

推荐 (维持)

2010 年 9 月 30 日

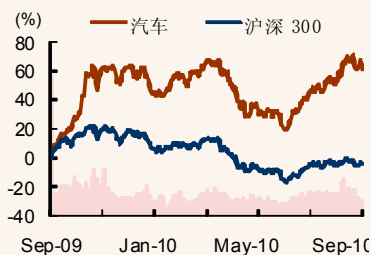
上证指数 2592

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	77	4.7
总市值 (亿元)	6996	3.2
流通市值 (亿元)	5193	3.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.4	-0.2	62.8
相对表现	4.8	14.2	66.1



相关报告

- 1、《2010 年汽车行业投资策略报告》2009/12/7
- 2、《新能源汽车行业系列报告之一-新能源汽车是汽车工业的发展方向》2008/11/11

汪刘胜

0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 S1090208030186

范玉琢

021-68407276
 fanyz@cmschina.com.cn
 S1090210090007

布局稳定增长类公司

汽车行业2010年四季度投资策略

汽车行业销量从快速增长向平稳增长的过渡过程中，行业整体盈利水平将有所下滑，建议重点配置盈利能力稳定增长的公司；在国家调整经济结构的大背景下，重点关注汽车行业节能减排和新能源汽车产业化带来的投资机会。

- **预计 2010 年汽车行业销量 1724 万辆，同比增长 27%。**2010 年 1-8 月，汽车行业销量 1158 万辆，同比增长 39.3%，我们判断四季度汽车行业销量月度增速逐步下滑，预计全年汽车行业销量 1724 万辆，同比增长 27%。
- **行业整体盈利水平有下滑压力。**2010 年前三季度行业毛利率保持较高水平，4 季度行业整体产能利用率下降带来的降价压力、成本上升压力将影响行业毛利率；同时销售费率和管理费率提高将影响公司盈利能力。
- **行业整合与企业上市将是未来汽车行业持续的投资机会。**目前中国汽车市场集中度较低，汽车产业从成长到成熟的过程就是行业整合与兼并的过程，重点关注一汽集团、广汽集团、比亚迪汽车、奇瑞汽车 A 股上市带来的阶段性投资机会。
- **投资策略。**四季度汽车行业销量将保持平稳，难超市场预期，从行业快速增长到平稳增长的过渡过程中，行业整体盈利能力将有所下滑，建议配置盈利增长稳定的公司：
 - 1) 乘用车领域推荐上海汽车、重点关注集团整合给一汽轿车和广汽长丰带来的投资机会；
 - 2) 布局具有核心竞争力的零部件企业，推荐福耀玻璃、威孚高科、一汽富维、华域汽车、中鼎股份、松芝股份和天润曲轴；
 - 3) 新能源汽车领域布局锂电池产业链技术节点型公司和资源类公司，包括：西藏矿业、中信国安、包钢稀土、江苏国泰、佛塑股份等；关注汽车行业节能减排长期受益公司威孚高科和云内动力；
 - 4) 关注汽车贸易类上市公司，鼎盛天工、中大股份、大厦股份。
- **风险提示：**经济增长低于预期；新能源汽车政策力度及进程低于预期；原材料和劳动力成本上涨幅度超预期将影响汽车行业盈利水平。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
一汽轿车	17.87	1.00	1.36	1.54	13	12	3.5	强烈推荐 A
上海汽车	16.54	0.77	1.30	1.53	13	11	2.9	审慎推荐 A
一汽富维	29.30	1.68	2.36	2.73	12	11	3.3	审慎推荐 A
潍柴动力	75.00	4.09	5.98	6.66	13	11	4.2	审慎推荐 A
威孚高科	22.32	0.79	1.55	1.86	14	12	3.9	强烈推荐 A
福耀玻璃	11.56	0.56	0.90	1.08	13	11	4.7	强烈推荐 A
中鼎股份	17.22	0.47	0.75	0.95	23	18	8.0	审慎推荐 A
江铃汽车	29.10	1.22	2.00	2.30	15	13	4.6	审慎推荐 A
广汽长丰	11.44	0.05	0.55	0.86	21	13	2.5	强烈推荐 A
松芝股份	28.41	0.63	1.15	1.50	25	19	12	强烈推荐 A

资料来源：招商证券

正文目录

一、三季度汽车增速逐渐回落	4
二、轿车-四季度销量难超预期	5
1、政策刺激和价格优惠带动月度汽车销量出现回升	5
2、基数高使得梯次结构不明显	7
三、SUV 和 MPV 实现高速增长	8
四、重卡行业—月度销量下降符合预期	9
五、轻卡市场—需求将保持稳定增长	12
六、微车—市场景气下降在预期之内	13
七、客车—行业竞争格局稳定	14
九、投资策略	15
1、投资策略	15
2、风险提示	16
3、公司简介	19
(1) 福耀玻璃—增长模式转变、成长空间巨大	19
(2) 威孚高科—长期受益于行业销量增长和技术升级	19
(3) 中鼎股份—业务范围不断拓展，处于快速成长期	20
(4) 一汽富维—平台优势突出，将受益于一汽集团发展	20
(5) 上海汽车—盈利能力相对较高，管理能力保证长期发展	21
(6) 潍柴动力—股价基本反映下半年重卡行业悲观预期	21
(7) 松芝股份—业绩增长曲线清晰，有望实现跨周期成长	22
(8) 华域汽车—盈利增长稳定，估值相对较低	22

图目录

图 1: 轿车月度销量统计	5
图 2: 轿车分排量销量增长状况	5
图 3: 轿车国系份额统计	6
图 4: 轿车价格统计	6
图 5: 轿车分城市销量统计	7
图 6: 轿车分区域销量统计	7
图 7: SUV 月度销量统计	8
图 8: MPV 月度销量统计	8
图 9: 重卡销量同比增长状况	9
图 10: 重卡整车及底盘销量统计	9
图 11: 半挂牵引车销量统计	9
图 12: 宏观经济状况	10
图 13: 主要港口月度集装箱吞吐量	10
图 14: 重卡出口销量统计	10
图 15: 重卡出口金额统计	10
图 16: 重卡市场份额状况	11
图 17: 重卡月度市场份额状况	11
图 18: 轻卡月度销量统计	12
图 19: 轻卡市场份额	12
图 20: 微客月度销量统计	13
图 21: 微卡月度销量统计	13
图 22: 微客市场份额统计	13
图 23: 大客月度销量统计	14

图 24: 中客月度销量统计	14
图 25: 大客 (座位 ≥ 30) 出口销量统计	14
图 26: 中客 (10 ≤ 座位 ≤ 29) 出口销量统计	14
图 27: 汽车行业单月毛利率统计	15
图 28: 汽车行业历史 PE Band	17
图 29: 汽车行业历史 PB Band	17

表目录:

表 1: 2010 年 8 月份汽车销量统计 (万辆)	4
表 2: 汽车销量统计与预期	15
表 3: 盈利预测与估值比较	17
表 4: 汽车行业国际估值比较	18
表 5: 福耀玻璃盈利预测	19
表 6: 威孚高科盈利预测	19
表 7: 中鼎股份盈利预测	20
表 8: 一汽富维盈利预测	20
表 9: 上海汽车盈利预测	21
表 10: 潍柴动力盈利预测	21
表 11: 松芝股份盈利预测	22
表 12: 华域汽车盈利预测	22

一、三季度汽车增速逐渐回落

经过了上半年汽车行业的高增速增长后，三季度以来月度汽车销量增速逐渐下滑，由于季节性因素的影响，9-12 月汽车销量将有所提高，销量增速将趋于平稳，针对各子行业的分析如下：

1) 轿车行业进入激烈竞争阶段。

2010 年 8 月份，轿车产量 68.6 万辆，环比增长 1.3%，销量 71.07 万辆，环比增长 8.5%，行业整体库存不断攀升的局面得到短期缓解；分结构来看，合资品牌库存水平依然在合理水平之内，而自主品牌库存高的问题依然存在；从车价来看，自主品牌降价幅度较大，而部分合资品牌的价格逐渐出现松动；整体上讲，轿车行业从高速增长到稳定增长转变带来的行业竞争幅度增加的趋势是必然的。

2) 重卡月度销量出现下降在情理之中。

上半年重卡行业需求旺盛，重卡产业链各环节始终处于供不应求局面，季节性因素造成三季度以来重卡月度销量出现下滑，行业供需关系得到缓解；在固定资产投资高增长以及物流市场的需求下，未来重卡市场销量仍将保持稳定增长趋势。

3) 轻卡市场保持稳定增长。

轻卡市场销量保持稳定增长趋势，行业竞争将逐渐由低端市场向高端市场延伸。

4) 微车消费将进入稳定增长阶段。

经过 2009 年-2010 年上半年的爆发式增长，微车市场将逐渐进入稳定增长阶段，汽车下乡政策对微车销售的刺激效应将逐渐减弱，同时微车产能迅速扩张，微车库存水平迅速提高，相关企业的净利润水平比 2009 年将出现下滑。

5) 客车市场实现复苏。

受益于国内客车需求的稳定增长以及出口市场的复苏，客车行业 1-8 月销量同比增长 30.9%，我们预计随着四季度传统客车行业销售旺季的到来，累积同比增速有望提升。

表 1：2010 年 8 月份汽车销量统计（万辆）

Aug-10	本月完成	本期止累计	同期止累计	比上月增长	比同期增长	累计同比增长
汽车总销量	132.23	1158.28	831.21	6.3%	16.1%	39.3%
乘用车合计	101.90	868.60	621.41	7.7%	18.7%	39.8%
轿车	71.07	595.35	446.64	8.5%	12.9%	33.3%
MPV	3.38	27.41	14.03	8.7%	67.0%	95.4%
SUV	11.73	81.40	37.07	7.0%	94.0%	119.6%
微客	15.72	164.42	123.67	4.5%	6.1%	33.0%
商用车合计	30.33	289.68	209.80	1.8%	8.2%	38.1%
卡车合计	26.58	261.44	188.23	0.9%	7.0%	38.9%
重卡	6.48	71.93	38.52	-7.6%	14.0%	86.7%
中卡	1.81	18.56	17.13	4.9%	-10.1%	8.3%
轻卡	13.59	130.82	97.64	2.3%	5.4%	34.0%
微卡	4.71	40.13	34.93	8.5%	10.3%	14.9%
客车合计	3.75	28.25	21.57	9.2%	18.2%	30.9%
大客	0.60	4.05	2.35	11.8%	41.5%	72.3%
中客	0.79	5.49	4.94	15.7%	2.3%	11.2%
轻客	2.35	18.71	14.29	6.6%	19.5%	30.9%

