比仍上升

4月，乘用车产销分别完成114.26万辆和111.09万辆，均比上月下降12%，同比分别增长39%和33%。

在乘用车各车型中，轿车产销环比下降幅度超10%，交叉型乘用车降幅20%左右，多功能车和运动型车表现为小幅增长；与上年同期相比，乘用车各车型均呈现20%以上的增长，其中多功能车和运动型车表现突出，累计增长超过一倍。

	4月份	环比增长	同比增长	1-4月累计	累计同比
乘用车	111.09	-12.18%	33.21%	463.48	63.64%
轿车	75.98	-10.58%	27.88%	316.29	57.18%
MPV	3.85	0.69%	97.85%	14.11	113.21%
SUV	10.40		113.56%	37.26	146.43%
交叉型乘用车	20.86	-23.59%	21.55%	95.82	58.99%

资料来源：CAAM

2、小排量乘用车市场份额继续下降

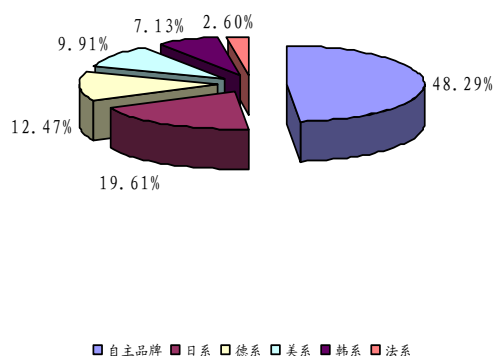
4月，1.6升及以下乘用车销售73.72万辆，比上月下降15%，比上年同期增长24%，总体表现差于乘用车其他各类车型；1.6升及以下乘用车占乘用车总量比重为67%，比上月下降2%，比上年同期下降4%，这也是继3月的再次下降。由于该类车型所占比重较大，对乘用车总体产销影响较为明显。

我们认为，近两个月 1.6 升及以下乘用车环比持续下降，与购置税优惠力度的下降有一定的关系，我们将继续关注该车型产销的下一步走势。

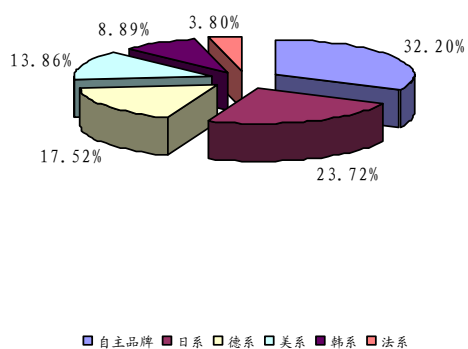
3、1-4 月，自主品牌乘用车销售占 48%，轿车销售占 32%

1-4 月，乘用车自主品牌共销售 223.81 万辆，占乘用车销售总量的 48.29%，日系、德系、美系、韩系和法系分别销售 90.87 万辆、57.80 万辆、45.93 万辆、33.03 万辆和 12.03 万辆，占乘用车销售总量的 19.61%、12.47%、9.91%、7.13%和 2.60%。自主品牌轿车共销售 101.84 万辆，占轿车销售总量的 32.20%，日系、德系、美系、韩系和法系轿车分别销售 75.02 万辆、55.42 万辆、43.85 万辆、28.13 万辆和 12.03 万辆，占轿车销售总量的 23.72%、17.52%、13.86%、8.89%和 3.80%。

2010 年 1-4 月乘用车销售份额



2010 年 1-4 月轿车销售份额



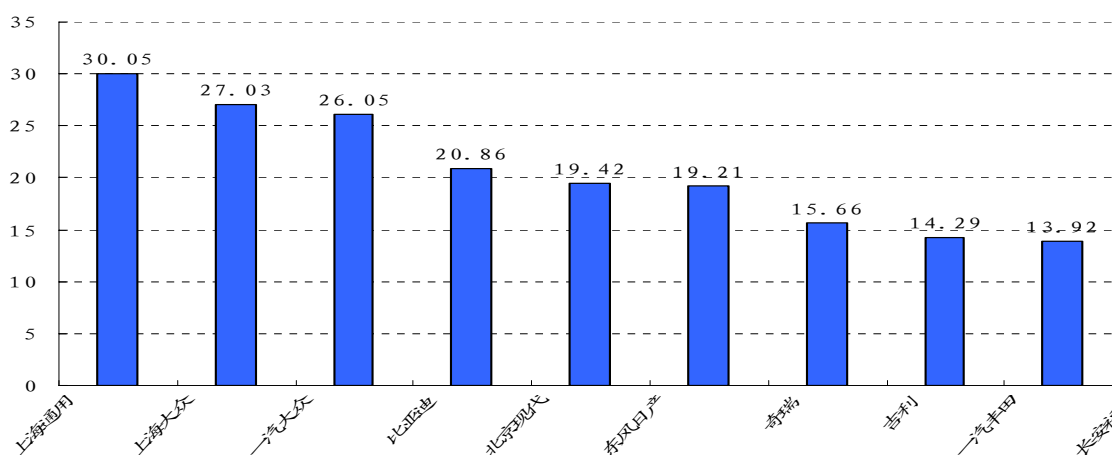
资料来源：CAAM

4、1-4 月销量前十的轿车企业占据 63%的市场份额

1-4 月，销量排名前十位的轿车生产企业依次为：上海通用、上海大众、一汽大众、比亚迪、北京现代、东风日产、奇瑞、吉利、一汽丰田和

长安福特，分别销售 30.05 万辆、27.03 万辆、26.05 万辆、20.86 万辆、19.42 万辆、19.21 万辆、15.66 万辆、14.29 万辆、13.92 万辆和 13.88 万辆。1-4 月，上述十家企业共销售 200.37 万辆，占轿车销售总量的 63%。

2010 年 1-4 月销售前十的轿车企业

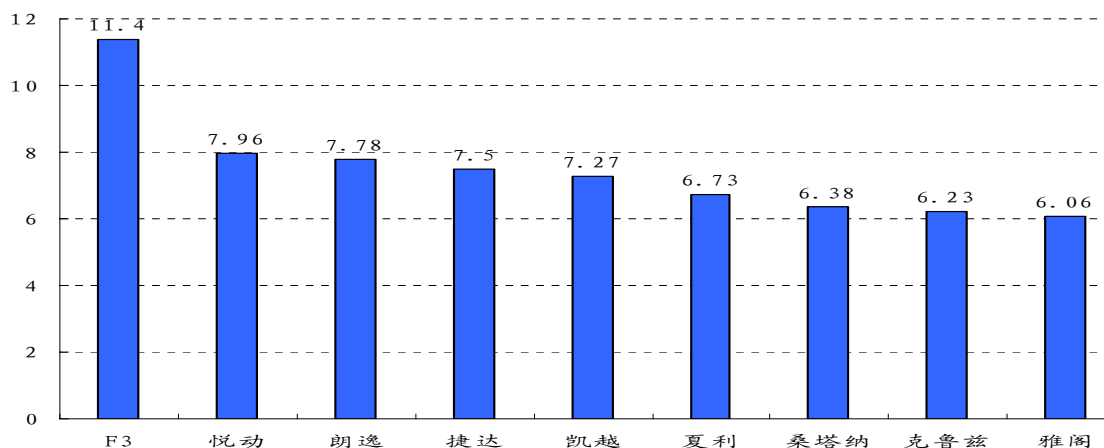


资料来源：CAAM

5、1-4 月销售前十的轿车品牌占据 23%的市场份额

1-4 月，销量排名前十位的轿车品牌依次为：F3、悦动、朗逸、捷达、凯越、夏利、桑塔纳、科鲁兹、雅阁和伊兰特，分别销售 11.40 万辆、7.96 万辆、7.78 万辆、7.50 万辆、7.27 万辆、6.73 万辆、6.38 万辆、6.23 万辆、6.06 万辆和 5.84 万辆。1-4 月，上述十个品牌共销售 73.15 万辆，占轿车销售总量的 23%。

