

徐敏锋

执业证书编号: S0730210030005

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

政策退出后销量增长压力巨大

——汽车行业 2011 年投资策略

研究报告-行业策略

弱于大市（下调）

日期: 2010 年 11 月 22 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2010EPS	2011EPS	2011PE	评级
中大股份	1.02	1.22	16.58	增持
一汽轿车	1.30	1.45	12.79	增持
宇通客车	1.55	1.76	11.94	增持
金龙汽车	0.43	0.48	19.35	增持
万里扬	1.04	1.31	23.05	增持
云内动力	0.46	0.49	28.96	增持

注: 股价为 2010 年 11 月 12 日收盘价

汽车行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

20100932 汽车行业 2010 年四季度投资策略: 汽车服务业发展潜力巨大.....10 年 9 月 14 日

20100532 汽车行业 2010 年下半年投资策略: 厂家主动减产, 轿车有望反弹.....10 年 5 月 17 日

联系人: 马嵌琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

刺激政策退出后汽车销量存在下滑可能, 行业利润率或将出现拐点, 行业景气度下降。存在主题性投资机会。

投资要点:

- **政策是汽车销量增速波动的关键因素。**在中国人均汽车保有量极低的国情下, 汽车销量保持较快增长不足为奇。汽车市场发展的历史表明政策是影响销量增速变化的关键原因。2009 年以来, 国家陆续出台了多项政策以支持汽车产业发展, 汽车销量增速惊人, 2010 年有望达到 1800 万辆。其中 1.6L 以下轿车和交叉乘用车受益最多。
- **本轮刺激政策退出后销量增长压力巨大。**美、日、德等国为应对金融危机和拯救汽车行业, 相继推出了汽车市场刺激政策, 通过一系列的补贴来拉动汽车消费市场, 效果显著。但在政策实施结束后都出现了销量的大幅下滑。中国在年初减少购置税优惠政策后, 也出现了中短期的零售销量下滑现象。因此可以预见未来主要政策退出后, 销量增长压力巨大。预计明年销量将与今年持平或略低。另外社会舆论关注于交通拥堵、空气污染等焦点, 也不利于政策延续或新政策的推出。
- **行业利润率或将出现拐点。**在汽车价格稳定情况下, 行业毛利率波动较小。销量增长不理想情况下, 产能利用率会下滑, 同时原材料价格上升压力大, 明年行业毛利率稳定略降。竞争加剧和通货膨胀情形下, 费用率上升的可能性很大。2009 年以来持续上升的行业利润率将出现拐点。在销量和盈利水平平均不佳, 而补贴政策退出的状况下, 行业利润无疑会受损。
- **投资策略。**鉴于政策退出后, 汽车销量存在下滑可能, 行业利润率或出现拐点, 下调行业评级至“弱于大市”。建议短期回避, 待明年销量形势明朗或有新政策出台再调整。相对来说, 1.6L 以上轿车、客车等将有更好的增速表现; 长期看好汽车服务业的发展潜力。零部件方面, 建议关注因政策标准调整带来市场规模增长的部分领域, 以及产品领域扩大的企业。并购重组将是企业实现增长的重要方式。建议继续关注未来可能出台具体支持政策的自主品牌业务和新能源汽车。
- **风险提示:** (1) 政策调整; (2) 汽车销量增长不确定; (3) 原材料和汽车价格大幅波动; (4) 海外市场贸易保护主义加剧。

目录

1. 政策是销量增速波动的关键因素	4
1.1 去年以来汽车销量增速惊人	4
1.2 汽车市场的政策作用史	6
2. 政策退出后行业走向分化	10
2.1 政策退出将造成销量增速回落	10
2.2 明年汽车销量增长难言乐观	12
2.3 未来细分行业走向迥异	13
3. 行业盈利能力或现拐点	16
3.1 毛利率稳定略降	16
3.2 费用率或将上升	17
4. 相对估值比较	19
5. 投资策略	20
6. 重点公司限售股解禁情况	21
7. 风险提示	21
8. 重点公司	21

