

汽车行业四季度投资策略

关注具有长期成长价值的龙头股

杨华超 首席研究员 黎韦清 研究员 汤俊 研究员
电话: 021-68828289 020-87555888-630 020-87555888-628
eMail: yhc2@gf.com.cn lwq@gf.com.cn tj5@gf.com.cn

乘用车景气略好于商用车，市场结构出现分化

季节性因素以及政策推动决定了乘用车景气略好于商用车，2010 年 8 月乘用车销售 101.90 万辆，环比增长 7.69%；商用车销售 30.33 万辆，环比 1.83%。同时，个性化需求推动了消费结构的逐步转变，也意味着贴近市场需求的产品与企业将在竞争中充分受益，在狭义乘用车市场的大众系与通用系的市场份额提升明显，2010 年 8 月上海大众、一汽大众、上海通用的市场份额达到了 28.90%，相对去年提升了 3.73 个百分点。

行业库存合理，“金九银十”将如期而至

目前 8 月份汽车库存周期为 57 天，其中，乘用车库存周期为 58 天。我们认为目前行业库存情况处于合理状态，且随着 8 月份的厂家设备检修，市场升温过程中库存有望维持稳定。日前第三批“节能产品与惠民工程”节能汽车推广目录已经公布我们认为随着政策的进一步引导，自主品牌的销售情况将进一步好转。同时，在国内消费升级的推动下，中高端市场的需求热情有望保持。我们认为乘用车市场“金九银十”将如期而至。同时，我们判断在市场需求升温的过程中，市场价格将有望维持稳定。

关注具有长期成长价值的龙头股

我们对行业的投资逻辑分为三个阶段：第一个阶段是中期策略时基于行业 8 倍左右的 PE 估值给予对行业估值修复、业绩提供安全边际的判断，将行业评级由“持有”调整为“买入”；第二阶段，基于我们对市场终端销售情况的跟踪，判断补贴政策的切入将带动行业由估值修复到景气向上；目前行业处于第三阶段，我们认为财富效应能否继续推动行业产品结构优化，从而带来业绩的超预期增长是我们重点关注的问题，而财富效应则与国内的股市、地产等密切相关。

我们根据对行业各细分市场结构变化以及行业政策引导的分析，仍然选择具有安全边际以及存在事件驱动的公司，主要包括在乘用车市场受益于行业以及具有新能源和收购题材的华域汽车；在乘用车市场份额逐步提升的上海汽车等。

风险提示：市场的系统性风险和政策的引导作用低于我们的预期。

行业评级

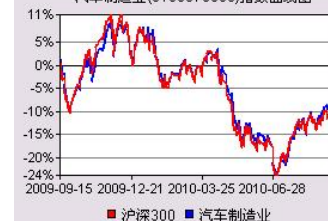
买入

前次评级

买入

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	4.85%	6.35%	-9.37%
沪深 300	2.02%	5.59%	-11.79%

目录索引

一、七月市场触底，八月市场热情回升	3
二、乘用车景气好于商用车，中高端市场份额提升	4
三、汽车零部件同步强劲增长	6
四、行业维持高产能利用率，规模效应下业绩稳定	6
五、库存处于合理，“金九银十”将如期而至	7
六、重点跟踪企业三季报前瞻	8
七、关注具有长期成长价值的公司	8
八、风险提升	9