2010 年 1-4 月销售前十的轿车企业



资料来源：CAAM

商用车产销情况

1、大客和重卡产销增长最为迅速

商用车月产销分别完成 42.09 万辆和 44.43 万辆，比上月分别下降 3% 和 6%，同比分别增 24% 和 37%，除客车和客车非完整车辆同比和环比均为增长外，其余车型均表现为环比下降，同比增长，其中半挂牵引车同比增长 1.7 倍以上，表现较好。

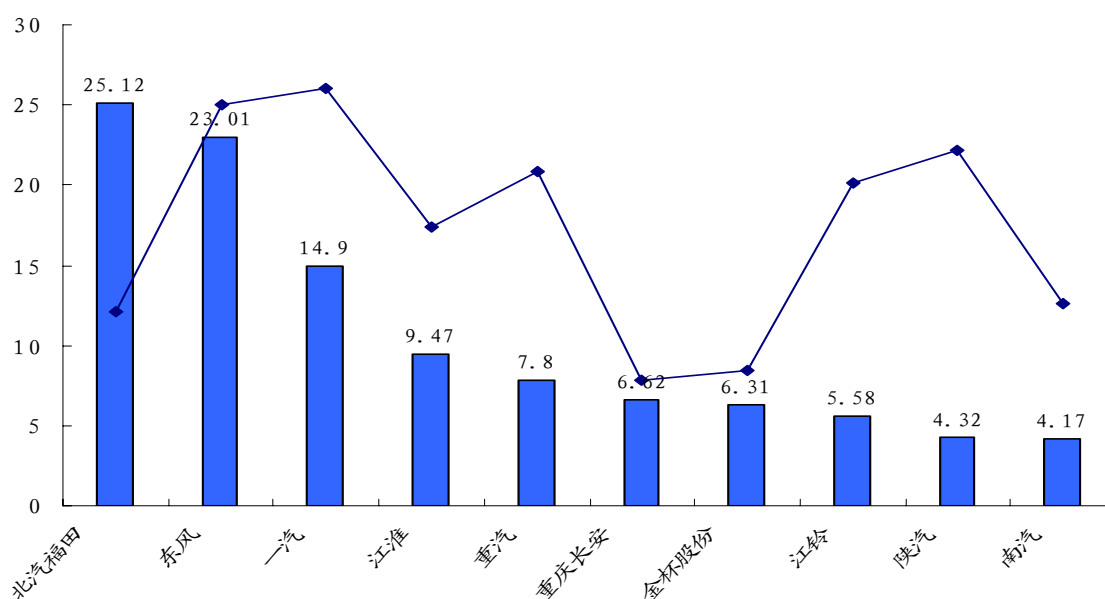
宏观经济启稳向好，客货运需求增加，今年以来商用车市场表现较好，其中大型客车和重型货车增速最为突出（也与上年基数较低有关）。1-4 月客车（含非完整车辆）销售 13.54 万辆，比上年同期增长 40%，其中大型客车销售 1.90 万辆，同比增长 1.05 倍，中型客车和轻型客车则分别增长 30% 和 34%。1-4 月货车（含非完整车辆和半挂牵引车）销售 139.56 万辆，同比增长 53%，其中重型货车完成 38.33 万辆，同比增长 1.32 倍，中型货车、轻型货车和微型货车则分别增长 15%、42% 和 28%，均低于重型货车的增速。

	4 月份	环比增长	同比增长	1-4 月累计	累计同比
商用车	44.43	-5.51%	37.35%	153.11	51.74%
客车	3.14	13.27%	36.92%	10.92	44.53%
货车	28.99	-8.68%	30.67%	100.44	38.82%
半挂牵引车	3.5	-5.25%	170.05%	13.24	365.64%
客车非完整车 辆	0.92	26.49%	34.62%	2.62	22.73%
货车非完整车 辆	7.88	-2.46%	33.78%	25.89	61.61%

资料来源：CAAM

2、1-4 月销量前十的商用车企业市场份额为 70%

1-4 月，销量排名前十位的商用车生产企业依次为：北汽福田、东风、一汽、江淮、重汽、重庆长安、金杯股份、江铃、陕汽和南汽，分别销售 25.12 万辆、23.01 万辆、14.90 万辆、9.74 万辆、7.80 万辆、6.62 万辆、6.31 万辆、5.58 万辆、4.32 万辆和 4.17 万辆，同比分别增长 40.34%、83.53%、86.75%、58.10%、69.66%、26.23%、28.06%、67.03%、73.77%和 41.98%。1-4 月，上述十家企业共销售商用车 107.57 万辆，占商用车销售总量的 70%。



资料来源：CAAM

汽车行业的盈利情况

1、整车企业 2010 年 1 季度盈利能力继续上升

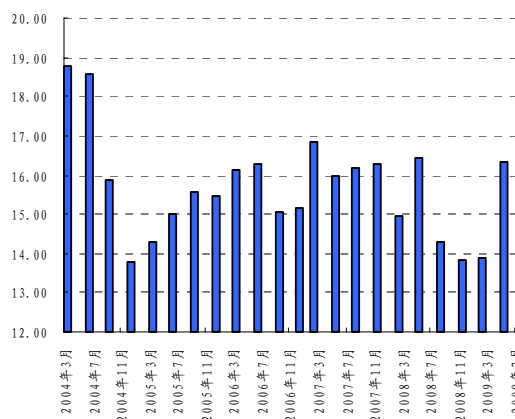
根据中国汽车工业协会的数据，2009年1-11月，汽车整车制造企业实现销售收入13,847亿元，同比增长26.38%；实现利润总额1,063亿元，同比增长71.70%。2010年1-2月，汽车整车制造企业实现销售收入3,156亿元，同比增长101.79%；实现利润293亿元，同比大幅增长542.83%。成本相对较低以及汽车销量的大幅增长是行业利润大幅增长的主要原因。

毛利率方面，2009年，汽车整车制造企业毛利率为16.77%，同比上升1.08%。2010年1-2月毛利率为17.9%，较2009年1-11月上升1.13%。考虑成本上升以及销量环比下滑的压力，2季度毛利率可能会有所下滑。三项费用方面，2009年1-11月，汽车整车制造企业费用率为8.43%，同比上升0.25%，主要原因是销售费用率和财务费用率的上升。2010年1-2月，汽车整车制造企业费用率为7.38%，相比2009年1-11月，下降1.05%，其中三项费用率均有不同程度的下降。