资料来源：招商证券，CAAM

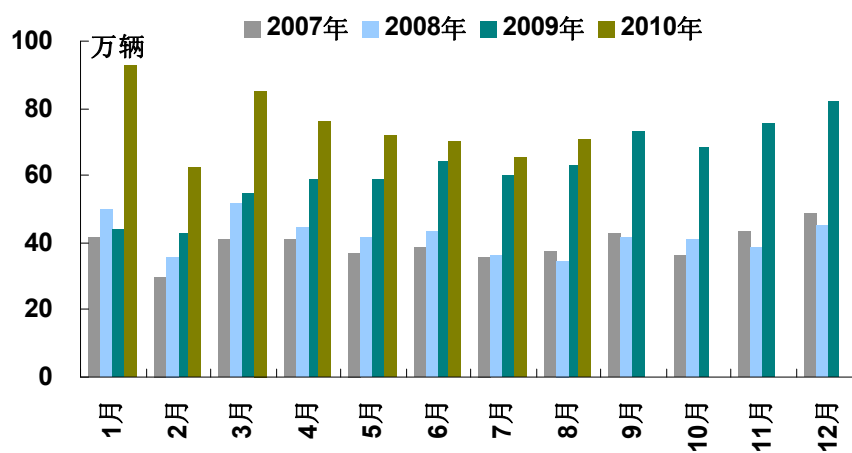
二、轿车-四季度销量难超预期

1、政策刺激和价格优惠带动月度汽车销量出现回升

三季度以来轿车销量增速逐渐回落。

2009 年轿车市场处于逐步复苏的趋势之中，全年呈现“前低后高”格局，2010 年轿车市场逐渐恢复正常，月度销量增速逐渐降低是必然趋势；同时由于实际需求的季节性回落，供给压力逐渐得到缓解，经销商库存不断上升，产品价格出现下降；8 月份受益于节能汽车补贴相关政策的落实以及经销商促销力度的加大，月度销量出现环比增长。

图1：轿车月度销量统计

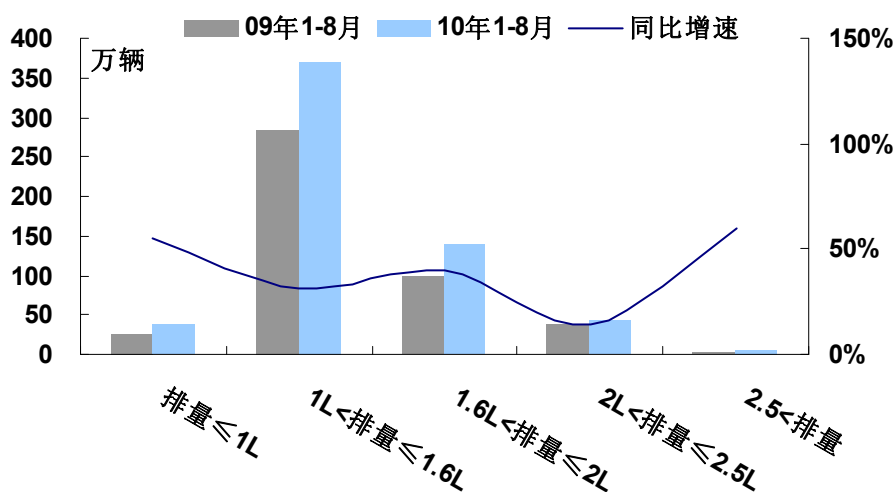


资料来源：招商证券，CAAM

“节能汽车”补贴政策落实短期内刺激小排量汽车消费。

中央财政对消费者购买节能汽车按 3000 元/辆标准给予一次性定额补贴，并陆续公布了第一批和第二批节能汽车目录，8 月份开始部分经销商开始对进入目录的节能汽车进行补贴，小排量汽车消费短期内得到刺激。

图2：轿车分排量销量增长状况



资料来源：招商证券，CAAM

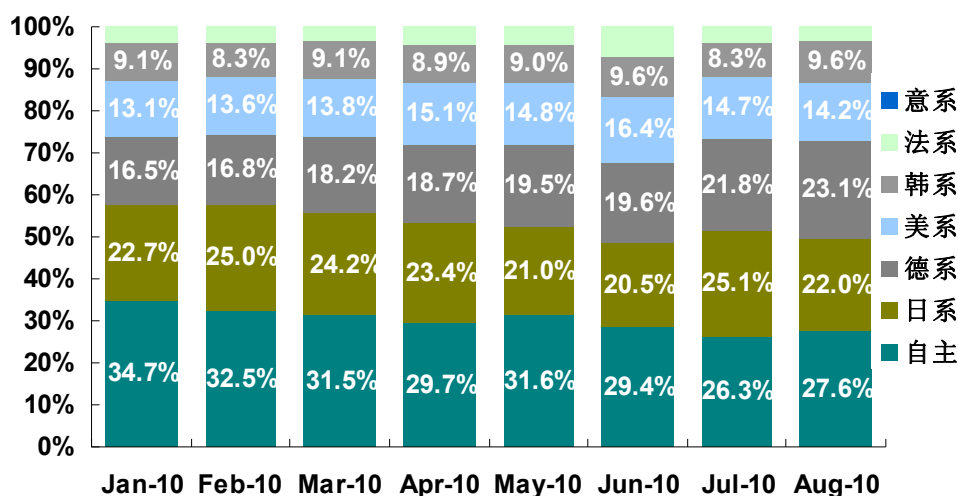
日系品牌份额整体呈下降趋势。

受年初爆发的丰田汽车全球召回事件影响，消费者对日系汽车偏好有所减弱，日系汽车市场份额逐月回落；与此同时，日系品牌降价幅度在合资品牌中相对较大，我们预计未来日系车企将通过技术升级和价格优势抢占失去的市场份额，中高端市场竞争将逐渐激烈。

短期内小排量汽车销量提升带动自主品牌份额提高。

由于自主品牌轿车主要集中于中小排量车型，短期内“节能汽车”补贴逐步落实带来的中小排量市场需求增加，自主品牌市场份额得到提高；但从总体上来看，目前自主品牌面临着低端市场竞争加剧、中高端市场难以有效突破的发展瓶颈阶段。

图3：轿车国系份额统计

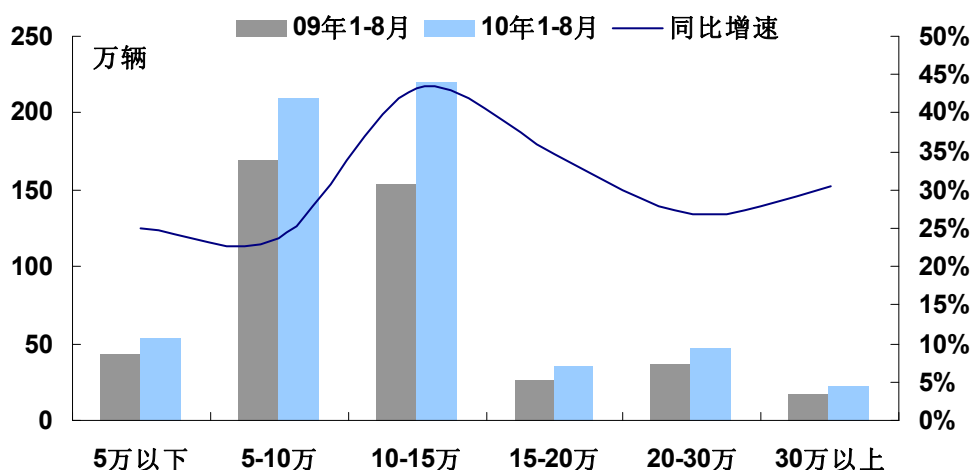


资料来源：招商证券，CAAM

基数原因造成中高端市场增速相对较快。

由于2009年中高短汽车销量基数相对较低，使得2010年中高端轿车销量增速相对较高，而中低端轿车销量增速相对较低。我们预计随着“节能汽车”相关补贴政策的落实，售价较低的小排量节能轿车销量占比将有所提高。

图4：轿车价格统计



资料来源：招商证券

2、基数高使得梯次结构不明显

2009 年轿车消费梯次结构特征明显。

2009 年轿车消费体现出明显梯次结构特征，三、四线城市销量增速明显高于一、二线城市，内陆地区销量增速明显高于沿海地区，且差距非常明显。

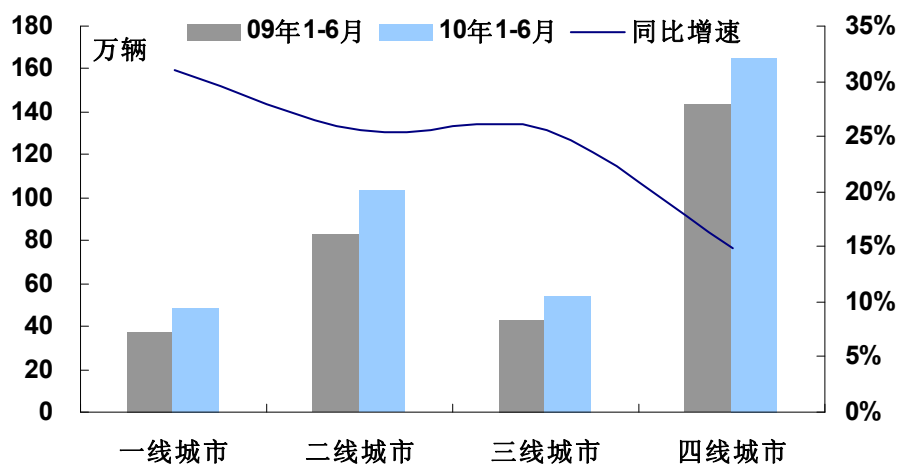
2010 年梯次结构不明显。

2010 年从区域市场格局来看，三、四线城市销量增速明显低于一、二线城市，内陆地区销量增速明显低于沿海发达地区；我们认为造成这些现象的主要原因在于 2009 年小排量汽车刺激政策的执行以及 2009 年上半年沿海地区经济复苏进度落后于内陆地区。