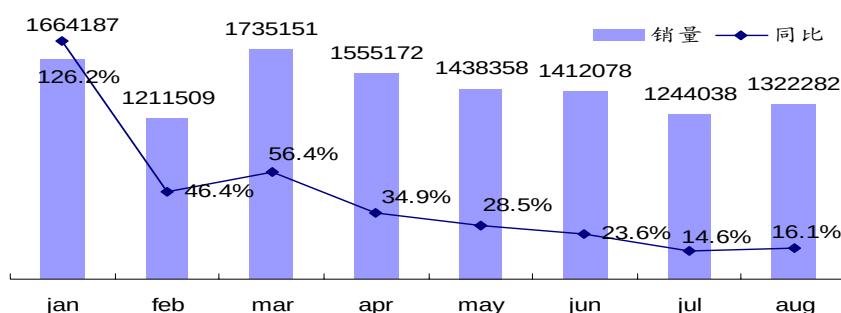
图表索引

图 1: 2010 年各月份汽车销售变化情况	3
图 2: 2010 年各月乘用车销售变化情况	3
图 3: 2010 年各月商用车销售变化情况	3
图 4: 乘用车市场各排量市场份额的变化	5
图 5: 轿车市场各品牌市场份额变化情况	5
图 6: 历年乘用车各月销售情况	7
图 7: 2010 年流通环节小轿车价格指数环比变化情况	7
表 1: 2010 年各汽车板块的销售情况变化	4
表 2: 狭义乘用车市场前十大车企的销售情况与市场份额变化	5
表 3: 汽车零部件及配件行业经济效益	6
表 4: 2010 年重点汽车企业（集团）经济指标	6
表 5: 部分跟踪公司估值水平	8

一、七月市场触底，八月市场热情回升

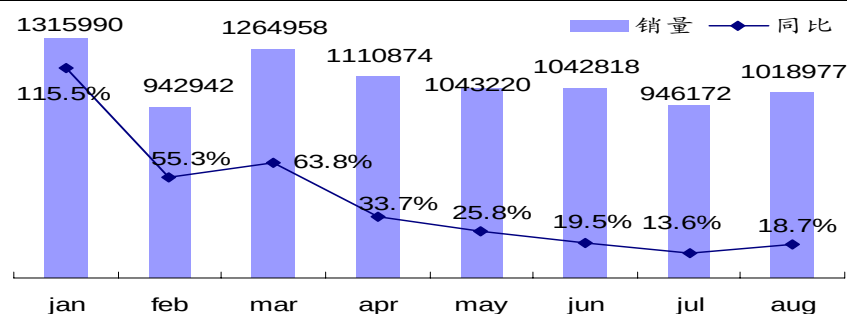
2010年7月份汽车市场销售124.40万辆，同比增长14.60%，环比下滑11.90%，销售情况连续四个月出现环比下滑。8月份汽车销售132.23万辆，同比增长16.14%，环比增长6.29%；其中，乘用车销售101.90万辆，同比增长18.72%，环比增长7.69%。我们认为7月份销量触底，8月份开始回升的主要影响因素在于在节能产品与惠民工程补贴政策的带动下，市场消费热情的回升。符合我们此前对市场需求的景气向上的判断。

图 1: 2010 年各月份汽车销售变化情况



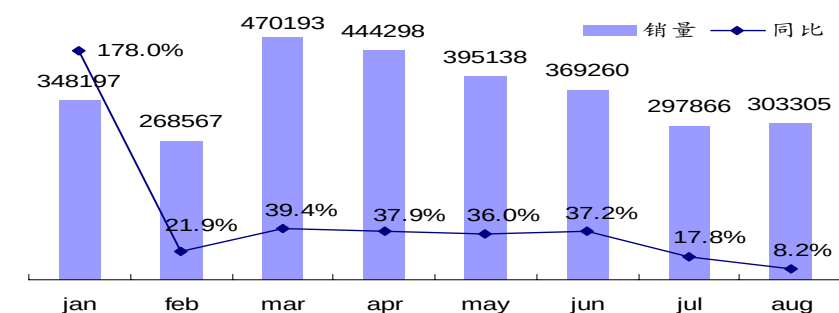
数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 2: 2010 年各月乘用车销售变化情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 3: 2010 年各月商用车销售变化情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

二、乘用车景气好于商用车，中高端市场份额提升

2010年1-8月份汽车市场产销分别为1149.06万辆、1158.25万辆，同比分别增长39.27%、39.02%。其中8月份乘用车销售101.90万辆，环比增长7.69%，同比增长18.72%；商用车销售30.33万辆，环比1.83%，同比增长8.24%。

按照季节性销售惯例，商用车下半年销售情况要略逊于上半年，因此商用车下半年的景气要略逊于乘用车市场。2010年1-8月份累计销售285.65万辆，同比增长37.61%。商用车板块中增幅较高的为重卡板块，2010年1-8月份累计销售71.93万辆，同比增长86.37%。数据印证了我们年度策略报告中看好城市经济圈和进出口相关的物流重卡的观点。物流重卡的发展对大功率动力引擎提出了新的要求，因此，2010年1-8月份潍柴动力的重卡用发动机销售29.97万辆，同比增长94.98%，高于重卡行业的增幅水平。