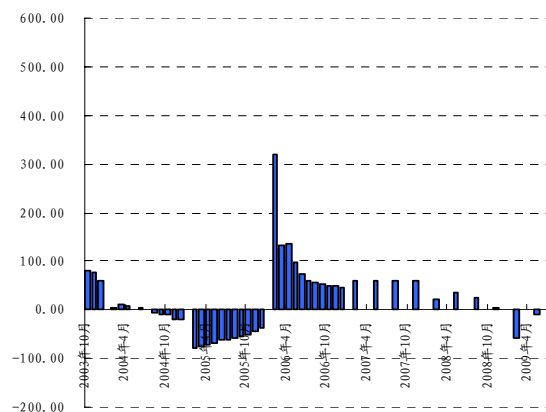
整车制造的毛利率继续上升

行业利润总额 2010 年 1-2 月同比大增 543%

汽车整车制造:毛利率:当季值 月



汽车整车行业利润累计同比增长 (%)



资料来源: CAAM

2、零部件行业的利润增长情况略逊于整车行业

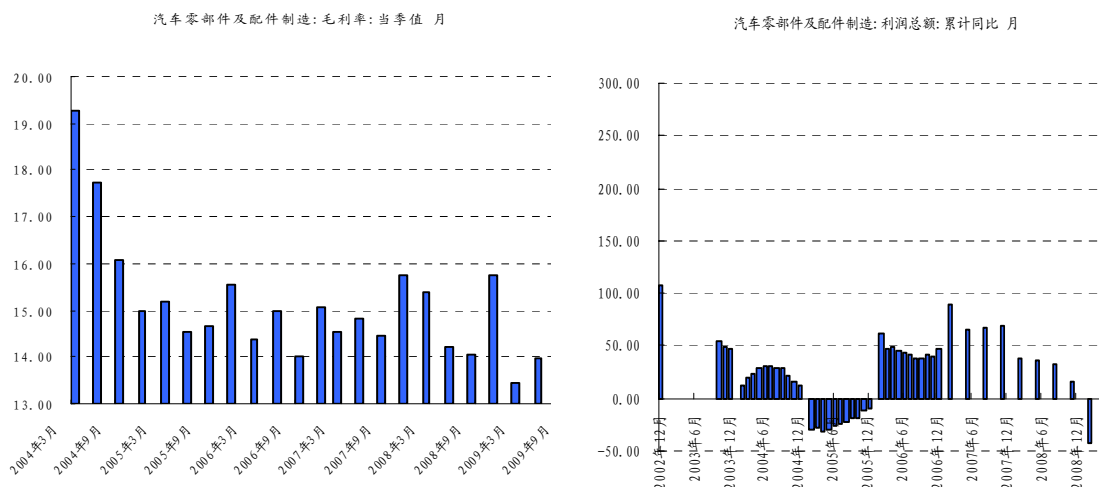
2009年1-11月,汽车配件制造企业实现销售收入10,518亿元,同比增长19.98%;利润总额745亿元,同比增长35%。2010年1-2月,汽车配件制造企业实现销售收入2,150 亿元,同比增长81%;利润总额171亿元,同比增长283%。从数据比较来看,其收入及利润增幅要明显低于整车制造企业。

毛利率方面,2009年1-11月,汽车配件制造企业毛利率为15.34%,同比上升0.58 %。2010 年1-2月,汽车配件制造企业毛利率为16.48%,较2009年1-11月上升1.14 %。零配件企业2010 年1季度毛利率的进一步上升一方面受益于整车需求市场的持续景气,另一方面则来自于消化去年低成本的原材料。

费用率方面,2009年1-11月,汽车配件制造企业费用率为7.91%,同比下降0.31%。其中销售费用率、管理费用率分别为2.16%、4.84%,同比分别下降0.13%、0.14%,这是汽车配件制造企业费用率下降的主要原因。2010年1-2月,汽车配件制造企业费用率为7.48%,较2009 年1-11月,下降0.43 %,呈进一步下降趋势。

零部件行业的毛利率水平

零部件行业利润总额 2010 年 1-2 月同比



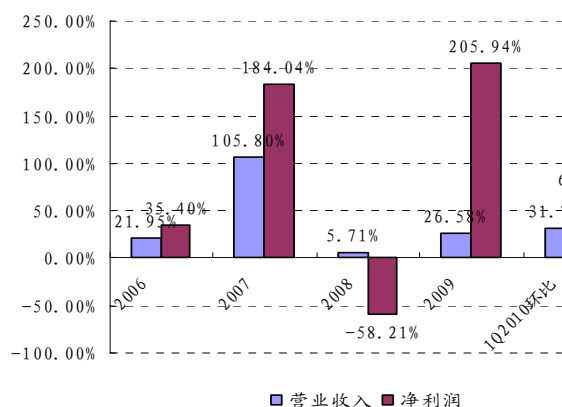
资料来源：CAAM

3、上市整车公司的盈利能力 2010 年 1 季度创近年新高

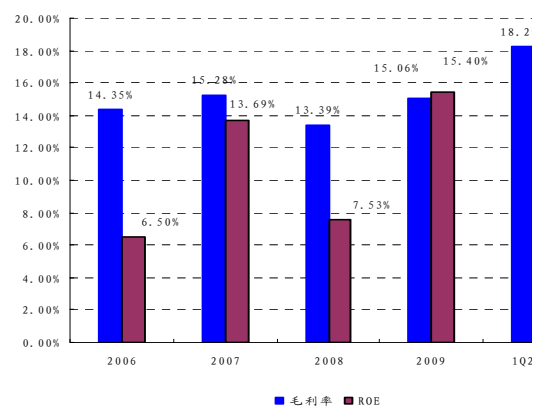
2010年1季度，汽车整车上市公司实现营业收入1,469.28亿元，同比增长101.71%；环比增长31.79%；归属母公司所有者的净利润82.05亿元，同比增长413.17%，环比增长40.79%；摊薄EPS为0.36元。盈利能力方面，2009年，整车上市公司毛利率为15.06%，同比增长1.66%；2010 年1季度毛利率进一步提高到18.29%，同比上升4.8%，环比上升3.78%。1季度毛利率的显著提高得益于汽车市场消费的进一步增长，企业产能利用率提高从而导致摊销成本的下降。

2010 年1季度，汽车零配件上市公司实现营业收入333.7亿元，同比增长1.25倍，环比增长13.7%；归属母公司所有者的净利润24.22亿元，同比增长3.2 倍，环比下滑9.82%；摊薄EPS 为0.14元。2010年1 季度，汽车零配件上市公司净利润环比的下滑表明，零配件企业的成本压力正逐渐凸显。