图目录

图 1: 近几年月度汽车销量同比增速.....	5
图 2: 不同国度人均汽车保有量比较.....	6
图 3: 购车人群形成过程模拟	7
图 4: 轿车销量增速	8
图 5: 公路货运周转量增速	8
图 6: 重卡销量增速	8
图 7: 实施计重收费省市数量与公路货运量比例	9
图 8: 德国新车注册量同比增速变化.....	11
图 9: 美国汽车年化销量变化	11
图 10: 日本国内汽车销量同比增速变化	11
图 11: 按中汽研数据计算的年化销量.....	12
图 12: 城市人均道路面积.....	13
图 13: 2011 年细分行业销量增速预测	14
图 14: 1.6L 以上轿车销量增速.....	14
图 15: 大中客销量与增速.....	15
图 16: 中国客车出口量	15
图 17: 近几年 SUV 销量	15
图 18: 汽车价格指数.....	16
图 19: 历年汽车行业毛利率与税前利润率	17
图 20: 2009 年以来汽车行业重点企业毛利率与税前利润率	17
图 21: 汽车行业重点企业费用率	18
图 23: 近 8 年汽车行业 TTM 整体法市盈率变化趋势	20
图 23: 近 8 年汽车行业整体法市净率变化趋势	20

表目录

表 1: 2009 年以来汽车产业主要支持政策（对销量）	5
表 2: 2010 年前 9 月分车型销量及与 2009 年和 2007 年同期比较	6
表 3: 主要汽车市场刺激政策实施与退出情况	10
表 4: 重点公司估值分析表	19
表 5: 重点公司限售股解禁时间表及解禁比例	21

1. 政策是销量增速波动的关键因素

1.1 去年以来汽车销量增速惊人

2009 年以来，为促进经济发展，国家陆续出台了多项政策以支持汽车产业发展。

2008 年 12 月 19 日，国务院发布通知决定自 2009 年 1 月 1 日起实施成品油税费改革，取消原在成品油价外征收的公路养路费、航道养护费、公路运输管理费、公路客货运附加费、水路运输管理费、水运客货运附加费等六项收费；逐步有序取消政府还贷二级公路收费；将价内征收的汽油消费税单位税额每升提高 0.8 元，柴油消费税单位税额每升提高 0.7 元，其他成品油消费税单位税额相应提高；并完善成品油价格形成机制。

2009 年 1 月 14 日，国务院常务会议通过《汽车产业调整和振兴规划》，决定从 2009 年 1 月 20 日开始，对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5%征收车辆购置税；从 2009 年 3 月 1 日开始，国家安排 50 亿元，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买 1.3 升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴；增加老旧汽车报废更新补贴资金；清理取消限购汽车的不合理规定；中央财政安排补贴资金，支持节能和新能源汽车在大中城市示范推广等。在此基础上，国家相关部委相继发布了相关细则，形成了购置税优惠、汽车下乡、以旧换新和新能源汽车示范推广补贴四大政策。后期也对部分政策进行了调整，其中汽车下乡补贴对象有所扩大，以旧换新补贴力度加强，购置税优惠从 2010 年 1 月起优惠幅度减至 2.5%。

2010 年 6 月 1 日财政部等发布通知决定开展私人购买新能源汽车补贴试点，选择 5 个城市编制私人购买新能源汽车补贴试点实施方案，最高补贴达到 6 万元/辆。后期试点城市逐步扩大。

同期财政部等发布《“节能产品惠民工程”节能汽车推广实施细则》，决定对消费者购买 1.6L 以下符合一定排放标准的节能汽车给予一次性定额补助，补助标准为 3000 元/辆。

除上述这些政策以外，各地方政府也出台了相关配套政策，清理了一些不利于汽车产业发展的障碍。

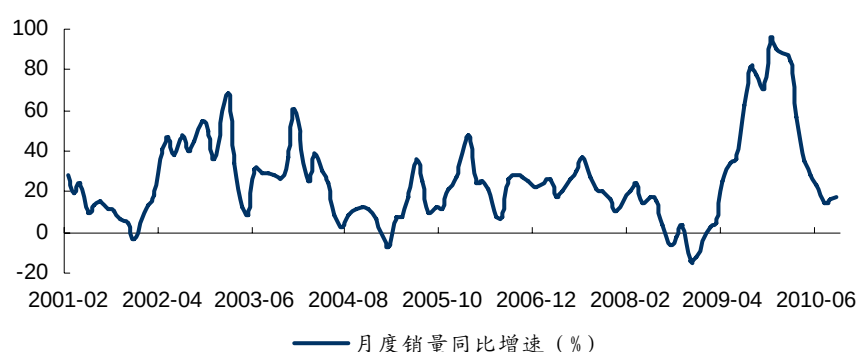
毋庸置疑，这些政策对实现汽车销量的快速增长功勋显赫。2009 年汽车销量达到 1364 万辆，同比增长 46.15%，创出历史最高增速。在此基础上，虽然月度销量有所波动，但在后续政策的刺激下，2010 年汽车销量有望达到 1800 万辆，同比增长 31%。如果对比 2007 年的 879 万辆，销量增长已经达到惊人的 1 倍有余。