表 1: 2010 年各汽车板块的销售情况变化

2010	8 月	环比	同比	1-8 月	同比
汽车	1,322,282	6.29%	16.14%	11,582,547	39.02%
乘用车	1,018,977	7.69%	18.72%	8,686,067	39.50%
轿车	710,714	8.50%	12.92%	5,953,632	33.04%
MPV	33,754	8.72%	67.04%	274,143	95.43%
SUV	117,294	6.97%	93.99%	814,055	118.78%
微客	157,215	4.52%	6.07%	1,644,237	32.72%
商用车	303,305	1.83%	8.24%	2,896,480	37.61%
卡车	265,847	0.86%	6.96%	2,614,369	38.84%
重卡	64,842	-7.61%	14.02%	719,251	86.37%
中卡	18,071	4.93%	-10.13%	185,638	8.34%
轻卡	135,861	2.32%	5.42%	1,308,195	33.98%
微卡	47,073	8.47%	10.28%	401,285	14.87%
客车	37,458	9.24%	18.23%	282,455	30.93%
大客	5,986	11.76%	41.55%	40,494	72.29%
中客	7,948	15.74%	2.25%	54,882	11.19%
轻客	23,524	6.61%	19.54%	187,079	30.94%

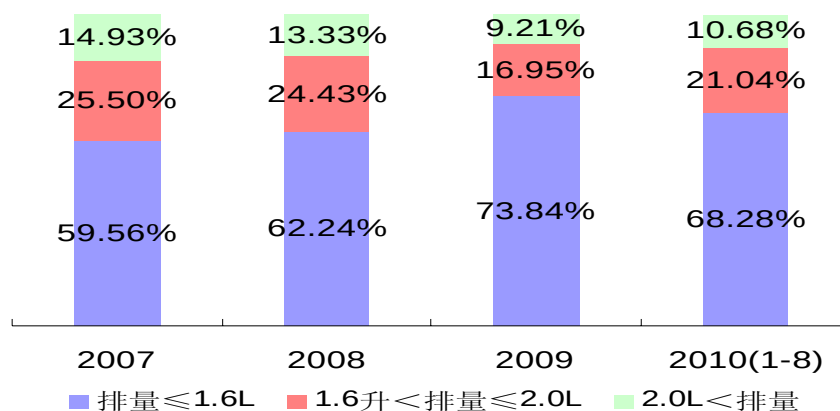
数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

乘用车市场结构出现了一定程度的优化，主要体现在中高端产品市场份额的提升。2010年1-8月份1.6以上排量车型的市场份额由去年全年的16.95%，提高到21.04%。而从各类车型销售情况对比来看，MPV与SUV的销售情况远好于其他板块，1-8月份MPV累计销售27.41万辆，同比增长95.43%、SUV累计同比增长118.78%。

个性化需求推动了消费结构的逐步转变，也意味着贴近市场需求的产品与企业将在竞争中充分受益，在狭义乘用车市场的大众系与通用系的市场份额提升明显，2010年8月上海大众、一汽大众、上海通用的市场份额

达到了28.90%，相对去年提升了3.73个百分点。

图 4: 乘用车市场各排量市场份额的变化



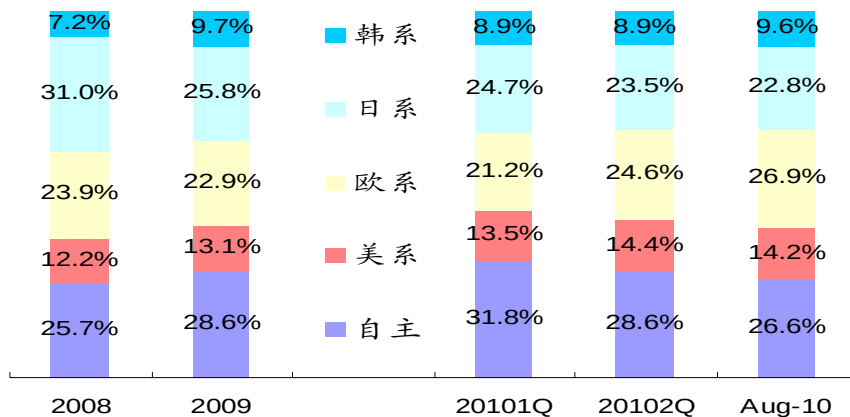
数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