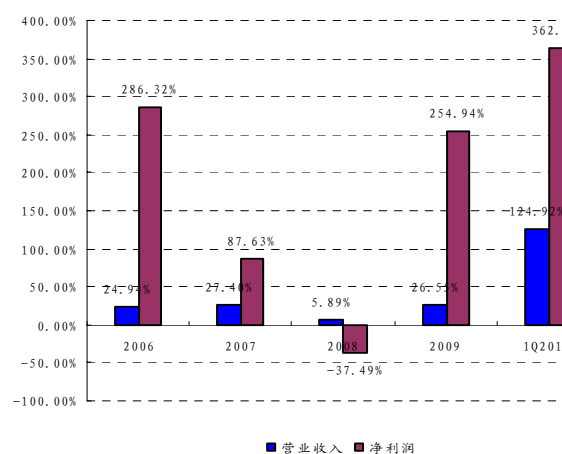
汽车整车上市公司收入、利润同比增长情况



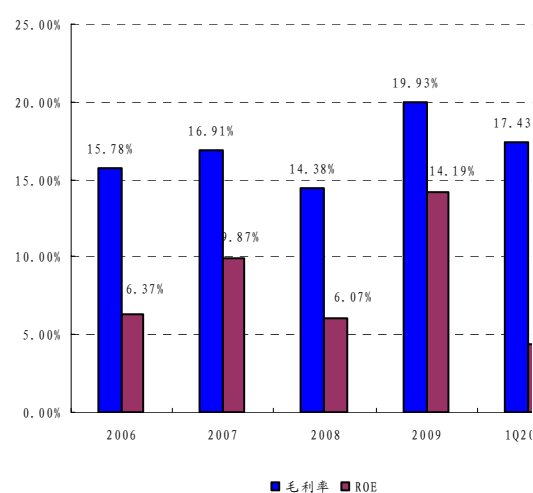
汽车整车上市公司毛利率和 ROE 水平



汽车零部件上市公司收入、利润同比增长情况



汽车零部件上市公司毛利率和 ROE 水平



资料来源: wind 德邦证券研究所

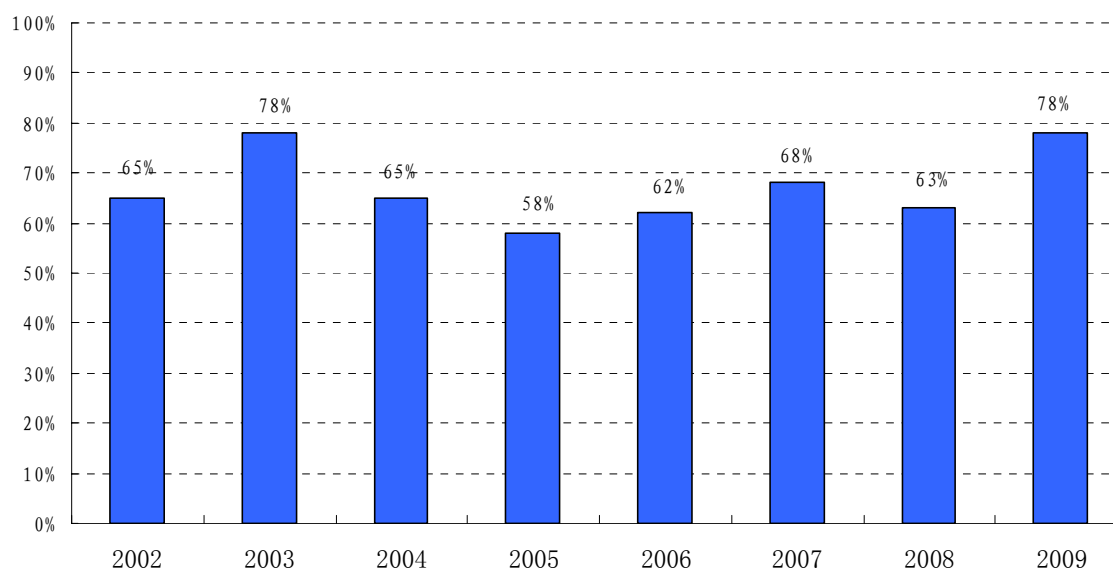
汽车行业 2010 年会不会发生产能过剩和价格战

1、产能利用率处于近年来最高水平

2009 年,中国有两样东西热卖——楼和车,两个行业火爆的销售相互印证。2009 年和 2010 年 1 季度汽车的热销使得全行业的产能利用率水平达到了近 10 年来的最高水平,产能过剩的问题目前看似乎还比较遥远。但值得注意的是:各汽车厂商 2010 年的排产计划相比 2009 年都有了大幅增长,产能利用率是否会明显下降需要密切跟踪。重卡子行业比较特殊,

2010 年 1 季度出现了超常规的销量增长，重点企业产量普遍超过了产能，年化的产能利用率普遍大于 100%。2010 年产销量前高后低基本已成定局。

汽车全行业产能利用率



资料来源：CAAM

部分乘用车企业 2010 年的排产计划

公司	2010 年排产计划(万辆)	同比增长率
江淮自主品牌	18	172.73%
上汽自主品牌	18	100%
长城	38	90%
比亚迪	80	80%
海马股份	20	69.80%
长安自主	127.5	67.76%
广汽丰田	26.7	53.45%
一汽丰田	50	49.25%
神龙汽车	37	37.04%
东风悦达起亚	33	36.70%
长安铃木	20	33%
昌河	21	32.90%
东风日产	60	30.72%
华晨	45	29.20%
一汽轿车	24	27.66%
上海通用	85	27.20%
哈飞	30	25%
上海通用五菱	123	23%
奇瑞	50	22%

吉利汽车	40	21.58%
一汽大众	81	21.08%
北京现代	67	17.50%
上海大众	83	16.90%
广州本田	38.6	14.54%
一汽夏利	24	13.21%
长安福特	35	12.18%
东风本田	24	14.29%

资料来源：网上车市 德邦证券研究所计算整理

部分重卡企业的产能利用率

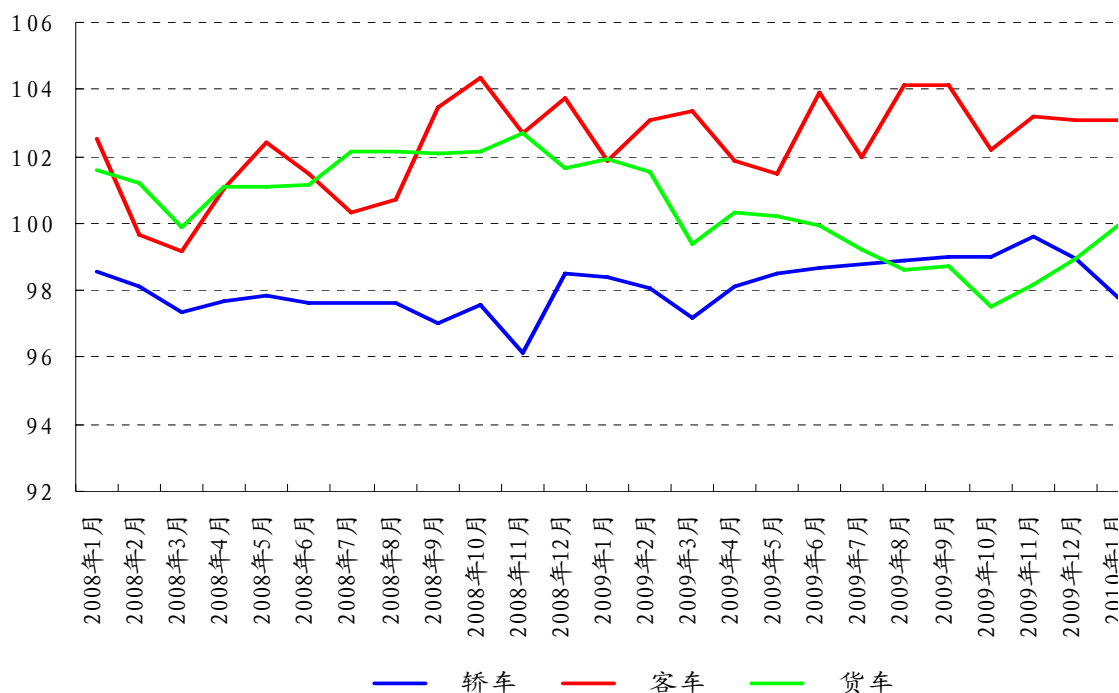
	重卡产能	09 年销量	产能利用率	10 年 1 季度销量	2010 年年化	年化产能利用率
中国重汽	15	12.5	83.20%	5.4	21.6	143.70%
一汽解放	15	14.2	94.40%	6.3	25.1	167.30%
东风汽车	15	11.6	77.40%	5.2	20.9	139.50%
陕汽集团	10	6.7	67.40%	2.8	11.3	113.20%
北汽福田	8	8.2	102.80%	2.7	10.7	133.60%
北方奔驰	5.5	2.8	50.90%	1	4	73.50%
上汽依维柯红岩	4	2	49%	0.9	3.5	87.10%
华菱重卡	3	1.8	60.90%	1.1	4.3	141.70%
江淮汽车	2	1.3	64.50%	0.5	2.1	104.90%
其他	3	2.5	84.70%	0.9	3.6	118.60%
行业合计	80.5	63.6	79%	26.8	107	132.90%