表 1: 2009 年以来汽车产业主要支持政策（对销量）

政策	主要影响车型	影响程度	发布或生效时间	计划退出时间
成品油价格与税费改革	大部分车型	大	2009 年 1 月	无
购置税优惠	1.6L 以下乘用车	大	2009 年 1 月	2010 年 12 月
汽车下乡	交叉乘用车、轻微卡	大	2009 年 3 月	2010 年 12 月
以旧换新	大部分车型	小	2009 年 6 月	2010 年 12 月
新能源示范推广补贴	多种新能源车	中	2009 年 2 月	-
私人购买新能源汽车补贴	新能源乘用车	小	2009 年 6 月	2012 年 12 月
节能产品补贴	1.6L 以下节能乘用车	大	2010 年 6 月	-

资料来源：中原证券

图 1: 近几年月度汽车销量同比增速



资料来源：中原证券，CAAM

整体来看，汽车产业支持政策对汽车的购置、保有和更新等环节都有影响，最终效果都会归结到新车的购置上。由于上述政策都有针对性，因此对相应车型的销量影响巨大。刺激作用最大的当属 1.6L 以下轿车和交叉乘用车。我们取金融危机和刺激政策前的 2007 年作为基准，对细分车型销量增速进行比较。其中上述两类车型的销量增速居前，都在 100% 以上，仅低于表现突出的 SUV。而影响较小的 1.6L 以上轿车增速仅为 45%，年复合增长率不到 15%。

表 2: 2010 年前 9 月分车型销量及与 2009 年和 2007 年同期比较

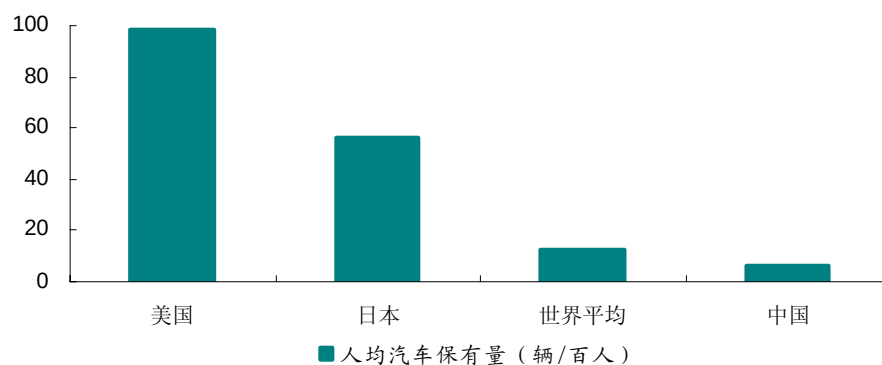
	2010 年 1-9 月销量 (万辆)	比 2009 年同期增长 (%)	比 2007 年同期增长 (%)
1.6L 以下轿车	469.52	30.46	135.59
1.6L 以上轿车	210.92	30.93	45.89
MPV	31.45	88.62	90.23
SUV	93.91	112.66	273.10
交叉乘用车	183.95	29.24	153.09
中重卡	99.83	53.68	79.85
轻微卡	191.81	26.26	79.75
大中客	11.11	26.47	28.37
轻客	21.33	29.65	27.94
合计	1313.84	35.97	103.44

资料来源: 中原证券, CAAM

1.2 汽车市场的政策作用史

不可否认, 中国人均汽车保有量仍处于较低水平, 与发达国家差距很大, 因此 21 世纪以来的这几年, 国内汽车销量保持较快增长不足为奇。但其中增速变化幅度较大, 我们研究发现, 政策是影响这一变化的重要原因。