看好内陆省市未来几年轿车市场持续高增长。

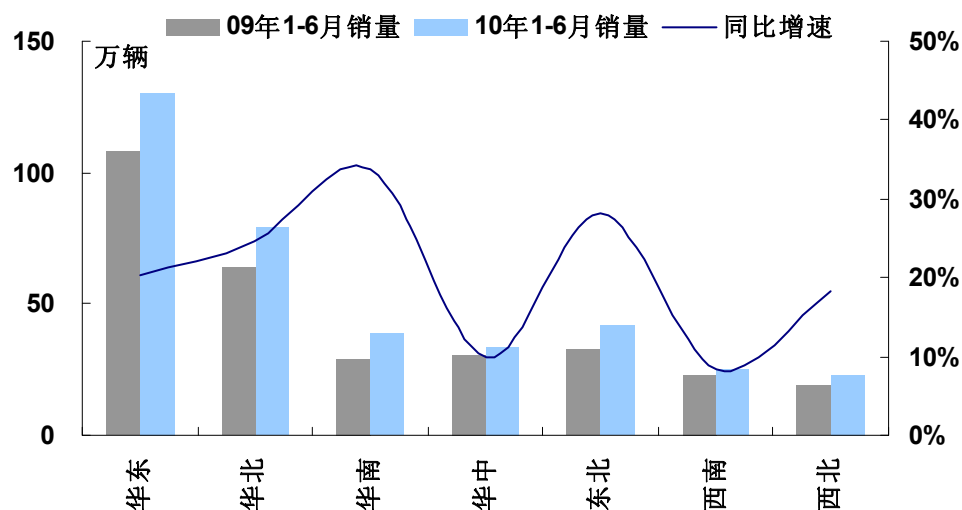
2009 年和 2010 年属于经济周期经历的特殊过程，2011 年，我们认为汽车行业消费格局将恢复正常，内地省份的销量增速将高于沿海地区，汽车消费的梯次结构将重新得到体现。

图5：轿车分城市销量统计



资料来源：招商证券

图6：轿车分区域销量统计



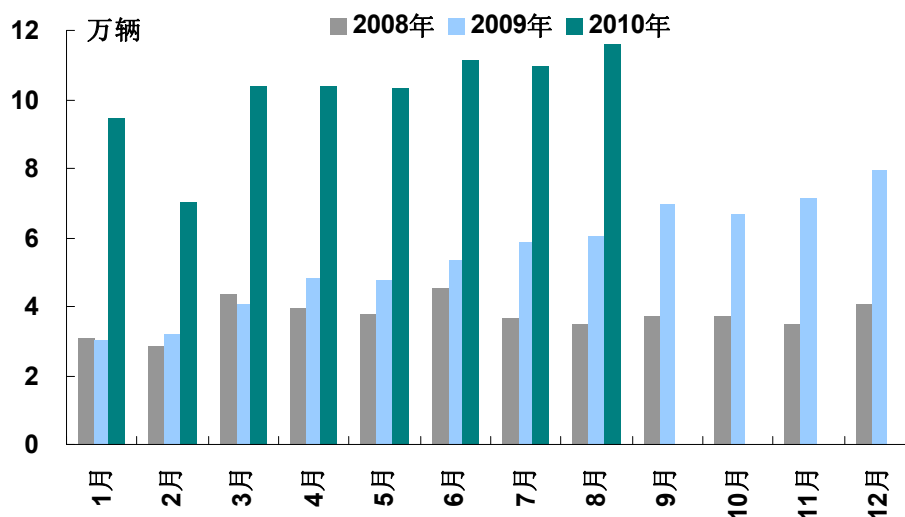
资料来源：招商证券

三、SUV 和 MPV 实现高速增长

SUV 受到消费者青睐，月度销量不断创新高。

2010 年 1-8 月 SUV 累计销量为 81.4 万辆，同比增长 119.6%，销售形势较好，SUV 市场需求基础较好，符合国人对汽车的要求，特别是二次购车的消费者，往往倾向于购买 SUV 产品，SUV 市场空间较大。

图7: SUV月度销量统计

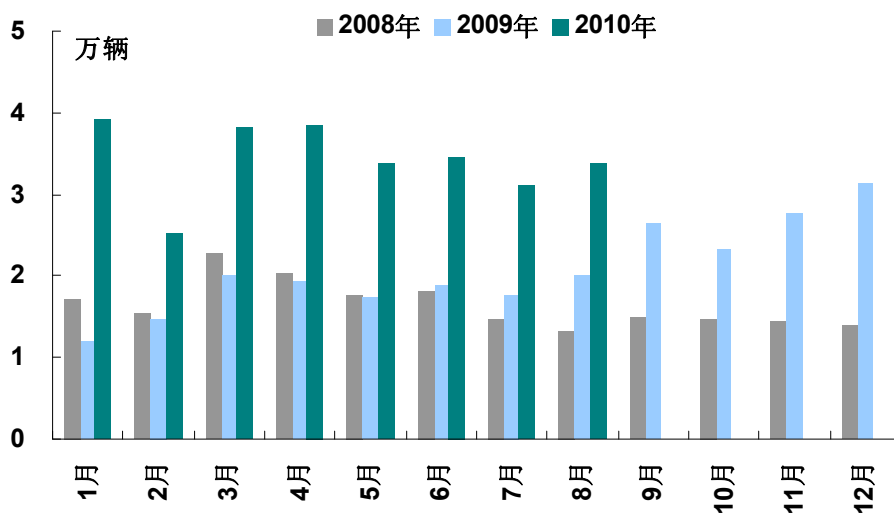


数据来源：招商证券，CAAM

MPV 销量快速增长。

2010 年 1-8 月 MPV 累计销量为 27.4 万辆，同比增长 95.4%，MPV 主要面向商务用车市场，也有部分产品面向家用车市场，销量高速增长一方面由于 2009 年上半年同期基数较低，另一方面来自于宏观经济复苏，2010 年商务车需求稳定增长。

图8: MPV月度销量统计



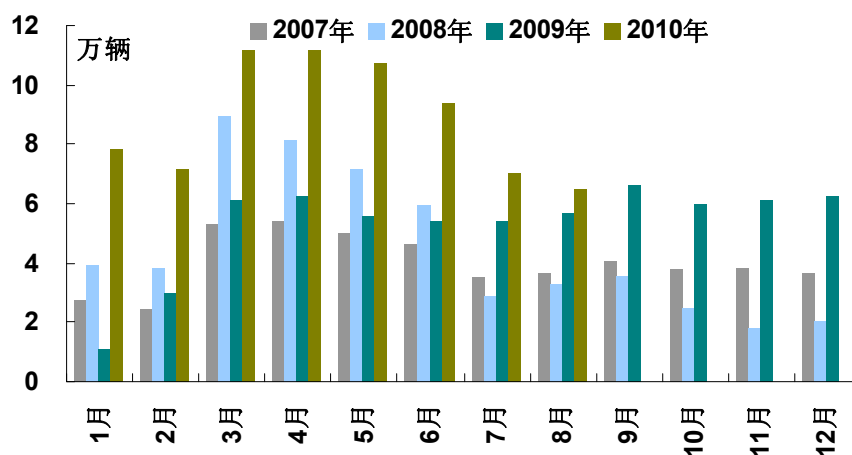
数据来源：招商证券，CAAM

四、重卡行业一月度销量下降符合预期

上半年重卡市场持续高景气。

2010 年重卡市场延续了 2009 年下半年以来高景气状态，市场需求旺盛，2010 年 1-8 月，重卡累计销量为 71.9 万辆，同比增长 86.7%。

图9：重卡销量同比增长状况



资料来源：招商证券，CAAM

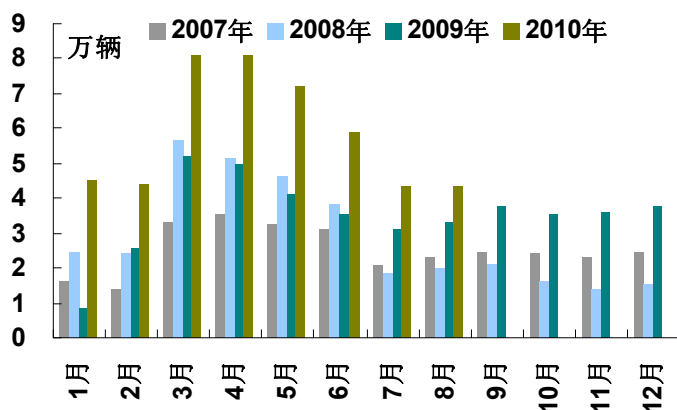
固定资产投资高增长对工程类重卡持续刺激。

2010 年 1-8 月重卡整车及非完整车辆累计销量为 47.0 万辆，同比增长 69.7%，主要原因在于 2010 年固定资产投资增速保持高增长。

集装箱市场好转带动物流类重卡需求旺盛。

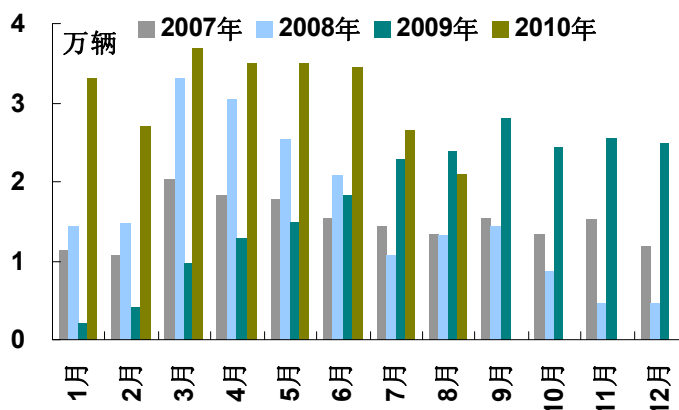
2010 年 1-8 月半挂牵引车累计销量为 24.9 万辆，同比增长 130.3%，原因在 2009 年上半年在金融危机阴影的笼罩下，集装箱吞吐量下降，对半挂牵引车需求减少，2010 年以来全球宏观经济复苏带动国际物流市场需求稳定增长，半挂牵引车需求旺盛。

