

行业研究

汽车及零配件

评级：弱于大势

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

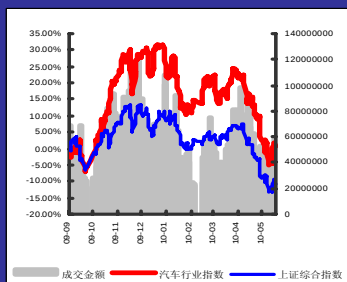
邢海芝 执业编号：S1500207100004

010-63081259

xinghaizhi@cindasc.com

重点关注公司	投资评级
万向钱潮	买入-持有
福田汽车	买入-持有
上海汽车	买入
福耀玻璃	持有
星马汽车	持有
潍柴动力	持有
长安汽车	买入
宇通客车	买入-持有
金龙汽车	持有-买入
江淮汽车	买入-持有
中航精机	持有
威孚高科	持有-买入
一汽夏利	持有-买入
万丰奥威	买入-持有

汽车板块指数近一年涨幅



汽车行业盈利顶峰

2010 年汽车类上市公司中报情况分析

2010 年 09 月 08 日

摘要

- 上半年，行业及上市公司盈利能力和赢利水平继续提高，其中，销量增长下的规模化效应带来的毛利润率提升是主要原因。
- 净利润增加同时，公司经营性现金净流量同比有所减少，这主要是由于存货及经营性应收项目增加所导致，投资性支出特别是固定资产构建支出依然较大。
- 主要公司中以自主品牌为主的合并报表业务增长最快，而对合资公司的投资收益的依赖度有所降低。
- 部分上市公司盈利能力 ROE 超过合理可预期水平，未来预计有下行压力，我们预计上市公司的业绩拐点可能出现在 11 年上半年。
- 重点关注公司：上海汽车、长安汽车、金龙汽车、威孚高科、一汽夏利、星马汽车等。

1. 上半年，行业及上市公司盈利能力和赢利水平继续提高，其中，销量增长下的规模化效应带来的毛利润率提升是主要原因。

上半年，汽车行业实现各类汽车销量 901.61 万辆，同比增长 47.67%。在这种背景下，汽车类上市公司利润也呈现出同步甚至高于销量增长的状况。

根据我们所统计的 48 家汽车相关上市公司的中报情况，上半年，汽车类上市公司的平均营收增长达到 52% 左右¹，而 09 年全年这一数字还只有 16% 左右，利润方面，上半年平均增长达到 111% 左右，而 09 年则只有 55% 左右。显然，今年上半年，上市公司不仅收入随销量大幅增长，利润即盈利能力也大幅继续提高。

在各项盈利性指标中，我们前期预计的今年上市公司毛利润率会因原材料成本等因素有所下降的预期目前看来还并不明显，尽管在中报中这一状况也有所反应，但由于销量增长带来的规模化效应，上市公司单车固定成本相对减少，平均毛利润率依然达到了 18% 左右，与 09 年全年相比略有下降，而与 09 年中期则有所上升。

另外，与前期相比，上半年影响公司最后净利润的资产减值因素本期已明显减小，全部样本公司所计提的资产减值损失约有 7.96 亿元，占全部营业收入的 0.48%，营业利润的 5.16%，而 09 年全年两项占比分别为 0.81% 和 10.45%。资产减值因素的减小主要是前期已被基本消化，另外本期上市公司产能供应普遍紧张，同时利润释放意愿明显。

相对于毛利润率的提升，本期上市公司期间费用比基本持平，甚是略有下降，大约在 10.3% 左右，而 09 年中期和 09 年分别为 11.3% 和 11.7%。

2. 净利润增加同时，公司经营性现金净流量同比有所减少，这主要是由于存货及经营性应收项目增加所导致，投资性支出依然较大。

上半年，48 家上市公司总存货增加达到 124.52 亿元，而 09 年全年也只增加了 59.55 亿元，09 年中期甚至是减少了 38.39 亿元，与此同时，经营性应收项目本期增加了 263.29 亿元，而 09 年同期只增加了 79.83 亿元，09 年全年也只增加 379.68 亿元，经营性应付项目基本正常，同比变化不大。上述原因导致了上半年上市公司平均经营性现金净流量只有 4.23 亿元，与 09 年中期和 09 年的 6.94 亿元和 11.51 亿元明显减少，即公司的收益质量实际上并未如净利润一样保持同步增长。另一方面也说明，上市公司依然保持着激进型的经营扩张策略，对行业可能的周期性调整尚未有必要准备。

投资性现金流方面，上半年上市公司投资净现金合计为净流入 70.12 亿元，但这里面

¹ 以 48 家公司为样本，但剔除个别异常变化的公司，绝对数字由于是简单平均并不具有真实客观意义，侧重从趋势上理解即可，下同。

由上海汽车的因素，上海汽车上半年收回投资收到的现金就有 172 亿元之多，如提出上海汽车因素，全部上市公司合计投资性净现金支出约为 59 亿元，相对 09 年中期的 24 亿元增加也较多。在固定资产构建支出上，上半年，全部上市公司合计支出约 115 亿元，相比 09 年中期的 72 亿元和 09 年的 170 亿元，可以看出，上市公司扩张的进程依然持续当中。