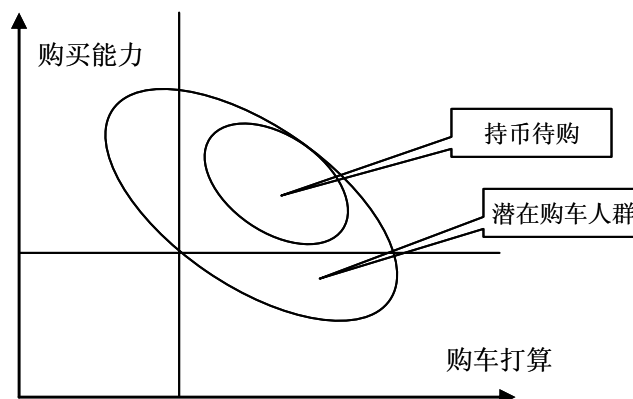
图 2: 不同国别人均汽车保有量比较



资料来源: 中原证券, CAAM

轿车需求的基础是国民收入和财富增长过程中消费欲望的释放。相对于每年释放的消费需求, 潜在购车人群相当庞大。在购买能力稳定变动的情况下, 购车打算受消费政策环境影响巨大, 导致每年需求释放的力度不一样。

图 3：购车人群形成过程模拟



资料来源：中原证券

2001 年批准的《十五规划纲要》首次提到了“鼓励轿车进入家庭”，国家开始认可私人购买轿车的大趋势。在这之前，虽然私人购车比例也有所增加，但更多的是国家机关、企事业单位购买用于公务和商务。

世纪之初，轿车的消费环境并不好，各地各部门设立各种名目的税费，并对购车环节设置了许多限制条件。2002 年国家计委开展机动车和路桥收费专项检查。这次行动取消了部分不合理的购车阶段收费和运行阶段收费，减少了限制购车的一些规定，开启了私人轿车消费新时代。

一方面，自 2001 年加入 WTO 后，进口汽车关税逐年下调；另一方面国家逐步放开外资汽车企业进入中国市场，使得汽车供给大幅增加，因此国内偏高的汽车价格快速下降。这对 2002-2003 年轿车销量增长功不可没。

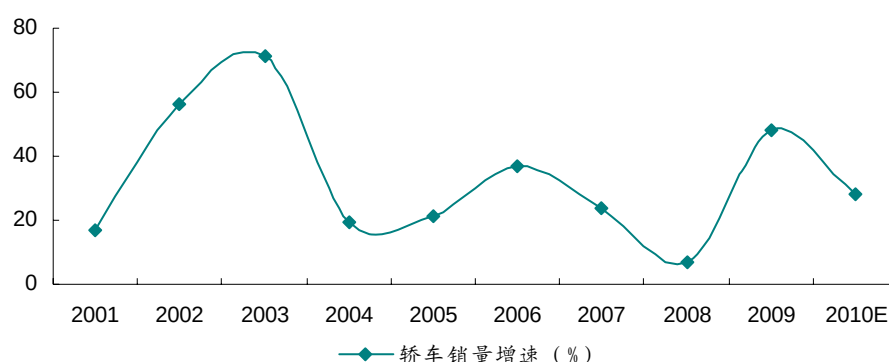
但在没有新增刺激政策的环境下，政策作用的边际效应递减，在 2003 年高增长的基础上，2004 年出现了增长颓势。这其中也有轿车价格持续下跌造成的持币待购现象。

自 1994 年设立消费税以来，国家于 2006 年首次大规模调整汽车消费税，减小小排量轿车税率，增加大排量产品税率，同时限令各地取消对小排量车的种种限制措施。受益于此的 1-1.5L 排量轿车销量增幅较大。

2006-2007 年期间国民经济增长迅猛，资产价格上升，居民财富增长较快，因此大中排量轿车销量也获得了快速增长。

2008 年 9 月份开始调整的汽车消费税进一步体现限大放小的思路，在此基础上，2009 年以后陆续出台了购置税减免政策、节能产品补贴政策等。这些政策的综合效果就是 2009-2010 年轿车特别是小排量轿车销量的惊人增长。