图10：重卡整车及底盘销量统计



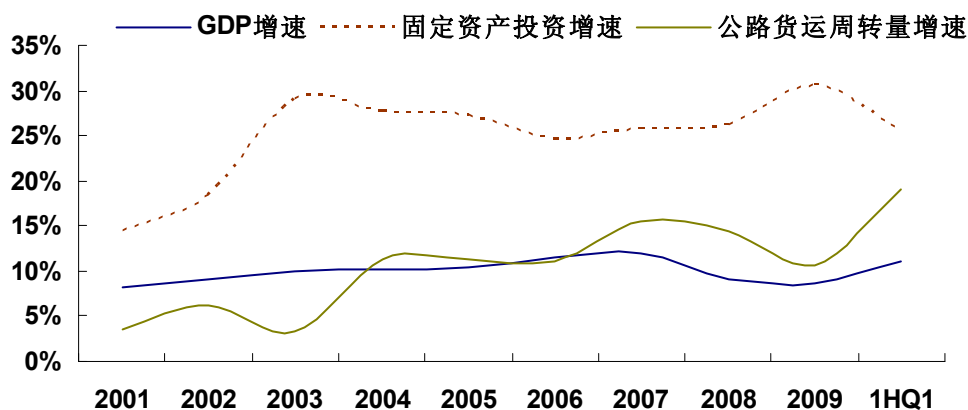
资料来源：招商证券

图11：半挂牵引车销量统计



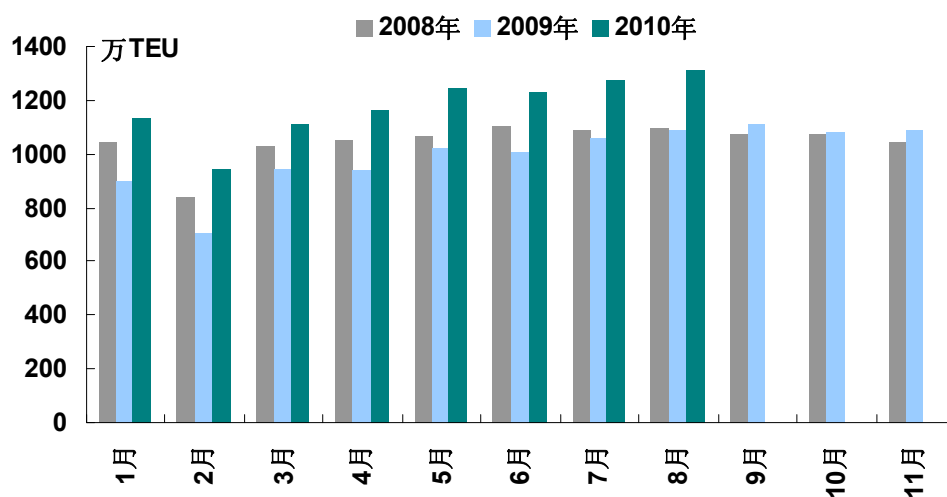
资料来源：招商证券

图12: 宏观经济状况



资料来源: 招商证券

图13: 主要港口月度集装箱吞吐量

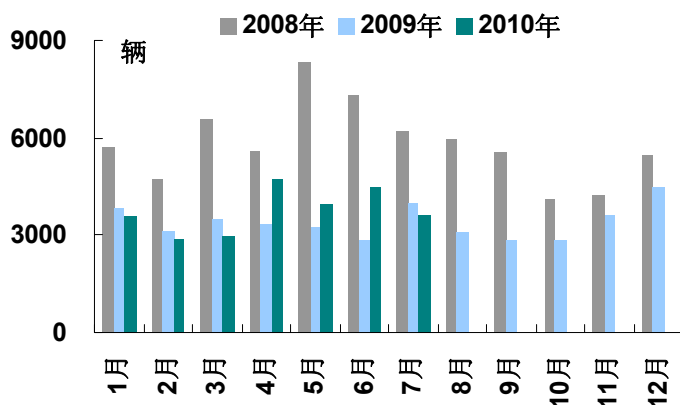


资料来源: 招商证券

重卡出口恢复至正增长。

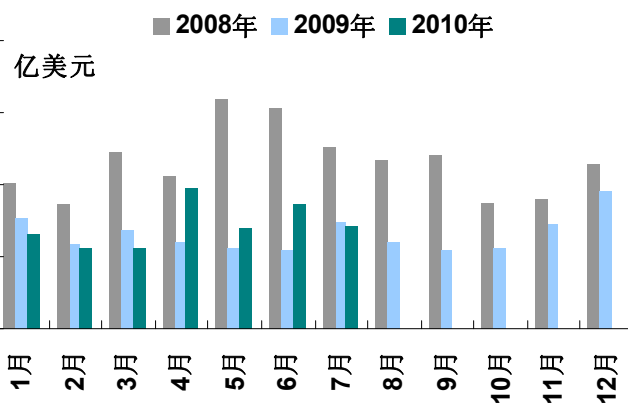
2010年1-7月,重卡出口累计销量26293辆,同比增长9.86%。主要出口地区经济复苏带动重卡需求增加,中国重卡产品性价比优势明显。

图14: 重卡出口销量统计



资料来源: 招商证券

图15: 重卡出口金额统计

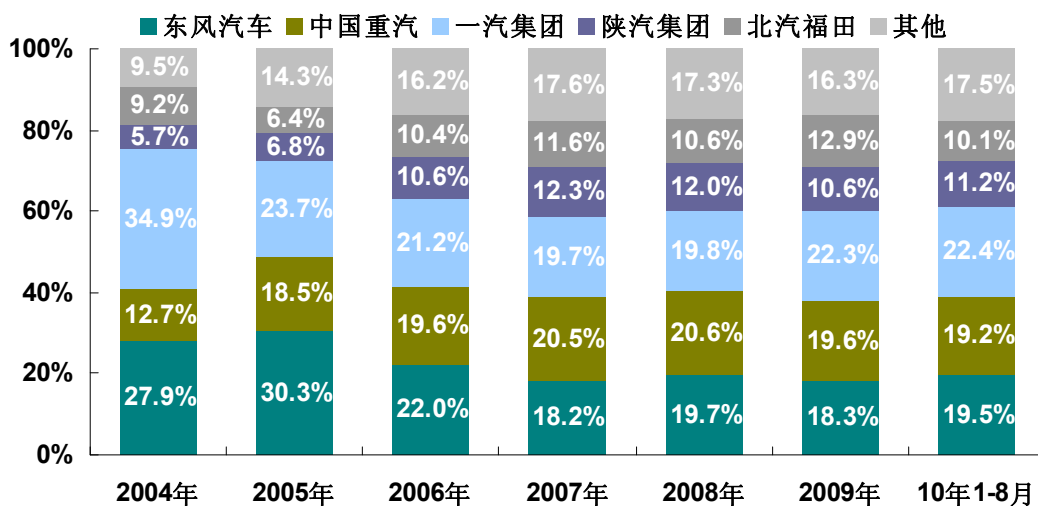


资料来源: 招商证券

重卡厂商市场份额基本保持稳定。

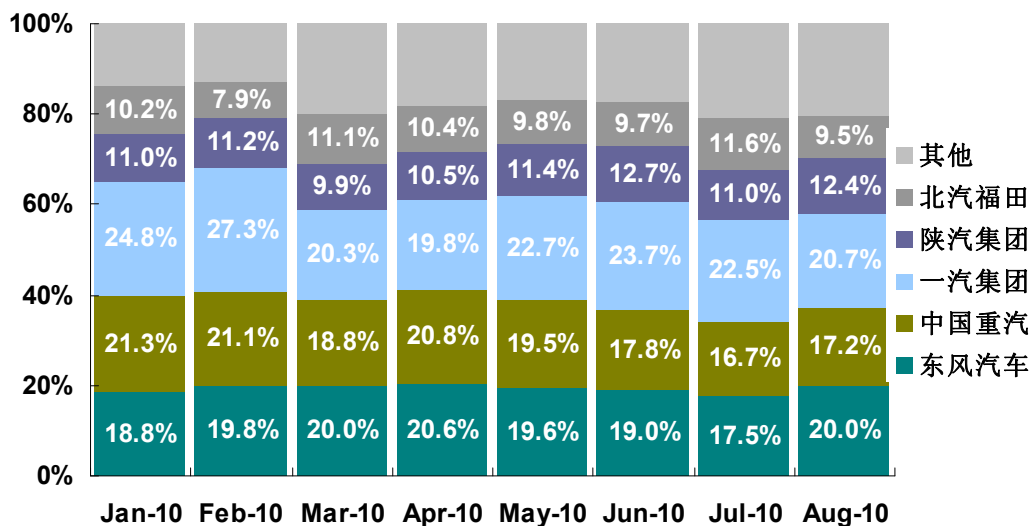
2010年1-8月，份额领先前五家厂商的合计份额为82.5%，市场竞争状况总体保持稳定；我们认为中国重卡厂商格局已经基本形成，东风、重汽和一汽位于第一集团，陕汽和北汽福田位于第二集团，市场份额逐渐提高，我们判断未来新进入厂商对现有重卡生产厂商格局产生的冲击较小。

图16: 重卡市场份额状况



资料来源：招商证券，CAAM

图17: 重卡月度市场份额状况



资料来源：招商证券，CAAM

预计2010年重卡销量增速31%，全年销量“前高后低”。

我们预计2010年下半年，固定资产投资增速有望继续维持稳定，工程类重卡需求仍有保障，同时物流和集装箱市场景气回升，将带动公路重卡和半挂牵引车需求出现一定增长，但由于上半年经销商渠道库存增加，下半年厂商销量将环比上半年大幅下降。