表 2: 狭义乘用车市场前十大车企的销售情况与市场份额变化

	2010 年 8 月销量	市场份额	2009 年销量	市场份额
上海大众	86330	10.02%	728238	8.70%
一汽大众	84312	9.78%	669180	8.00%
上海通用	78404	9.10%	708356	8.47%
北京现代	60824	7.06%	570309	6.82%
奇瑞汽车	56432	6.55%	500303	5.98%
东风日产	48317	5.61%	518968	6.20%
一汽丰田	38966	4.52%	417299	4.99%
比亚迪	31069	3.61%	448397	5.36%
长安福特	29191	3.39%	316139	3.78%
广州本田	27259	3.16%	365623	4.37%

数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 5: 轿车市场各品牌市场份额变化情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

三、汽车零部件同步强劲增长

2010年1-8月份,汽车销售收入同比增长了46.18%,保持了与行业水平相当的高速增长。行业利润总额同比增长了81%。盈利能力强的上市公司利润增速将大幅度高于此水平。

市场可能更为关心接下来行业盈利状况如何。我们认为,从需求端来看,汽车销售依旧保持比较高的景气度,四季度钢材、橡胶等价格依旧将保持平稳,我们认为盈利能力将在四季度保持稳定。但是不排除明年初期通胀上来导致大宗原材料价格上升从而逐渐传导至制造业。

表 3: 汽车零部件及配件行业经济效益

单位: 万元	累计销售收入	同比增长	累计利润	比去年
2010 年 08 月	103082160.6	46.18	8226397.2	3694200.8
2010 年 05 月	62831257.1	60.55	5119250	2924899.5
2010 年 02 月	21502779.3	81.03	1712075.4	1264520.6
2009 年 11 月	105176072.4	19.98	7445747.5	1921035.4
2009 年 08 月	71045250.2	11.24	4551406.1	384416.5
2009 年 05 月	39447315.3	2.02	2231368.1	-257640.4
2009 年 02 月	12015952.7	-5.45	447816.6	-331917.3

数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

四、行业维持高产能利用率, 规模效应下业绩稳定

2010年1-7月份全国重点汽车企业集团营业收入达到12035.84亿元, 同比增长56.12%; 对应的利润总额达到1242.12亿元, 同比增长129.07%。其中7月份营业收入达到1661.03亿元, 同比增幅37.10%, 高于7月行业汽车销量14.60%的增幅。数据一方面说明行业产品结构的优化, 中高端产品比例的提升, 另外一方面也说明了重点企业的规模效应体现更加明显。

我们认为行业的新增产能将在明年年底释放, 在产能利用率维持较高水平的情况下, 行业的业绩有望保持稳定。行业的业绩高增长则取决于行业的产品结构能否进一步优化。

表 4: 2010 年重点汽车企业 (集团) 经济指标

单位: 亿元	2010/1Q		2010/2Q		Jul-10	
	规模	同比	规模	同比	规模	同比
营业收入	5037.46	85.91%	5337.36	42.95%	1661.03	31.17%
利润总额	484.20	346.69%	595.76	88.79%	162.16	37.10%
毛利率	17.63%		17.90%		17.70%	

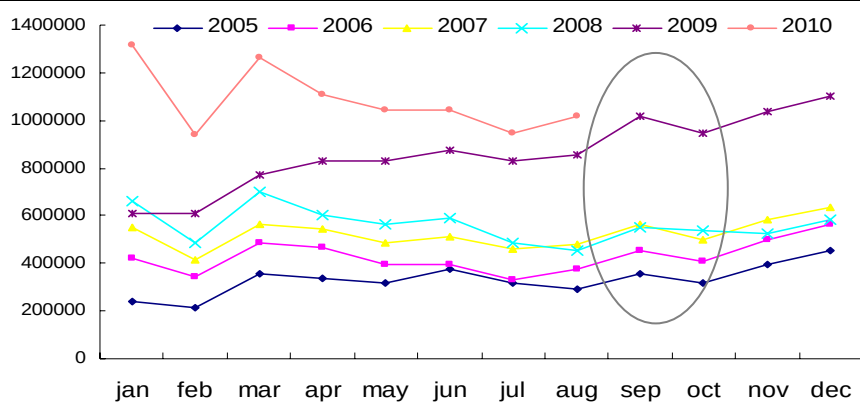
数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