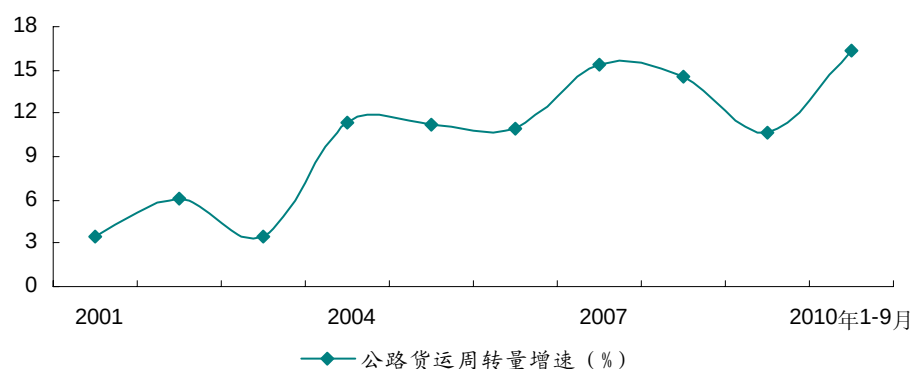
图 4: 轿车销量增速



资料来源: 中原证券, CAAM

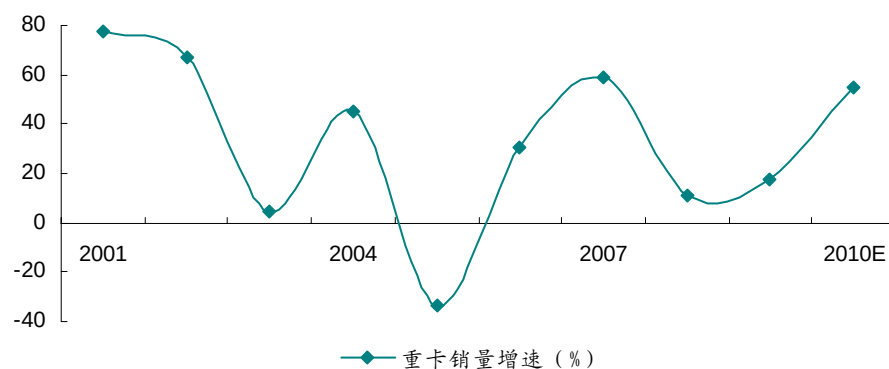
货车销量增长的基础因素是经济增长带来的货运规模增长。从历年来看, 货运量和货运周转量增速与 GDP 增速保持在同一水平。由于近几年高速公路里程快速增长, 公路货运业发展迅猛, 规模比例提升, 公路货运周转量增速上升并维持在高位。这是近几年货车特别是重卡销量快速增长的基本原因。

图 5: 公路货运周转量增速



资料来源: 中原证券, WIND

图 6: 重卡销量增速

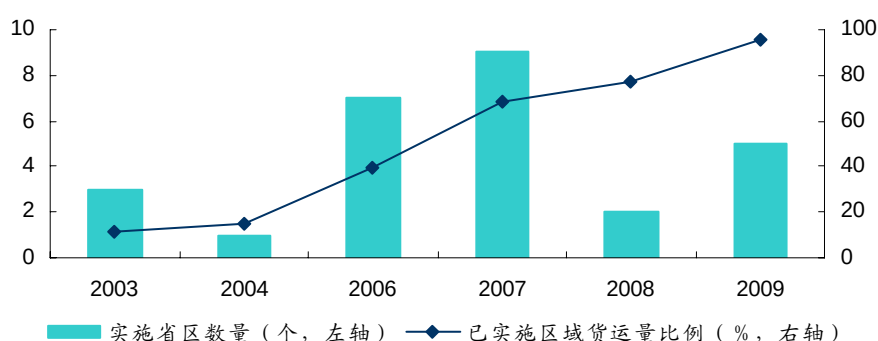


资料来源: 中原证券, CAAM

但近几年重卡销量在增长的同时，波动幅度异常大，而且期间出现过同比下降情况。这主要是不同时期，各项政策和事件对重卡行业有重大影响。

从 2003 年江苏、河南、青海在高速公路（包括一些高等级干线公路）实施计重收费开始，其后每年陆续有部分省市加入这一行列。计重收取过路费使得重卡超载运行的通行成本上升，经济效益下降，部分遏制了超载行为。加上这一时期国家加大力度治理超载超限，因此重卡的单车运输能力有所下降，使得所需的重卡保有规模上升，带动了相应年度的重卡销量增长，比如 2003-2004 年、2006-2007 年等。

图 7：实施计重收费省市数量与公路货运量比例



资料来源：中原证券，WIND

2009 年开始实施成品油税费改革，取消固定额度的养路费等多项收费，同时提高成品油消费税。对于燃油消耗量较高的重卡来说，其成本结构有所变化，固定成本下降而浮动成本上升，也就降低了重卡的盈亏平衡点，而且按一般运行里程计算其运行成本还有所下降，这带动了重卡销量的扩大。并且燃油成本的上升、以旧换新政策和排放政策趋紧加速了原有重卡的更新频率。金融危机过后的 2009-2010 年重卡销量出现大幅增长，预计 2010 年重卡销量增长超过 55%，有望达到 100 万辆规模。