龙头公司具有投资价值。

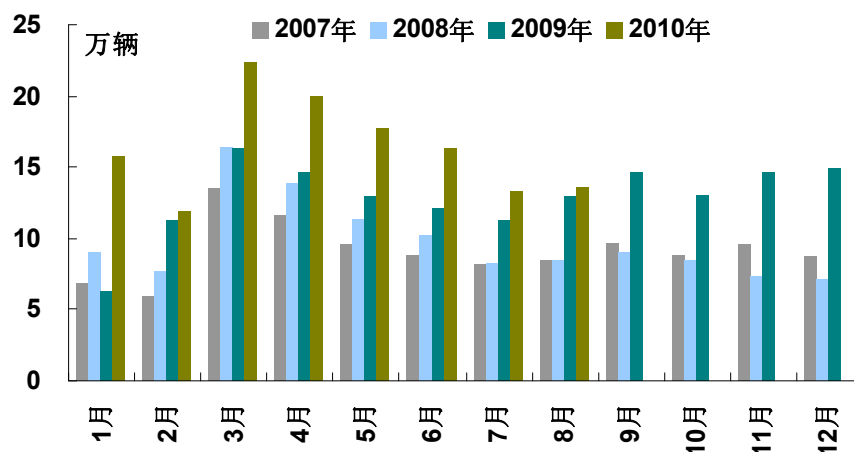
2010年重卡产业链各环节盈利情况较好，我们重点推荐估值较低、盈利能力相对稳定的潍柴动力。

五、轻卡市场—需求将保持稳定增长

上半年轻卡市场景气度较高，三季度月度销量出现季节性回落。

2010年1-8月，轻卡累计销量130.8万辆，同比增长34%；7-8月，轻卡消费逐渐进入传统销售淡季，厂商排产月度环比下降，经销商库存有所增加。

图18：轻卡月度销量统计

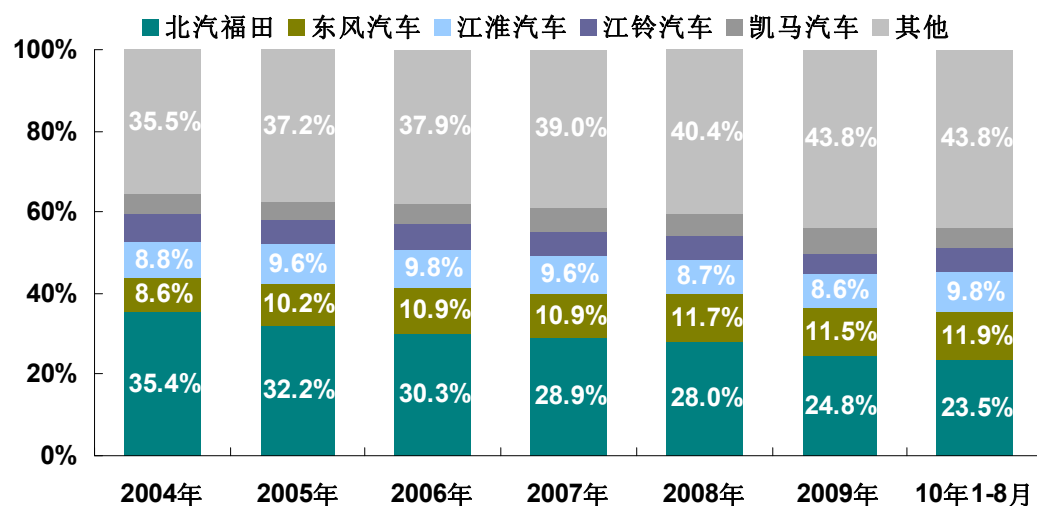


数据来源：招商证券，CAAM

轻卡市场竞争仍然激烈。

2010年1-8月，轻卡市场前5大厂商份额合计为56.2%，市场集中度略有下降，其中北汽福田市场份额最高，达到23.5%，略有下降，轻卡市场竞争日趋激烈。

图19：轻卡市场份额



数据来源：招商证券，CAAM

四季度轻卡行业毛利率水平将有所下降。

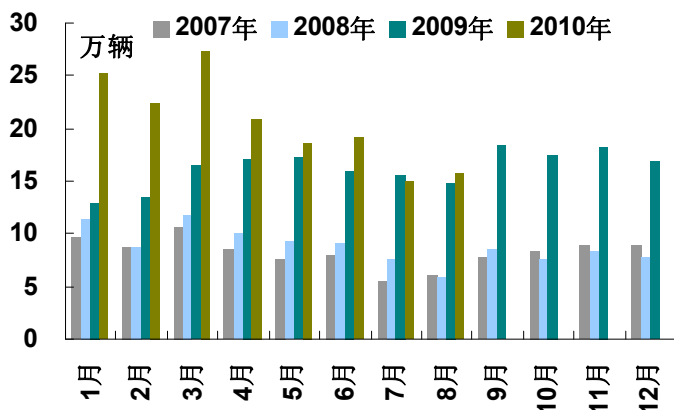
2010年上半年，部分轻卡厂商主动调整了产品价格，但销量水平较高使得轻卡厂商的毛利率依然相对较高，而未来市场竞争从低端逐渐向高端延续，且原材料价格上涨将影响轻卡盈利能力，我们预计毛利率水平将下降。

六、微车—市场景气下降在预期之内

微车市场景气不断下降。

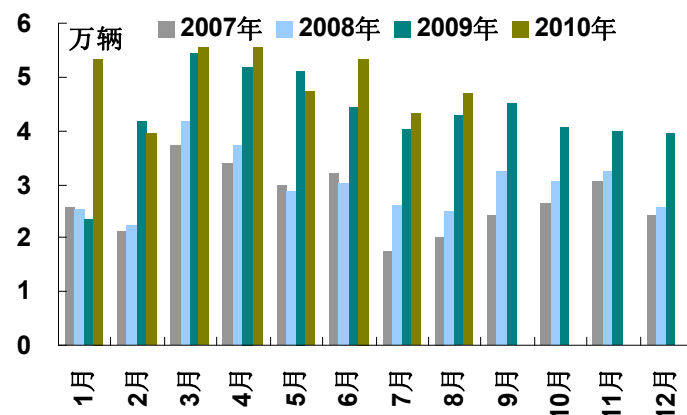
2010 年 1-8 月微客累计销量为 164.4 万辆，同比增长 33.0%，微卡累计销量为 40.1 万辆，同比增长 14.9%；微车市场月度销量出现月度回落趋势，厂商和经销商库存均呈现不断上升趋势。

图20：微客月度销量统计



资料来源：招商证券

图21：微卡月度销量统计

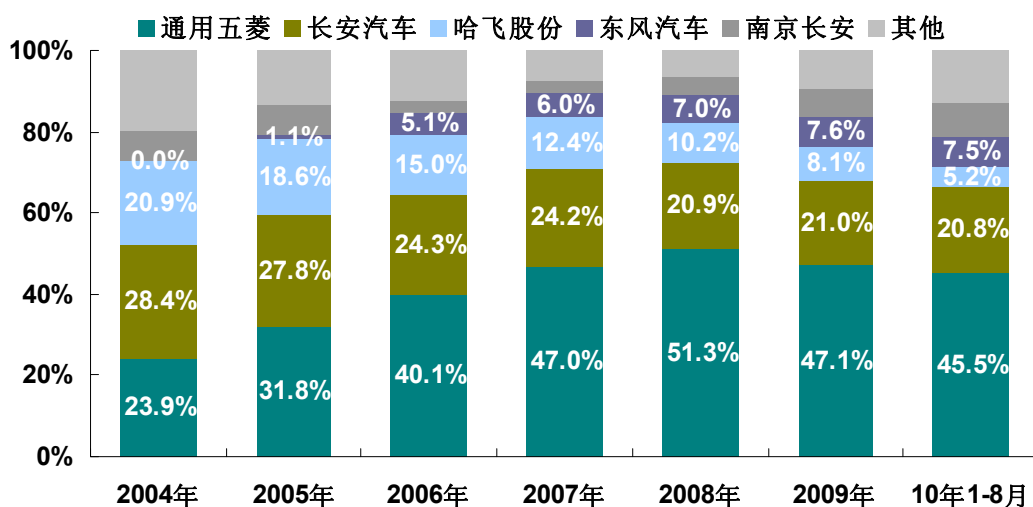


资料来源：招商证券

微车市场竞争将不断加剧。

微车市场中上汽通用五菱和长安汽车处于领先地位，品牌优势突出，销售网点较多，市场份额较高，09 年受到产能瓶颈制约，市场份额有所下降；由于微车市场进入壁垒较低，奇瑞、海马等厂商投产速度较快，行业竞争趋势将更加激烈。

图22：微客市场份额统计



数据来源：招商证券，CAAM

2010 年微车盈利能力将下滑。

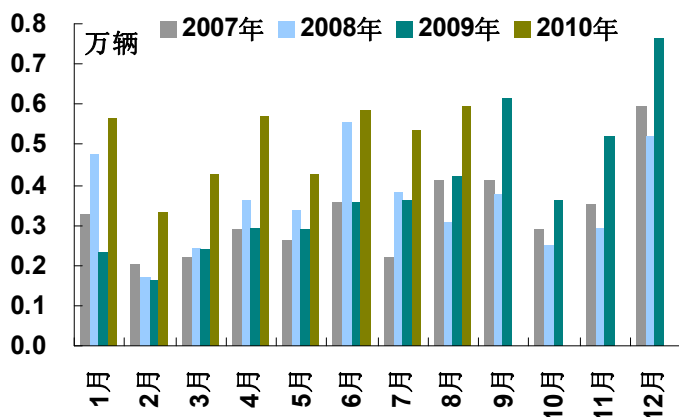
我们预计 2010 年微客销量增长 17%，但由于市场竞争激烈，产品附加值较低，原材料成本上涨等因素，微车行业盈利景气度将下滑。