资料来源：公司数据 德邦证券研究所整理

2、价格战是否会卷土重来？

目前，各汽车子行业的车价指数还比较平稳。轿车经过去年 4 季度的降价以后，目前呈现平稳的态势。3 月份丰田汽车召回门事件以来，乘用车特别是日韩系乘用车的销售有所放缓，但终端库存水平仍在正常范围内。在乘用车平均库存恢复常态以前，价格战还不会爆发。

各基本车型价格指数



资料来源：中经网产业数据库（注：去年同期定义为 100）

中国汽车行业的长期发展前景

1、中国进入“车轮时代”的趋势不可逆转

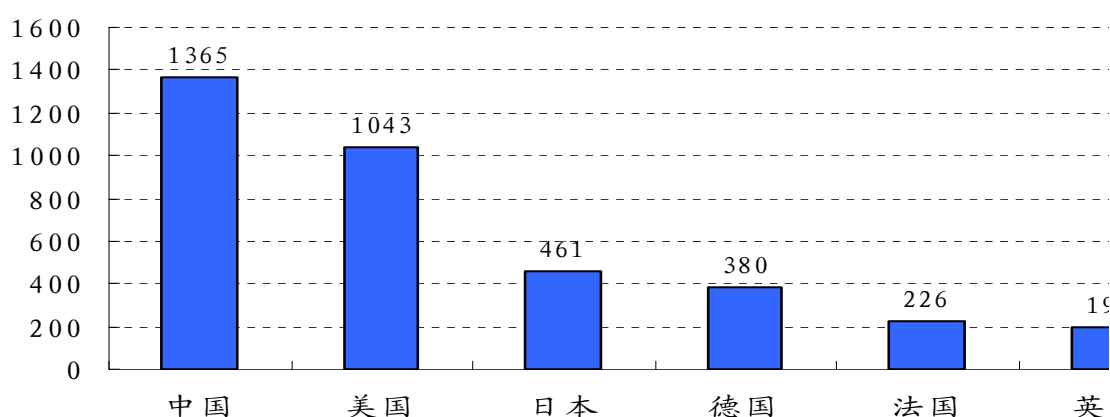
我们对 96、97 年长虹、海尔等家电企业的骄人业绩和股价至今记忆犹新，实际背后的经济背景是中国经济发展带来人均 GDP 增长，家电开始大规模普及带来家电企业业绩爆炸性增长的结果。02、03 年汽车股行情是人均 GDP 进一步增长、消费需求升级、乘用车开始走入中国一线城市家庭的第一次在资本市场的表现。从长期看，汽车开始进入中国家庭的序幕才刚刚打开，今天的乘用车和 20 年前的家电本质并没有什么不同。

看得稍微近一点：2009 年汽车股表现傲视 A 股市场其他各行业，原因是多方面的。一是 08 年金融危机压抑了部分汽车需求在 09 年开始释放；二是汽车企业 08 年年底普遍对 09 年的市场需求估计不足，大多排产不足

以至于 2009 年出现了很久没有出现过的终端断货现象；三是国家出台了相关政策：1.6 升排量以下的轿车减半征收车辆购置税；汽车、摩托车下乡；以及以旧更新政策。种种因素叠加造就 09 年中国以 1364 万辆的销售首次成为全球第一汽车市场。

2009 年中国首次成为全球第一大汽车市场

全球主要汽车消费国 2009 年汽车销量

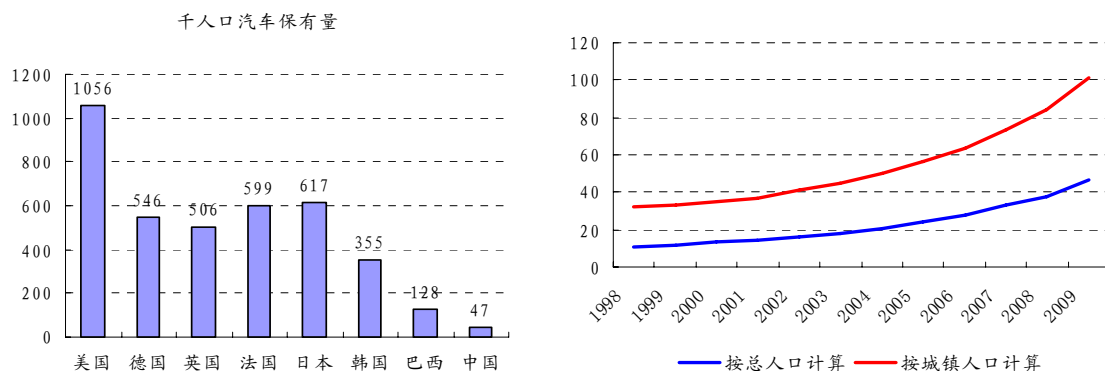


资料来源：中经网产业数据库（注：美国为轻型车数据、德国为乘用车数据）

根据国际汽车行业发展的一般规律，一国或地区的 R（车价/人均 GDP）值开始低于 3 时，汽车开始大规模走进家庭。未来，随着中国经济的高速增长，一线城市的换车需求、家庭购置第二辆车以及汽车开始在中国中部、二线地区（人均 GDP 在 2 万人民币以上）的普及都将构成中国汽车行业未来数年庞大的市场需求。根据我们的研究：中部二线地区的汽车需求增长速度可能比东部地区更快。原因在于便捷经济的车辆上牌、相对宽松的城市场道路状况、停车条件以及相对不发达的城市地铁交通条件。概括起来：中国汽车行业特别是乘用车行业长期发展前景看好，中国进入“车轮时代”的趋势已经不可逆转。

汽车保有量总体仍处于低位

近年来汽车保有量呈现加速上升趋势



资料来源：中国汽车工业信息网 德邦证券研究所

一线地区

地区	2008 年人均 GDP	2008 年人口 (万)
上海	73124	1888
北京	63029	1695
天津	55473	1176
浙江	42214	5120
江苏	39622	7677
广东	37589	9544

二线地区

山东	33083	9417
内蒙古	32214	2414
辽宁	31259	4315
福建	30123	3604
吉林	23514	2734
河北	23239	6989
黑龙江	21727	3825
山西	20398	3411
新疆	19893	2131
湖北	19860	5711
河南	19593	9429

三线地区

陕西	18246	3762
重庆	18025	2839
宁夏	17892	618
湖南	17521	6380
青海	17389	554
海南	17175	854
四川	15378	8138
广西	14966	4816