除了上述事件外，2003 年非典危机、2005 年宏观调控和 2008 年金融危机都对重卡销量增长产生影响，其中 2005 年甚至出现了 33% 的负增长。另外，2009 年开始的国家 4 万亿投资计划也刺激了当期的重卡需求。

总结来看，不管是以轿车为代表的乘用车还是重卡为代表的商用车，都受益于经济的快速增长，但不同年度间的增长波动更多来源于国家政策的影响。

2. 政策退出后行业走向分化

2.1 政策退出将造成销量增速回落

为应对金融危机和拯救汽车行业，主要汽车产业大国都相继推出了汽车市场刺激政策，通过一系列的补贴政策来拉动汽车消费，从而带动经济发展。德国在 2009 年 1 月开始实施“旧车换新车”补贴政策，补贴总额高达 50 亿欧元。美国于 2009 年 7 月推出“旧车换现金”计划，追加后的补贴总额为 30 亿美元。日本也于 2009 年 8 月开始实施节能环保车补贴政策，补贴总额为 6000 亿日元。

表 3：主要汽车市场刺激政策实施与退出情况

国家	政策	开始实施时间	政策退出时间
德国	以旧换新补贴	2009 年 1 月	2009 年 11 月
美国	旧车换现金计划	2009 年 7 月	2009 年 8 月
日本	节能环保车补贴	2009 年 8 月	2010 年 9 月

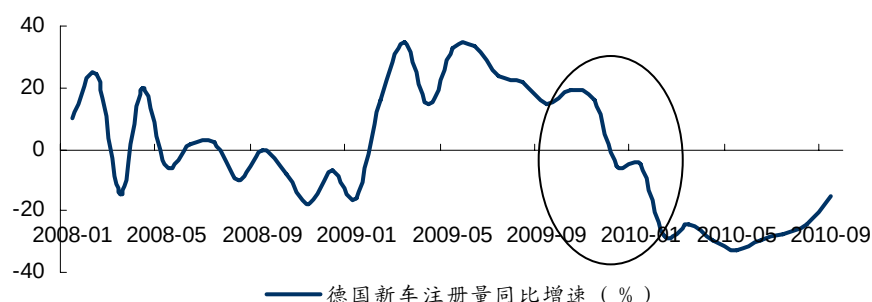
资料来源：中原证券，CEIC

这些国家汽车市场已经成熟，汽车保有量庞大，旧车比例高，因此内容相近的以旧换新补贴政策效果显著。德国在实施刺激政策后，新车销量快速回升，同比增速大都在 20% 以上，部分月份甚至超过 30%。美国在实施政策 7-8 月份内汽车销量突增，30 亿美元的补贴在不到两个月的时间内就发放完毕，刺激效果超出预期。日本在实施政策后，汽车销量也快速回升，平均增速达到 20%，效果明显。从全球来看，政策刺激无疑是有效的。

但刺激政策毕竟是有时限的。上述三国的实施期短则两个月，长则一年，在政策实施结束后都出现了销量的大幅下滑。德国在政策结束前后几个月销量的增速从增长 20% 跌落到下降 20%。由于美国政策持续时间短，政策退出后影响相对较小，但 9 月份销量也出现了大幅度的下滑。日本市场政策退出前后的对比更加明显，节点前后几个月的增速差距高达 60 个百分点。

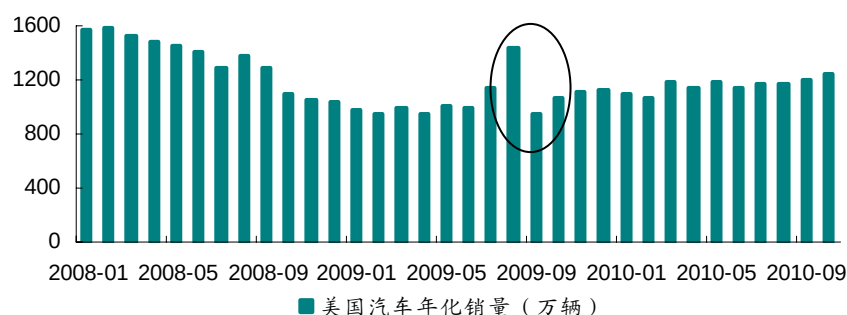
因此从这几个市场可以看出，刺激政策的退出会造成后期销量的下滑，而且刺激政策作用时间越长，其后遗症越大。