七、客车—行业竞争格局稳定

2009 年基数较低，大中客市场上半年实现高增长。

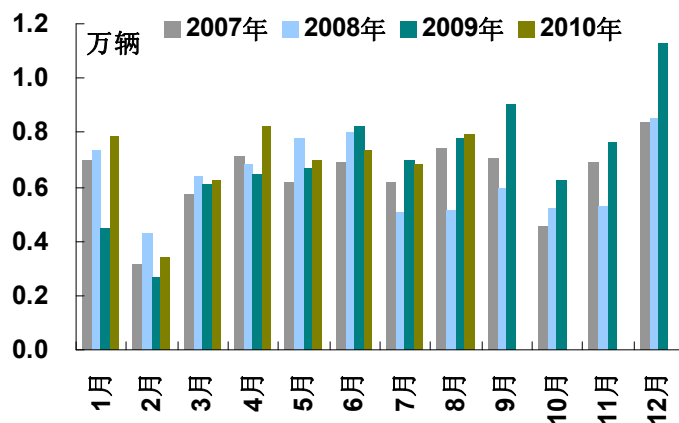
2010 年 1-8 月，大客累计销量 4.05 万辆，同比增长 72.3%，中客销量为 5.49 万辆，同比增长 11.2%。

图23：大客月度销量统计



资料来源：招商证券

图24：中客月度销量统计

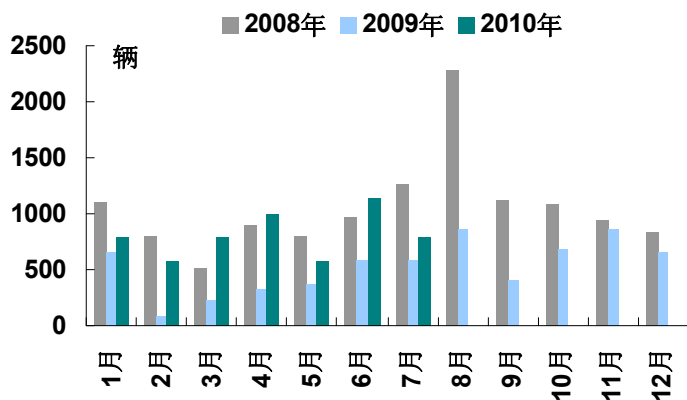


资料来源：招商证券

大中客市场出口短期内有所复苏。

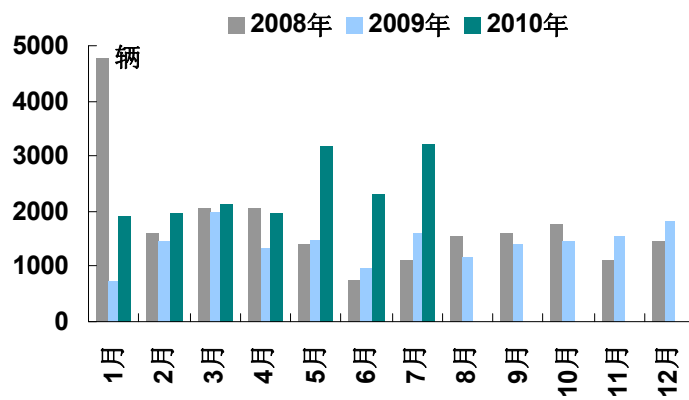
2010 年 1-7 月，大客（座位≥30）出口销量 5617 辆，同比增长 96.9%，中客（10≤座位≤29）出口销量 16707 辆，同比增长 75.1%。

图25：大客（座位≥30）出口销量统计



资料来源：招商证券

图26：中客（10≤座位≤29）出口销量统计



资料来源：招商证券

未来客车行业稳定增长。

目前国内客车需求已经进入了稳定需求阶段，城市间客运市场面临高速铁路的竞争越来越激烈，而公交公司公益性质越来越明显，客车毛利率难以提高；未来客车销量增长弹性将主要来自于出口市场的复苏；对于整车企业而言，新能源汽车的推广带来的盈利提高并不明显。

客车行业竞争格局较好。

大中客市场“三龙一通”主导市场的格局依然维持，行业盈利水平保持稳定，未来随着宇通等龙头企业的扩产，行业重新洗牌不可避免，龙头企业的市场份额有望进一步增强，市场集中度将有所提高。

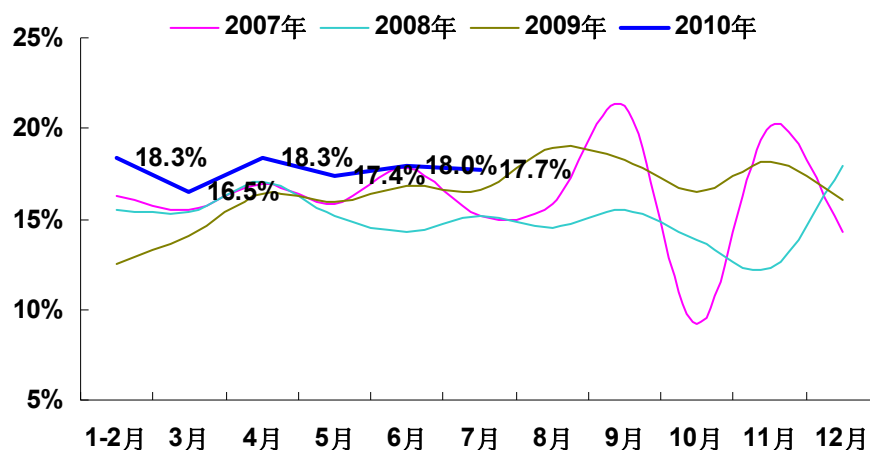
九、投资策略

1、投资策略

我们预计 2010 年行业销量 1724 万辆，同比增长 27%。我们预计 4 季度汽车行业消费将保持平稳，超预期和低于预期的可能性均较小，预计全年销量增长 27%，其中轿车增长 23%，重卡增长 51%，客车销量增长 22%。

行业毛利率有下降压力。2010 年前三季度行业毛利率保持较高水平，4 季度行业整体产能利用率下降带来的降价压力、成本上升压力将影响行业毛利率，明年毛利率水平将低于 2010 年平均水平。

图27：汽车行业单月毛利率统计



数据来源：招商证券，CAAM

表 2：汽车销量统计与预期

汽车行业年度销量					汽车行业年度销量增速		
	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2008 年	2009 年	2010E
汽车总销量	877	936	1362	1724	7%	46%	27%
乘用车合计	630	675	1032	1318	7%	53%	28%
轿车	473	504	746	919	7%	48%	23%
MPV	23	20	25	44	-13%	24%	76%
SUV	36	45	66	127	25%	46%	94%
交叉型乘用车	99	106	195	228	8%	84%	17%
商用车合计	248	261	331	405	5%	27%	23%
卡车合计	213	228	295	362	7%	29%	23%
重卡	48	54	64	96	13%	18%	51%
中卡	23	21	25	26	-9%	21%	3%
轻卡	110	117	155	185	7%	32%	20%
微卡	32	36	51	55	11%	43%	7%
客车合计	35	33	35	43	-6%	7%	22%
大客	4	4	5	7	6%	16%	47%
中客	8	8	8	9	-1%	4%	7%
轻客	23	21	22	28	-9%	7%	23%

资料来源：招商证券

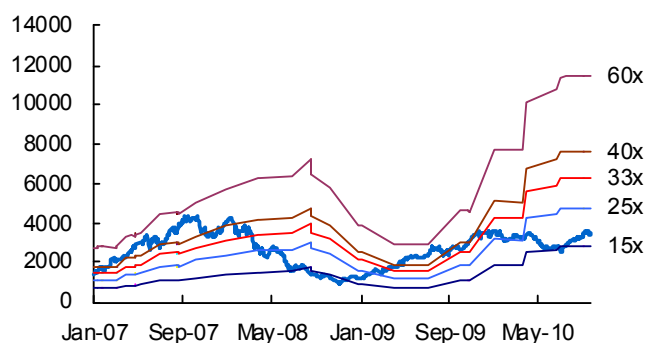
我们投资标的选择如下：

- **乘用车重点推荐上海汽车、一汽轿车。**我们认为上海汽车和一汽轿车产品结构较好，主要集中于中高端乘用车，市场竞争力较强，盈利能力稳定。
- **商用车领域，继续推荐潍柴动力和星马汽车。**物流市场稳定增长，同时固定资产投资有望保持较高增速；潍柴动力盈利能力突出，估值相对较低；关注星马汽车资产整合后公司的投资机会。
- **核心零部件企业的投资价值依然存在。**在 2010 年汽车行业销量增速放缓的预期下，汽车行业整体盈利水平将出现下降，其中整车企业的下滑弹性相对较高，而零部件企业向下弹性相对较小，核心零部件企业有望通过其行业地位和产品竞争力规避盈利水平下滑的趋势；我们重点推荐独立零部件企业威孚高科、福耀玻璃、中鼎股份、天润曲轴和松芝股份等；三大车企的配套企业一汽富维、华域汽车和东风科技的发展前景依然较好，有望超越各自集团的发展速度。
- **关注汽车行业整合带来的投资机会，推荐一汽轿车和广汽长丰。**一汽集团有望在 2011 年完成整体上市，一汽轿车必将受益于一汽集团强化自主品牌的长期发展战略；广汽长丰经过广汽集团的经营整合后，新产品陆续推出将带动企业发展迈上新台阶。
- **关注汽车行业节能减排领域的投资机会。**推荐节能减排长期受益公司威孚高科和云内动力；新能源汽车领域我们建议关注锂电池产业链节点型公司和资源类公司，包括西藏矿业、中信国安、江苏国泰、佛塑股份等。

2、风险提示

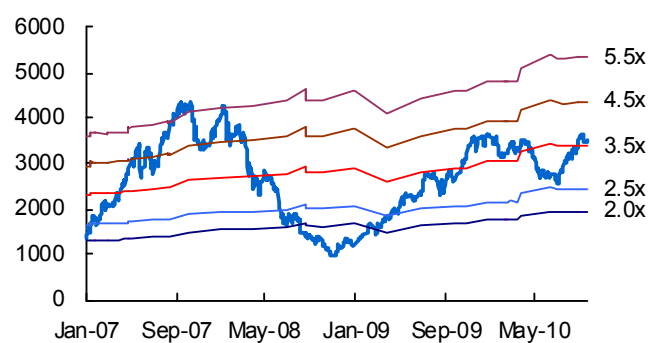
- 1) 宏观经济发展低于预期；
- 2) 国家新能源汽车发展相关政策和补贴力度低于预期；
- 3) 成本上升压力加大将影响行业盈利水平。