五、库存处于合理，“金九银十”将如期而至

根据中国汽车技术研究中心统计数据显示，8月份汽车库存周期为57天，较7月份减少了1天，逐月增长势头得到遏制，其中乘用车库存周期由60天减少到58天。我们认为目前库存情况处于合理状态，且随着8月份的厂家设备检修，市场升温过程中库存有望维持稳定。

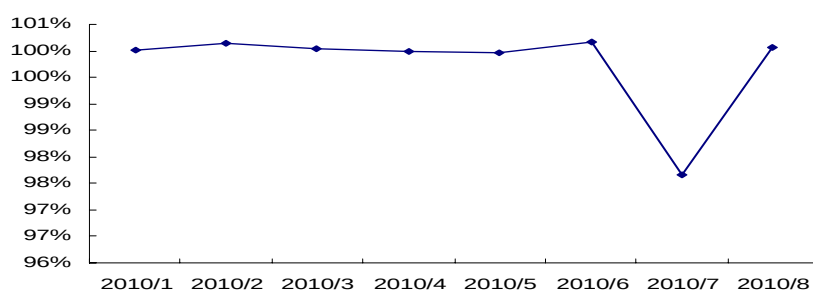
从8月份终端的销售情况看，8月份节能产品与惠民工程车辆的补贴政策对市场需求的引导作用开始显现，132款节能产品惠民工程目录的车型共销售12.96万辆，环比增长32.04%，明显高于行业的平均水平。终端市场变化情况与此前我们走访经销商环节了解的信息基本相符，经销商在7月份为了避免非节能产品的库存挤压，对该政策的全面宣传从8月份开始全面启动。日前第三批“节能产品与惠民工程”节能汽车推广目录已经公布，新增74款节能推广车型，其中自主品牌46款车型入选，占总车型的62%，而在第一批和第二批目录中，自主品牌的占比分别为36.6%和38%。我们认为随着政策的进一步引导，自主品牌的销售情况将进一步好转。同时，在国内消费升级的推动下，中高端市场的需求热情有望保持。我们认为乘用车市场“金九银十”将如期而至。同时，我们判断在市场需求升温的过程中，市场价格将有望维持稳定。

图 6：历年乘用车各月销售情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 7：2010 年流通环节小轿车价格指数环比变化情况



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

六、重点跟踪企业三季报前瞻

基于对行业销售数据的跟踪,我们认为大部分汽车上市公司的业绩将出现很好的增长态势。我们预计重点跟踪企业前三季度净利润增长情况如下:潍柴动力,预计三季度净利润增速将超过70%-120%,我们认为往上靠的概率比较大;一汽富维,预计同比超过100%;福耀玻璃预计同比增幅超过或者接近100%;威孚高科的业绩增速也应超过100%;宁波华翔预计业绩增幅在30%-50%;宗申动力约与去年同期持平。上海汽车,预计比去年同期增长100%以上;江铃汽车,预计比去年同期增长80%左右;华域汽车,预计比去年同期增长50%左右。

七、关注具有长期成长价值的公司

我们对行业的投资逻辑分为三个阶段:第一个阶段是中期策略时基于行业8倍左右的PE估值给予了对行业估值修复、业绩提供安全边际的判断,将行业评级由“持有”推荐为“买入”;第二阶段,基于我们对市场终端销售情况的跟踪,补贴政策的切入将带动市场消费情绪的回升,在8月份初给予了行业由估值修复到景气向上的判断,目前汽车板块三季度以来平均增幅达到35.63%,高于沪深300的20.55%的平均增幅。目前行业板块处于第三阶段,我们认为财富效应能否继续推动一二线市场的更新需求,从而推动行业产品结构优化、带来业绩的超预期增长是我们重点关注的问题,而财富效应则与国内的股市、地产等密切相关。