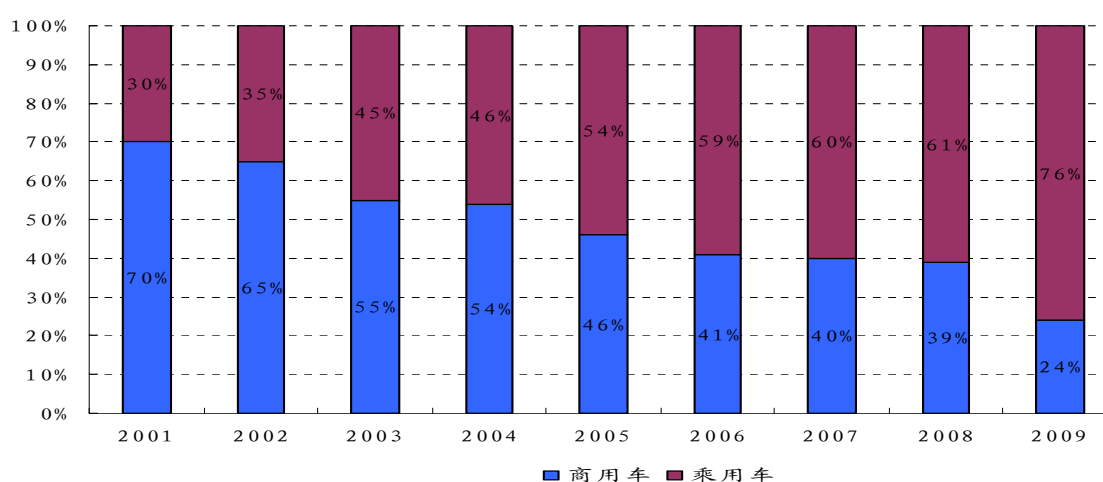
江西	14781	4400
安徽	14485	6135
西藏	13861	287
云南	12587	4543
甘肃	12110	2628
贵州	8824	3793

资料来源：国家统计局

2、汽车行业的消费品行业特征将愈发显著

30 年前，大多数国人脑海中的汽车基本是“解放”、“跃进”的形象；20 年前，基本型乘用车（轿车）占汽车总产量的比例仅在 10%左右。2010 年 1 季度，乘用车的销售比例已经占到汽车总体销售的 76%以上，整个行业基本已经变成一个消费品属性明显的行业。乘用车属于消费品，行业增长主要的驱动因素是居民收入的增长和消费习惯的演变；商用车的销售在我国主要和社会固定资产投资规模相关联。因此，商用车子行业呈现出周期性行业的特征。随着乘用车在汽车总销售中的比例逐步提高，我们认为，我国汽车行业将表现出比较多的消费品行业成长性特征，周期性将有所弱化。

我国汽车行业的销售结构



资料来源：中国汽车工业协会 德邦证券研究所

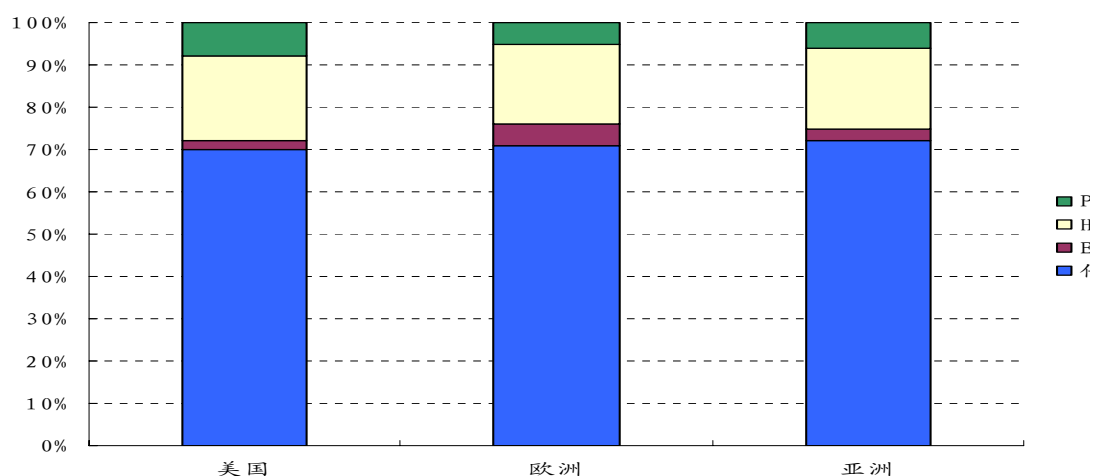
关于新能源汽车的初步思考

1、未来的方向是传统汽车的节能改造和新能源汽车协调发展

长期来看，汽车不断普及在带给人们便利的同时，负面影响也将越来越明显，比如石油的大量消耗，严重的环境污染等等。长期看，发展新能源汽车已经成为必然的选择。

但是，由于电池、电机、电控技术的不完善，新能源汽车现阶段实现产业化和大规模普及仍然比较困难。根据工信部官员最近的讲话精神：估计到2020年全球新能源汽车占新车销量仅仅能够达到10-15%。这一预测低于A123和Ener1等厂商30%的预测，但是与麦肯锡在上海的消费者调研结果相似。如果85-90%的车仍然是以石油为能源的传统汽车，这就意味着对传统汽车进行节能改造将愈加重要。实际上，奥巴马刚刚对9个汽车项目提供了大约了2亿美元的补贴。从分类上看，用于提升长途卡车燃油性能的占了3个，而用于改善乘用车发动机性能和控制系统的占了6个。我们认为：传统汽车的节能改造和新能源汽车协调发展很可能成为未来的主要方向。这一点，我们在德国大众近年来不遗余力致力于传统车的节能改造的行为中也可以读到类似信息。

2020 年新车销售比例（Ener1 预测）



资料来源：莫尼塔新能源行业周报

2、新能源汽车的技术路线问题——各种技术制式齐头并进，实践中检验

第一，鉴于日本企业向国际标准化组织申报把日本的混合动力标准（例如丰田的普锐斯）变为国际标准。因此，我们相信中国应该会避免重复这些路线，防止国内企业进入技术陷阱，因为使用这种技术需要支付高额专利和使用费。我们认为日本当前的混合动力路线可能不会成为政府补贴扶持的主要方向。第二，纯电动汽车在中国的普及与充电网络的建设密切相关。由于中国不像美国拥有大量私人车库，因此充电网络建设的难度更大。第三，在当前不同技术路线（纯电动、油电混合动力、插入式混合动力、燃料电池）都存在一定问题的情况下，政府的政策选择将是鼓励百花齐放。微型或者轻度混合、重度混合以及纯电动车都会鼓励发展。政府在这个问题上将只对结果负责，而不干预企业的研发、制造过程。