图28: 汽车行业历史PE Band



资料来源: 招商证券

图29: 汽车行业历史PB Band



资料来源: 招商证券

表 3: 盈利预测与估值比较

类别	股价	09EPS	10EPS	11EPS	10PE	11PE	PB	评级
乘用车	一汽轿车	17.87	1.00	1.36	1.54	13	12	3.5 强烈推荐 A
	上海汽车	16.54	0.77	1.30	1.53	13	11	2.9 审慎推荐 A
	长安汽车	10.86	0.46	1.00	1.08	11	10	2.5 中性-A
	一汽夏利	7.79	0.11	0.40	0.45	19	17	3.4 中性-A
	广汽长丰	11.44	0.05	0.55	0.86	21	13	2.5 强烈推荐 A
商用车	宇通客车	20.28	1.08	1.50	1.70	14	12	5.5 审慎推荐 A
	江铃汽车	29.10	1.22	2.00	2.30	15	13	4.6 审慎推荐 A
	中国重汽	22.30	1.02	2.10	2.30	11	10	2.8 审慎推荐 A
	福田汽车	20.12	1.13	2.10	2.30	10	9	4.2 审慎推荐 B
	江淮汽车	9.99	0.26	0.75	0.90	13	11	2.8 审慎推荐 A
零部件	星马汽车	17.61	0.44	1.30	1.26	14	14	4.7 审慎推荐 A
	潍柴动力	75.00	4.09	5.98	6.66	13	11	4.2 审慎推荐 A
	一汽富维	29.30	1.68	2.36	2.73	12	11	3.3 审慎推荐 A
	福耀玻璃	11.56	0.56	0.90	1.08	13	11	4.7 强烈推荐 A
	威孚高科	22.32	0.79	1.55	1.86	14	12	3.9 强烈推荐 A
	华域汽车	12.45	0.59	0.92	1.07	14	12	2.6 审慎推荐 A
	中鼎股份	17.22	0.47	0.75	0.95	23	18	8.0 审慎推荐 A
	天润曲轴	20.25	0.47	0.82	1.15	25	18	3.1 审慎推荐 A
	松芝股份	28.41	0.63	1.15	1.50	25	19	11.6 强烈推荐 A

资料来源: 招商证券

表 4: 汽车行业国际估值比较

地区	类别	中文	国家	货币	股价	滚动	EPS		滚动	PE		PB	近 1 月表现
							2010E	2011E		2010E	2011E		
香港	PV	东风	CH	HKD	14.5	0.17	1.13	1.21	10.6	11.0	10.4	3.3	27.4%
	PV	骏威	HK	HKD	4.23	0.04	0.32	0.36	14.3	11.3	10.2	1.9	0.0%
	PV	吉利	HK	HKD	3.59	0.03	0.20	0.24	16.2	15.3	12.8	3.2	39.1%
	PV	长城	CH	HKD	18.54	0.22	1.49	1.79	10.8	10.8	8.9	2.1	10.4%
	PV	华晨	HK	HKD	4.97	0.02	0.17	0.22	26.2	24.8	19.9	4.0	52.0%
	CV	潍柴动力	CH	HKD	81.95	0.95	6.27	6.75	10.9	11.3	10.5	4.0	32.6%
	CV	中国重汽	CH	HKD	7.76	0.06	0.47	0.52	15.2	14.2	13.0	1.1	2.9%
	CV	庆铃	CH	HKD	2.36	0.02	0.12	0.13	18.0	17.0	15.9	0.7	16.3%
日本	PV	丰田	JN	JPY	3095	0.72	153	225	46.3	20.1	13.7	0.9	5.2%
	PV	本田	JN	JPY	3015	1.60	274	288	20.4	11.0	10.5	1.3	7.3%
	PV	日产	JN	JPY	715	0.11	59	74	68.8	12.1	9.6	1.1	9.8%
	PV	铃木	JN	JPY	1831	0.67	79	100	29.3	23.3	18.4	1.1	8.5%
	PV	大发	JN	JPY	1066	0.54	101	109	21.5	10.5	9.8	1.3	-0.6%
	PV	马自达	JN	JPY	202	-0.08	4.43	14.06	N/A	45.6	14.4	0.7	5.8%
	CV	三菱	JN	JPY	110	0.01	1.28	2.54	127.6	85.7	43.2	N/A	2.8%
	CV	日野	JN	JPY	405	-0.06	26.29	39.73	N/A	15.4	10.2	1.1	6.9%
	CV	富士重工	JN	JPY	507	-0.23	48.39	55.43	N/A	10.5	9.1	1.0	5.6%
	CV	五十铃	JN	JPY	307	0.05	25.52	30.61	62.0	12.0	10.0	1.7	7.0%
亚洲其他	PV	现代	SK	KRW	161500	8.58	16714	18746	14.8	9.7	8.6	1.6	17.0%
	PV	马鲁蒂	IN	INR	1480	1.92	87.85	99.46	16.3	16.8	14.9	3.5	21.4%
	PV	起亚	SK	KRW	37350	3.11	2306	2637	9.5	16.2	14.2	2.0	21.1%
	PV	合顺	MA	MYR	6.78	0.15	0.55	0.63	13.3	12.2	10.8	1.9	3.5%
	PV	裕隆	TA	TWD	56	0.02	1.97	1.91	77.8	28.4	29.3	1.5	22.1%
	PV	中华	TA	TWD	25.2	0.02	0.92	1.22	40.6	27.5	20.7	0.9	28.6%
	PV	陈唱	MA	MYR	5.95	0.09	0.40	0.48	19.0	14.9	12.4	2.5	25.3%
	PV	双龙	SK	KRW	9200	-20.39	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.4	2.4%
	CV	马辛德拉	IN	INR	694.3	0.95	45.19	52.32	15.4	15.4	13.3	3.9	13.5%
	CV	塔塔	IN	INR	1085	1.03	95.40	122.12	22.3	11.4	8.9	7.5	9.5%
	CV	阿瑟克雷兰	IN	INR	73.9	0.07	N/A	N/A	23.2	N/A	N/A	2.7	2.9%
	CV	阿瑟克雷兰	IN	INR	73.9	0.07	N/A	N/A	23.2	N/A	N/A	2.7	2.9%
欧洲	PV	大众	GE	EUR	82.14	6.57	6.07	7.91	17.4	13.5	10.4	1.0	14.5%
	PV	戴姆勒	GE	EUR	46.66	2.13	3.69	4.46	30.5	12.6	10.5	1.5	21.5%
	PV	宝马	GE	EUR	50.12	2.95	3.87	4.81	23.6	13.0	10.4	1.6	19.9%
	PV	奥迪	GE	EUR	607.9	52.01	41.60	52.14	16.3	14.6	11.7	2.4	3.9%
	PV	菲亚特	IT	EUR	11.17	-0.21	0.23	0.85	N/A	49.2	13.2	1.2	19.5%
	PV	保时捷	GE	EUR	36.59	-17.10	-0.95	4.70	N/A	N/A	7.8	0.4	-0.6%
	PV	雷诺	FR	EUR	37.93	2.05	3.68	5.65	25.8	10.3	6.7	0.5	16.6%
	PV	标致	FR	EUR	25.45	2.95	3.50	4.38	12.0	7.3	5.8	0.4	22.2%
	CV	沃尔沃	SW	SEK	98.8	-0.01	5.06	7.61	N/A	19.5	13.0	2.8	14.8%
	CV	曼	GE	EUR	79.65	-2.56	3.61	5.27	N/A	22.1	15.1	2.1	16.0%
	CV	斯堪尼亚	SW	SEK	149.5	0.84	10.10	11.14	24.4	14.8	13.4	4.6	10.7%
	CV	斯堪尼亚	SW	SEK	149.5	0.84	10.10	11.14	24.4	14.8	13.4	4.6	10.7%
美国	PV	福特	US	USD	12.56	1.82	1.78	1.84	6.9	7.1	6.8	N/A	8.7%
	CV	帕卡	US	USD	47.69	0.64	1.19	2.42	74.5	40.1	19.7	3.5	13.3%
	CV	奥什科什	US	USD	26.95	8.06	8.98	3.33	3.3	3.0	8.1	2.1	1.8%

资料来源: 招商证券

3、公司简介

(1) 福耀玻璃—增长模式转变、成长空间巨大

ROE 有望持续保持高位、市场空间巨大。

目前公司在国内投资布局已经基本完成，海外业务拓展顺利进行，逐渐成长为国际汽车玻璃行业巨头；发展模式从规模扩张的外延式增长模式逐渐转变成通过提高产能利用率、研发新产品、提高管理效率的内生型增长模式。

维持“强烈推荐-A”投资评级。

预计 2010 年 EPS0.90 元，对应 PE 估值 12.9 倍，作为独立零部件行业龙头公司，估值相对较低，公司未来有望保持大比例分红，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 5：福耀玻璃盈利预测

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	5166	5717	6079	7600	9116	11026
同比增长	33%	11%	6%	25%	20%	21%
营业利润(百万元)	962	281	1473	2074	2471	2862
同比增长	53%	-71%	424%	41%	19%	16%
净利润(百万元)	917	246	1118	1801	2167	2508
同比增长	60%	-73%	354%	61%	20%	16%
每股收益(元)	0.92	0.12	0.56	0.90	1.08	1.25
P/E(倍)	12.6	94.1	20.7	12.9	10.7	9.2
P/B(倍)	3.3	7.1	5.3	4.4	3.5	2.9

资料来源：招商证券

(2) 威孚高科—长期受益于行业销量增长和技术升级

核心竞争优势突出，未来发展思路清晰。

公司定位为工程动力核心零部件企业，依托自身加工制造实力以及与博世公司稳定合作关系，公司主业发展方向明确，未来有望逐渐成为发动机进气系统（增压器和滤清器）、燃油喷射系统和尾气后处理系统的集成供应商。