3. 以自主品牌为主的合并报表业务增长最快，而对合资公司的投资收益的依赖度有所降低。

由于一些上市公司利润来源基本可以分为合并报表业务的自身主营业务，以及来自合资公司为代表的股权投资收益，如上海汽车、长安汽车、威孚高科、一汽夏利、东风汽车、东安动力等。按以往经验，当行业景气度较低时期，投资收益对公司的净利润贡献比重相对较大，而当行业景气度较高时，由于公司自身的业务弹性和利润弹性相对以外资为主导的合资公司更大，其对公司最后净利润的影响也更为明显。上半年，尽管主要合资公司收入、利润增长相对 09 年都较高，但投资收益在上市公司营业利润中的比重还处于低位，显示上市公司自身业务特别是整车企业的自主品牌业务赢利水平正继续走好。

4. 部分上市公司盈利能力 ROE 超过合理可预期水平，未来有下行压力，我们预计上市公司的业绩拐点可能出现在 11 年上半年。

从上半年上市公司财务报告处理的普遍特点来看，结合再融资等因素考虑，可以看出上市公司上半年利润释放的意愿明显。目前来看，其各项盈利性包括运营项指标已达到和超过历史及经验上的最高值和合理值。

上半年，48 家上市公司平均年化净资产收益率 ROE 达到 18.82%，是 02、03 年以来行业的最高值，09 年上半年和 09 年分别只有 10.33%和 12.88%。而盈利能力 ROE 的提升主要来自于上市公司总资产周转率的提升，即销量的提升，而同期上市公司资本杠杆比例以及利润率同比相对变化不大。

尽管上市公司纯粹的生产制造具有一定弹性，但从整体产业平稳健康发展来看，我们认为，这种增长及其对应的估值水平特别是 PE 水平显然不具有可持续性。引发上市公司利润增长下降甚至负增长的原因主要就是随着销量增长的放缓，加上上市公司再融资后的产能扩张，来自固定资产折旧和费用摊销的压力将会显现，直接表现就是上市公司盈利能力迅速下降。我们对汽车类上市公司业绩拐点的预期定位在 11 年上半年，比前期的 10 年下半年略有推迟。

5. 赢利的快速增长拉低了部分公司的估值水平，目前上市公司整体估值水平合理

截止目前，48 家上市公司基于 2010 年业绩的平均 PE 约为 25 倍，平均 PB 约为 3.9 倍，相对上半年（5 月份）的 18 倍和 3.6 倍有所提高，这主要是近期汽车板块二级市场受中报因素影响而有所增长所致。

作为周期性行业的汽车类上市公司，相对估值实际上不存在合理与否的问题，而主要取决于对周期性进程的判断，即相对估值水平在行业的不同景气阶段表现也不同。

在上期行业投资策略报告中，我们认为：着眼 2011 年的行业增长预期，10 年上市公司估值整体水平将会下降，而随着行业盈利能力的降低估值将会被动升高。由于行业调整的大周期尚需时日，因此，基于大周期、大趋势的价值投资此时依然需要谨慎。但就短期来看，细分行业如大中客的增长预期以及部分合资类轿车公司的产能释放预期或许能成为看点。同时，再融资、资产整合、重组等预期依然会提高较多的交易性机会。

目前，我们依然坚持这一投资逻辑和观点，只是提醒投资者部分在做交易性机会的同时注意考虑行业整体系统性风险。

6. 重点关注公司：上海汽车、长安汽车、金龙汽车、威孚高科、一汽夏利、星马汽车等

上海汽车：合资公司销量持续增长，加上自主品牌业绩改善预期，公司向上业绩预期较大，同时，公司成本控制能力相对较强，向下弹性较小，估值具有较高安全基础，作为行业龙头公司，建议长期关注。

长安汽车：公司较大的产销规模以及激进的扩张战略使得其具有较强的周期性波动特征，具有大机会，也具有大风险。未来，长安将进入新一轮产能扩张和资产整合期，加上再融资的迫切需求，我们认为其短期业绩依然可期，但需要注意中期业绩风险。

金龙汽车：公司所属大中客行业 10 年具有较高增长预期，公司业绩增长值得期待。同时相对同类公司，公司估值偏低，建议关注。

威孚高科：公司在所属业务领域具有绝对竞争优势，未来业绩增长点较多也明确。同时，围绕公司战略定位的整合重组预期依然值得期待。

一汽夏利：随着发动机项目的逐步达产，公司自主品牌业务尽管竞争力依然不强，但也开始逐步走好，加之一汽集团整体上市预期，该股具有较好的交易性机会。

星马汽车：我们认为，公司正在进行的定向增发收购资产不太可能是其最终的整合结果，特别是放在安徽省大的汽车工业整合的背景下来看，建议关注，但需注意其业务的周期性特征所带来的业绩波动风险。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%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

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本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，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102