关于中国发展新能源汽车的现状、问题，未来发展趋势，以及可能给相关上市公司带来的投资机会。我们将在细化研究后单独撰写报告来讨论。

汽车行业的市场表现和覆盖公司最新评级

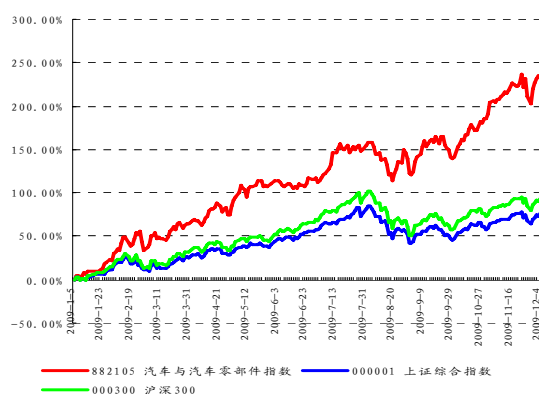
1、预期转向导致 2010 年汽车股票市场表现弱于基准

2009 年和 2010 年汽车行业在 A 股的表现大相径庭。事实上，行业仍在高位运行，09 年全年汽车行业销售增长 45%，2010 年 1 季度全行业销售增长 71%；从车价指数看也保持平稳，行业利润继续保持高速增长态势。汽车行业表现却差强人意，再次证明了股票市场预期的重要性。2009 年汽车销售一次次颠覆了人们的预期、甚至超过汽车厂商的预期造就了一波汽车股行情。进入 2010 年，尽管汽车行业不断传来好消息，但投资者预期行业景气的高点已过：1 季度汽车销售整体增长 71.78%，而行业协会和卖方分析师普遍预期全年增长 20%左右，因此，销售增速的前高后低基本成

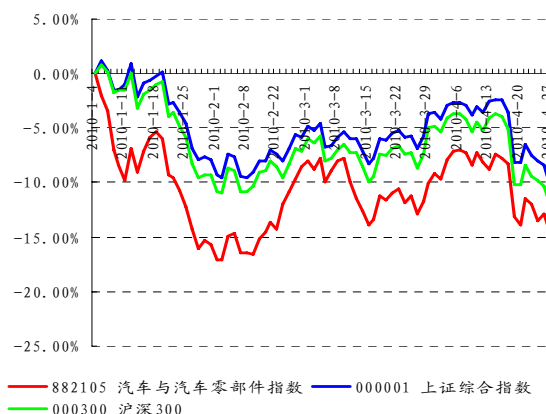
为市场共识。事实上，投资者是把汽车行业作为强周期行业来看待，在 PE 较高的时候买入而在 PE 水平较低时候选择卖出。

另外，困扰这个行业的老问题诸如产能过剩、价格战问题又开始重新干扰投资者的神经。行业内表现较好的个股诸如曙光股份、万向钱潮的走强主要缘于涉及新能源行业从而受到投资者的追捧，而业绩优异的公司走势反而比较疲弱。

2009 年汽车行业一骑绝尘



2010 年来汽车行业跑输市场基准



资料来源: wind

第三，不可否认的是：A 股市场确实存在财富效应。今年 A 股市场的疲弱走势肯定会产生相当的负的财富效应，对大额消费比如汽车消费产生不利的影响。

2、从长期看销量的二阶导数决定行业的市场表现

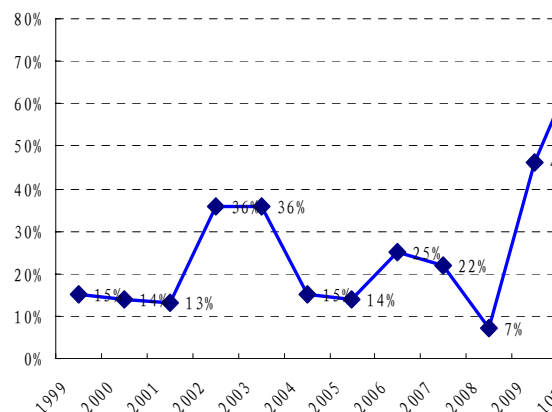
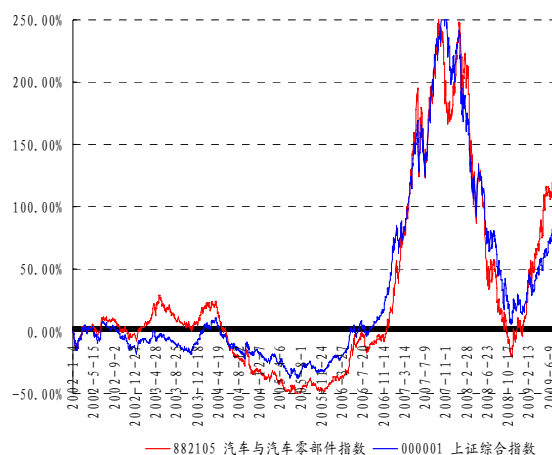
在我国，汽车行业还属于比较传统的制造业，创新和技术进步对行业盈利的影响并不显著。行业盈利最核心的驱动因素还是销售的增长，整车企业的毛利变化相对平缓，零部件行业的毛利变动相对摆动比较大。我们观察了 02 年至今汽车行业的市场表现，产生比较明显超额收益的时间段是 02-03 年以及 09 年以来，大部分时间汽车行业难以产生超额收益。

01 年销售增 速	02 年销售增 速	01-02 增速增 长	08 年销售增 速	09 年销售增 速	08-09 增速增 长
13%	36%	176.9%	7%	46%	557.1%

资料来源：CAAM 德邦证券研究所

02-03 年及 09 年是汽车行业产生超额收益的时段

02 年和 09 年也是汽车销售大幅度增长的时段



资料来源：wind CAAM

3、行业动态估值水平较低凸现个股防御特征

上市公司 2009 年的年报已经披露完毕，根据朝阳永续的统计，以 2010 年 5 月 7 日的收盘价格看，汽车及零部件行业总市值 PE 为 27.662，PEG0.706，是近年来比较低的位置。如果按照市场一致预期，该价格水平对应的 2010 年行业 PE 水平为 17.207 倍，个别优秀的公司动态 PE 水平已在 10 倍以下。股票防御性特征一目了然。

从市场对汽车及零部件行业 2010 年的 ROE 和净利润同比增长的预期来看，也是逐步在抬高；ROE 水平甚至脱离整体市场继续向上；市场对汽车行业未来 2 年的复合增长率的预期已经大于行业 PE。从这个意义上讲，汽车行业股票出现某种程度的低估。这种统计数据所揭示出的“低估”隐含了投资者对 2010 年汽车行业的担忧。如果汽车行业的发展证明这些担忧是不必要的，我们相信：目前的“低估”就是投资机会！

从汽车股票的投资看，2010 年有两件事情值得密切关注。一是新能源汽车的补贴方案细则。根据 5 月 11 日《南方日报》的消息，本月底新能

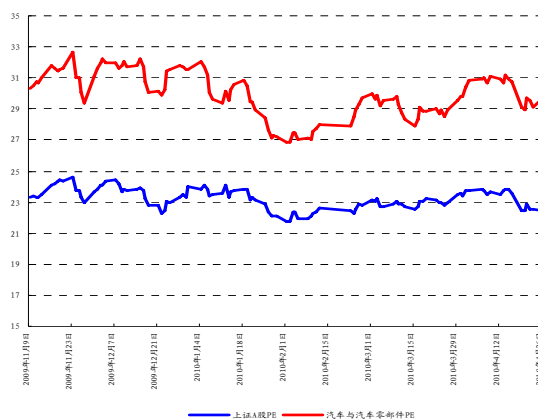
源汽车的补贴方案将有一个明确的说法。二是大型乘用车企业的自主品牌车在 2010 年能否放量，成为新的盈利驱动因素。对此，我们将密切跟踪研究。