关于电动汽车相关个股的投资思路:从2009年开始,电池、电机有关标的的上市公司经历了多次炒作,但是都有一个共性,就是市场对政策出来有传闻时,股价开始有活跃表现。我们认为,对于趋势投资者,依然可以遵循这样的思路进行布局。因为四季度《新能源汽车产业规划》被推出被宣传要推出的概率较大。而在推出之前逢低买入相关个股可以把握不错的趋势机会。

我们根据对行业各细分市场结构变化以及行业政策引导的分析,仍然选择具有安全边际以及存在事件驱动的公司,主要包括在乘用车市场受益于行业以及具有新能源和收购题材的华域汽车;在乘用车市场份额逐步提升的上海汽车等。

表 5: 部分跟踪公司估值水平

公司名称	建议	EPS				PE			PB
		2009	2010	2011	2012	2010	2011	2012	当前
华域汽车	买入	0.59	0.95	1.10	1.22	13.23	11.43	10.30	2.61
上海汽车	买入	1.01	1.31	1.54	1.84	12.95	11.02	9.22	3.01
威孚高科	买入	0.79	1.20	1.46	1.68	19.90	16.36	14.21	4.26
潍柴动力	买入	4.09	6.54	7.06	7.57	11.65	10.79	10.07	4.31
江铃汽车	买入	1.22	2.02	2.34	2.72	15.13	13.06	11.24	4.95

一汽富维	买入	1.67	1.92	2.34	2.67	15.84	13.00	11.39	3.46
一汽轿车	买入	1.00	1.35	1.55	1.77	13.47	11.74	10.28	3.58
福耀玻璃	买入	0.56	0.80	0.96	1.27	14.41	12.01	9.08	4.69
杉杉股份	买入	0.23	1.20	1.23	1.31	16.53	16.13	15.15	2.71
大洋电机	关注	0.78	1.13	1.46	2.46	27.06	20.95	12.43	10.69

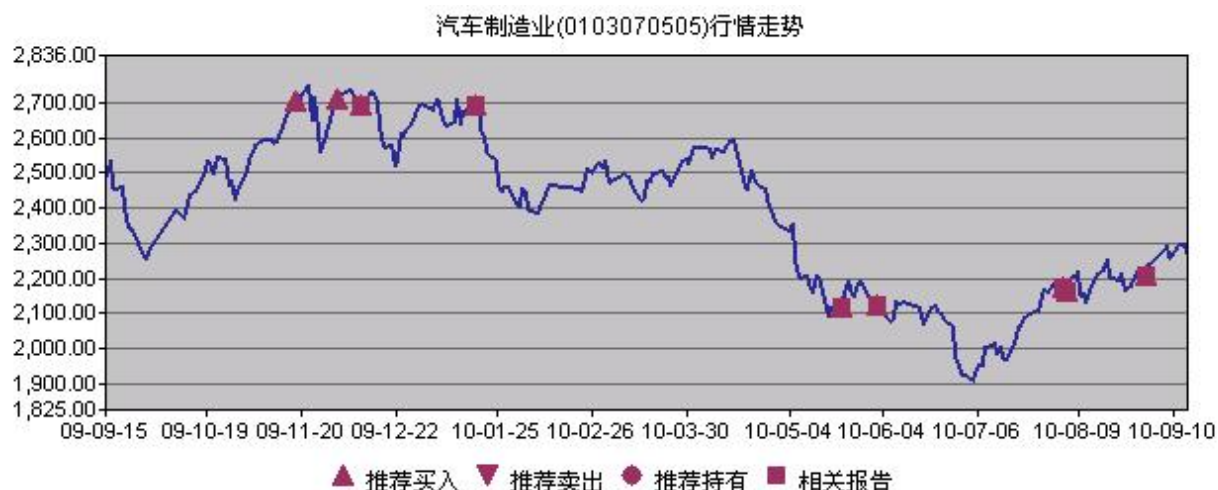
数据来源：广发证券发展研究中心，选取 2010 年 9 月 28 日的收盘价

八、风险提升

市场的系统性风险以及政策的引导作用低于我们的预期。

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。



相关研究报告

汽车制造业(0103070505)_行业跟踪分析报告	汤俊	2010-09-01
汽车制造业(0103070505)_行业跟踪分析报告	汤俊	2010-08-05
汽车制造业(0103070505)_行业跟踪分析报告	汤俊	2010-08-04

	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	深圳市民田路华融大厦 2501 室	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	518026	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。