图 8: 德国新车注册量同比增速变化



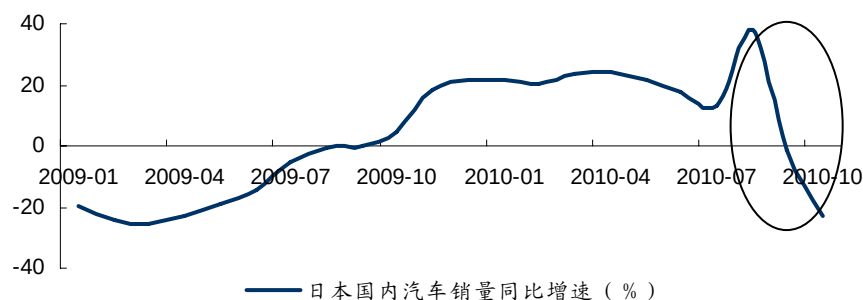
资料来源：中原证券，CEIC

图 9: 美国汽车年化销量变化



资料来源：中原证券，CEIC

图 10: 日本国内汽车销量同比增速变化

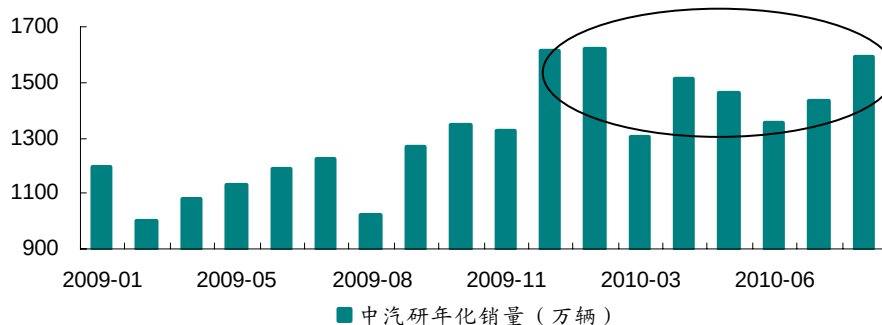


资料来源：中原证券，CEIC

中国的情况也是如此。2010 年 1 月 1 日开始，购置税优惠幅度由 5% 减少至 2.5%。刺激政策不是退出而只是减弱，但对销量的影响已经很大。由于中汽研销量数据以上牌量为基础，可以较好反映汽车零售情况，因此我们分析了这一节点前后的年化销量变化（去除了季节性因素影响）。可以明显看到 2009 年销量逐月上升的趋势在 2010 年 1 月后戛然而止（1 月份的较高销量是

因为汽车上牌的滞后性),销量开始大幅下滑,并且这种趋势持续了半年,直到2010年8月开始,因节能产品补贴政策的推出才有所好转。

图 11: 按中汽研数据计算的年化销量



资料来源: 中原证券, 中汽研

2.2 明年汽车销量增长难言乐观

我们有理由相信,如果部分政策按期在今年年底结束,那么2011年汽车销量增长压力巨大,不排除出现下降情况。

2009-2010年汽车销量的增长有特殊情况。2009年汽车消费市场的火爆使得一车难求,经销商库存减少,出现零售销量多于批发销量的情况。综合各方数据和信息,并考虑2009年年底部分厂家对销量的“隐藏”以及未满足需求的超额订单(指超出一般订单周期的额外部分),我们估计这一差异在100万辆左右。也就是说,2009年实际零售销量估计达到1464万辆。