维持“强烈推荐-A”评级。

公司主要业务发展方向均围绕排放标准升级进行，我们预计公司 2010 年 EPS1.55 元，未来公司发展将充分受益于行业销量水平提高和技术升级，发展前景较好。

表 6：威孚高科盈利预测

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3121	3033	3081	5020	6171	7559
同比增长	17%	-3%	2%	63%	23%	23%
营业利润(百万元)	286	245	465	966	1148	1391
同比增长	106%	-14%	89%	108%	19%	21%
净利润(百万元)	230	193	448	878	1054	1277
同比增长	147%	-16%	132%	96%	20%	21%
每股收益(元)	0.41	0.34	0.79	1.55	1.86	2.25
P/E(倍)	54.9	65.5	28.2	14.4	12.0	9.9
P/B(倍)	5.3	5.1	4.4	3.5	2.8	2.2

资料来源：招商证券

(3) 中鼎股份—业务范围不断拓展，处于快速成长期

内延增长和外延扩张并重，公司处于快速成长期。

公司在汽车家电等传统配套行业市场份额稳步提高，同时铁路设备、军工等行业开拓快速发展，出口业务进展顺利，业务规模处于快速发展时期。公司技术优势突出，新产品收入占比较高，同时规模效应不断体现，与下游主机厂商配套关系稳定，近年来公司毛利率基本保持在 30% 左右，保证收入增长同时利润稳定增长。

维持“审慎推荐-A”投资评级。

考虑到公司的行业地位以及未来盈利的快速增长，我们认为应该给予一定估值溢价是合理的，继续维持“审慎推荐-A”投资评级。

表 7：中鼎股份盈利预测

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	625	1025	1474	2457	3054	3799
同比增长	182%	64%	44%	67%	24%	24%
营业利润(百万元)	99	154	241	403	520	638
同比增长	12801%	55%	57%	67%	29%	23%
净利润(百万元)	98	133	200	319	404	497
同比增长	-1860%	36%	50%	59%	27%	23%
每股收益(元)	0.31	0.42	0.47	0.75	0.95	1.17
P/E(倍)	55.4	40.6	36.6	23.0	18.1	14.7
P/B(倍)	11.9	11.3	8.7	6.3	4.8	3.7

资料来源：招商证券

(4) 一汽富维—平台优势突出，将受益于一汽集团发展

平台资源奠定公司优势，外延式扩张带来增长。

作为一汽集团内部零部件业务发展平台，公司与一汽集团旗下主机厂配套关系相对稳定，其“平台优势”明显优于其他零部件企业；我们认为，外延式发展是公司未来非常确定的增长模式，后续项目值得期待。

估值水平较低，维持“审慎推荐-A”投资评级。

公司本部业务将逐渐扭亏为盈，参股公司投资收益稳定增长，同时新业务开拓顺利进行，未来业绩增长可期；我们认为按 2010 年 EPS 的 15 倍估值相对合理，给予目标价 35.4 元。

表 8：一汽富维盈利预测

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	3324	3476	3565	5160	5350	5500
同比增长	34%	5%	3%	45%	4%	3%
营业利润(百万元)	48	188	343	544	629	715
同比增长	1551%	295%	83%	59%	16%	14%
净利润(百万元)	48	190	355	499	577	656
同比增长	2641%	295%	87%	41%	16%	14%
每股收益(元)	0.23	0.90	1.68	2.36	2.73	3.10
P/E(倍)	129.2	32.7	17.5	12.4	10.7	9.5
P/B(倍)	5.4	4.7	3.8	3.0	2.4	2.0

资料来源：招商证券

(5) 上海汽车—盈利能力相对较高，管理能力保证长期发展

中高端乘用车景气度相对较高。

目前中高端乘用车经销商库存水平相对较低，车价下降水平较少，行业景气度依然较高，公司旗下合资企业上海通用和上海大众长期占据国内合资品牌销量和盈利水平前三甲，在中高端乘用车领域竞争优势突出；同时相比于国内其他自主品牌车企，公司自主品牌荣威和名爵产品定位相对较高，随着规模效应的逐渐体现，公司自主品牌业务有望扭亏。

维持“审慎推荐-A 投资评级”。

公司作为“最优秀的本土化”企业，公司发展战略明确，管理水平较高，我们继续维持“审慎推荐-A”投资评级。

表 9：上海汽车盈利预测

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	104384	105892	139636	272290	313133	363235
同比增长	434%	1%	32%	95%	15%	16%
营业利润(百万元)	5578	-970	8413	23719	27667	31787
同比增长	273%	-117%	-967%	182%	17%	15%
净利润(百万元)	4638	656	6573	11087	13043	14981
同比增长	233%	-86%	902%	69%	18%	15%
每股收益(元)	0.71	0.10	1.00	1.30	1.53	1.76
P/E(倍)	23.4	165.2	16.5	12.7	10.8	9.4
P/B(倍)	2.9	3.1	2.6	2.6	2.1	1.8

资料来源：招商证券

(6) 潍柴动力—股价基本反映下半年重卡行业悲观预期

重卡行业景气逐渐下行，公司抵御行业风险能力相对突出。

2010 上半年重卡行业景气度较高，三季度开始重卡销量水平逐渐下滑，四季度有可能出现旺季不旺格局，行业整体景气处于下降阶段；公司作为行业盈利能力最强的环节，盈利下降幅度将小于行业，抵御行业风险能力较强。

把握公司长期投资价值，维持“强烈推荐-A”投资评级。

我们认为潍柴动力作为核心零部件供应商，盈利能力突出；我们认为按 2010 年 EPS 5.98 元的 12-15 倍 PE 估值相对合理，目标估值区间 71.8-89.7 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

表 10：潍柴动力盈利预测

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	29261	33128	35525	52780	59571	68104
同比增长	313%	13%	7%	49%	13%	14%
营业利润(百万元)	3206	2626	4528	6878	7659	8493
同比增长	260%	-18%	72%	52%	11%	11%
净利润(百万元)	2019	1931	3407	4983	5547	6158
同比增长	173%	-4%	76%	46%	11%	11%
每股收益(元)	3.88	2.32	4.09	5.98	6.66	7.39
P/E(倍)	19.3	32.3	18.3	12.5	11.3	10.1
P/B(倍)	6.1	7.8	5.3	3.8	3.1	2.5

资料来源：招商证券

(7) 松芝股份—业绩增长曲线清晰，有望实现跨周期成长

业绩增长曲线清晰。

公司发展战略明确，形成了大中型客车空调、乘用车空调、轨道车空调机组和冷藏车制冷机组的多产品梯次发展局面。

有望实现跨周期成长，可享受相对高估值。

大中客市场周期性相对较弱，乘用车空调业务处于市场占有率快速提升的阶段，而轨道车空调机组和冷藏车制冷机组处于市场开拓阶段，公司业务有望跨越汽车行业周期，实现高速增长；我们认为公司按 2011 年 EPS1.50 元的 25-30 倍 PE 估值相对合理，目标估值区间 37.5-45.0 元，首次给予公司“强烈推荐-A”投资评级。

表 11：松芝股份盈利预测

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	806	920	1394	1852	2475
同比增长	3%	14%	52%	33%	34%
营业利润(百万元)	148	186	347	455	589
同比增长	-11%	25%	87%	31%	30%
净利润(百万元)	116	152	276	361	467
同比增长	-11%	31%	82%	31%	29%
每股收益(元)	0.48	0.63	1.15	1.50	1.95
P/E(倍)	58.7	44.9	24.7	18.9	14.6
P/B(倍)	14.8	11.1	3.9	3.3	2.7

资料来源：招商证券

(8) 华域汽车—盈利增长稳定，估值相对较低

上汽集团外部配套客户不断开拓。

2010 年上半年公司向上汽集团旗下企业销售商品和材料占总销售收入的 73.52%，上汽集团良好的经营情况奠定了公司盈利基础；未来公司将不断开拓集团外和国外配套客户，发展速度有望超过上汽集团。

给予目标估值区间 12.8-14.7 元。

我们预计公司 2010 年汽车业务 EPS 为 0.92 元，按 2010 年 EPS 的 13-15 倍估值相对合理，加上每股金融资产价值 0.86 元，目标估值区间 12.8-14.7 元，继续维持“审慎推荐-A”投资评级。

表 12：华域汽车盈利预测

会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	5529	5425	24668	38975	45991	53809
同比增长	9%	-2%	355%	58%	18%	17%
营业利润(百万元)	290	-447	2690	4530	5266	6090
同比增长	66%	-254%	-702%	68%	16%	16%
净利润(百万元)	254	-36	1531	2376	2760	3189
同比增长	43%	-114%	-4335%	55%	16%	16%
每股收益(元)	0.21	-0.02	0.59	0.92	1.07	1.23
P/E(倍)	60.1	-507.1	21.0	13.5	11.7	10.1
P/B(倍)	3.6	6.6	2.6	2.3	2.1	1.9

资料来源：招商证券

参考报告:

- 1、《从产业发展现状，寻找综合实力较强企业》2007/3/2。我们在本篇报告中提出投资汽车产业，公司综合实力决定未来。
- 2、《自主品牌将成为未来利润增长点》2007/1/22 业内最早挖掘一汽轿车（000800）投资价值的开篇报告。
- 3、《最优秀的国际化本土汽车企业》2007/6/18 深度揭示上海汽车（600104）的投资价值，定位为优秀的国际化本土企业。
- 4、《汽车行业 2009 年投资策略报告》2008/12 看好乘用车，看空商用车。
- 5、《汽车行业 2009 年中期投资策略报告》2009/6 看好乘用车，看空商用车。
- 5、《新能源汽车行业系列报告之一-新能源汽车是汽车工业的发展方向》2008/10 提出混合动力的发展是国内汽车工业发展的主要机会，对新能源汽车翔实的启蒙篇介绍。
- 6、《美国汽车公司的未来及对中国汽车工业的影响-短期难破产，长期生产转移为必然》2008/12 金融危机下长期对中国汽车工业的影响分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；入围2008年新财富最佳分析师，2009年新财富最佳分析师上榜并获得水晶球奖项。现为新能源行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。