A 股汽车及零部件行业综合预期

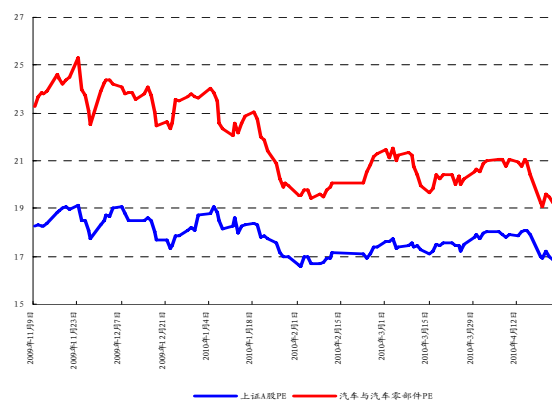
指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
PE/G	2.789	0.706			
总市值 PE	109.28	27.662	17.207	14.436	12.031
PB		3.648	3.009	2.544	2.131
ROE	3.965%	13.19%	17.487%	17.626%	17.708%
净利润（万）	446726	1764817	2872470	3419006	4061115
净利润同比	-64.742%	295.056%	62.76%	19.03%	18.78%
(%)					

资料来源：朝阳永续一致预期查询系统

汽车行业和市场估值水平对比（2009 年业绩）

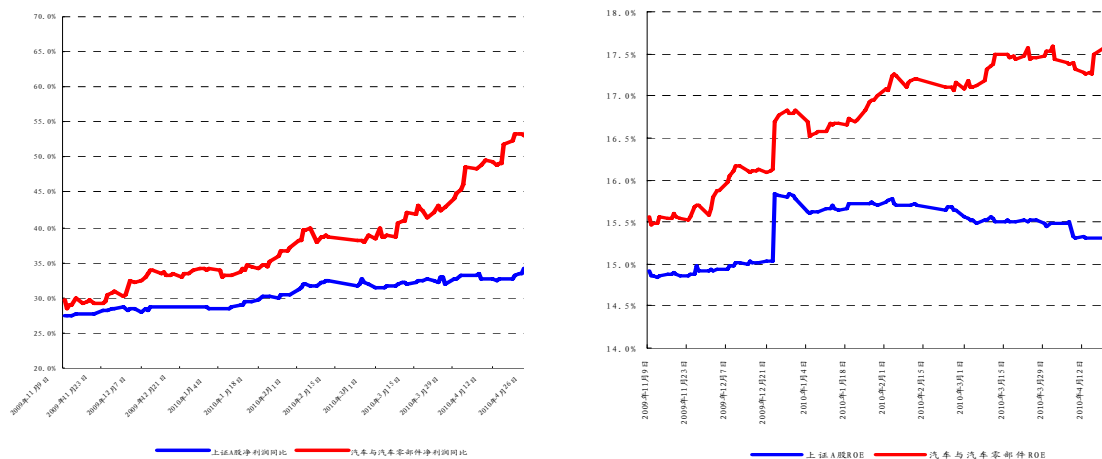


汽车行业和市场估值水平对比（2010 年一致预期）



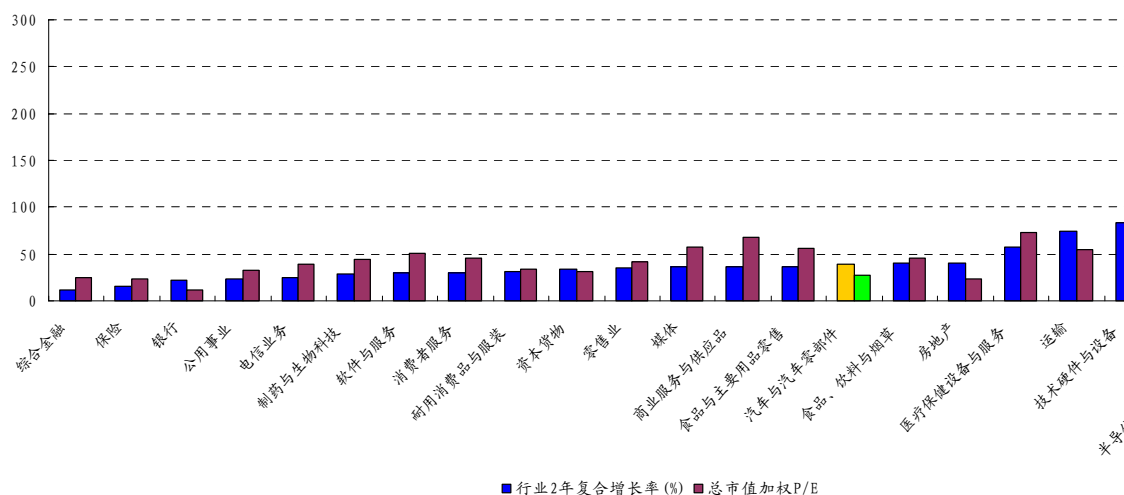
汽车行业 2010 年净利润同比的市场一致预期

汽车行业 2010 年 ROE 水平的市场一致预期



资料来源：朝阳永续一致预期查询系统

汽车等少数行业成为未来2年复合增长率大于PE水平的行业



资料来源：wind 德邦证券研究所

4、覆盖公司盈利预测和最新评级

股票代码	公司简称	EPS			PE			PB	投资建议	今年以来 涨幅 (%)	评级 调整
		2009 年	2010E	2011E	2009 年	2010E	2011E				
000338	潍柴动力	4.09	6.23	6.67	14.45	9.49	8.86	4.19	买入	-8.34	
000550	江铃汽车	1.22	1.85	2.13	16.35	10.83	9.37	3.56	买入	-12.97	
000887	中鼎股份	0.47	0.71	0.94	34.67	22.97	17.36	8.28	买入	8.89	
600178	东安动力	0.51	1.22	1.61	24.89	10.34	7.84	2.72	买入	-24.99	
600660	福耀玻璃	0.56	0.87	1.00	17.09	11.02	9.56	4.36	买入	-35.21	
000581	威孚高科	0.79	1.13	1.40	17.92	12.54	10.11	2.81	增持	-24.88	
000800	一汽轿车	1.00	1.36	1.61	16.58	12.20	10.32	3.54	增持	-36.20	
000927	一汽夏利	0.11	0.40	0.55	57.82	15.95	11.51	2.95	增持	-47.47	
000951	中国重汽	1.02	1.76	2.25	18.94	10.99	8.58	2.84	增持	-29.44	
001696	宗申动力	0.63	0.84	1.01	27.52	12.10	10.11	6.09	增持	-6.99	
002048	宁波华翔	0.63	0.50	0.61	18.61	23.45	19.31	4.68	增持	-16.62	
600066	宇通客车	1.08	1.18	1.30	15.13	13.94	12.66	3.93	增持	-17.96	
600104	上海汽车	1.01	1.43	1.68	16.79	11.83	10.03	2.61	增持	-35.40	
600166	福田汽车	1.13	1.65	1.93	15.71	10.78	9.23	3.99	增持	-6.67	
600375	星马汽车	0.44	1.06	1.20	35.58	14.83	13.15	5.36	增持	5.50	
600418	江淮汽车	0.26	0.64	0.88	29.18	11.81	8.59	2.27	增持	-28.64	
600741	华域汽车	0.59	0.67	0.76	14.49	12.77	11.24	1.79	增持	-25.82	
600742	一汽富维	1.68	2.12	2.37	10.85	8.57	7.67	2.33	增持	-35.02	
000625	长安汽车	0.46	0.85	0.87	22.13	12.04	11.85	2.71	中性	-26.87	
600006	东风汽车	0.16	0.28	0.31	35.67	20.04	18.22	2.09	中性	-17.35	
600686	金龙汽车	0.34	0.51	0.56	22.98	15.47	13.87	2.30	中性	-28.71	

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。