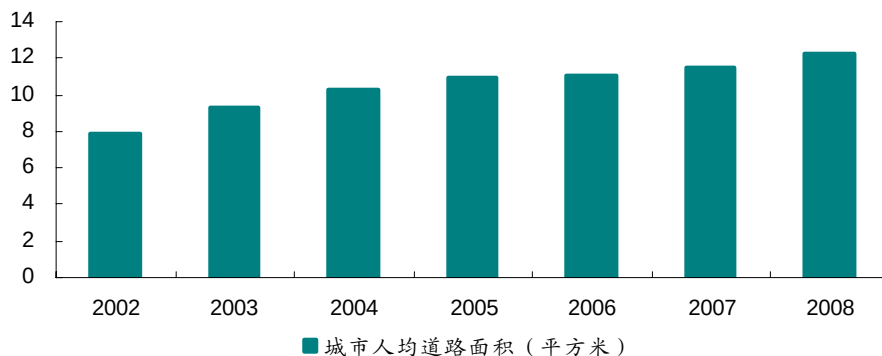
按目前的产销量水平预计2010年批发销量在1800万辆左右。但这之中有部分是进入经销商库存,而未形成零售,特别是在年初,经销商大量进货以补充极低的库存。综合考虑2009年厂家对销量的“隐藏”、年末可能的未满足需求的超额订单和上述补库存因素,预计批发和零售销量差异在120万辆左右。也就是说2010年实际零售销量在1680万辆左右,比2009年估计零售销量1464万辆增长不到15%。而且增长的部分更多是在2009年上半年相对较弱的市场基础上的。

我们考虑部分政策退出和零售市场自然增长两方面因素,估计明年零售销量增速会在-5%到5%之间,再考虑明年年初可能出现的补库存情况,假定增加库存50万辆,那么明年的批发销量会是在1646-1814万辆之间,比2010年持平或略低。

在刺激政策退出这一因素之外,目前社会舆论对进一步刺激汽车销量增长不利,主要焦点在于过量的汽车带来了交通拥堵、空气污染、燃油消耗过量等问题。近几年城市道路建设跟不上汽车保有量的增长,使得交通拥堵情况日益严重。因此各地交通主管部门和相关单位不时会提出或实施限行、限购等限制性措施。其中北京在2008年后开始实施限行、上海一贯实行牌照拍

卖制度、广州也在亚运会前夕实施了限行措施。

图 12：城市人均道路面积



资料来源：中原证券，国家统计局

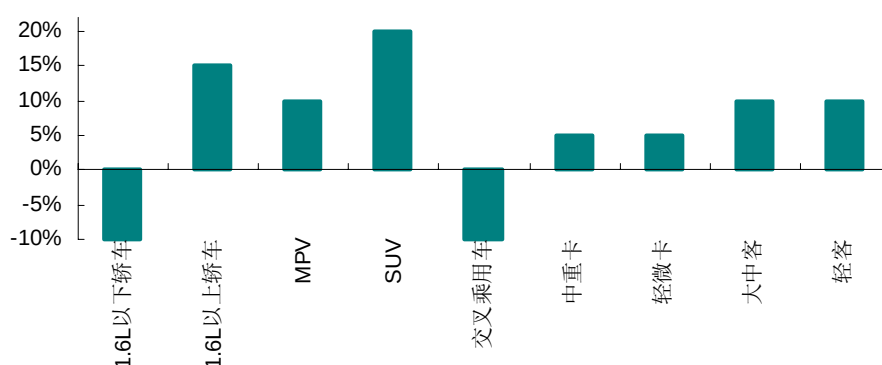
2.3 未来细分行业走向迥异

将于今年年底到期的刺激政策主要是购置税优惠政策、汽车下乡政策和以旧换新政策。明年是否延续存在不确定性。依据目前形势我们判断购置税优惠政策退出可能性最大，次之为汽车下乡政策，再次为以旧换新政策。节能产品补贴政策的出台正是对购置税优惠政策退出的铺垫。实际上国家一直都有以旧换新政策，只是 2009 年以来为扩大版的，扩大了范围和补贴额度。而购置税优惠政策影响范围最大，因此其退出与否是大家关注的焦点。

我们在 2009 年行业策略报告中提出，不管最终政策是否退出，都会造成需求的提前集中释放，而且不确定的时间越长，效果越明显。2009 年年底到 2010 年上半年的行业发展正好验证这一分析。今年形势发展也如去年年底。除了节能产品补贴政策作用外，消费者对政策退出的预期是促成近几个月和年底前销量增长的主要原因。

毋庸置疑，1.6L 以下乘用车是受购置税政策退出影响最大的。轻微卡收益于汽车下乡等，也会有所影响。总体来看，在部分政策（这里假设购置税优惠政策和汽车下乡政策）退出情况下，我们认为明年 1.6L 以下轿车和交叉乘用车销量将会下跌。而 1.6L 以上轿车、大中客、SUV 等几乎没有受益这一轮政策的刺激，反而可以获得不错的销量增长。

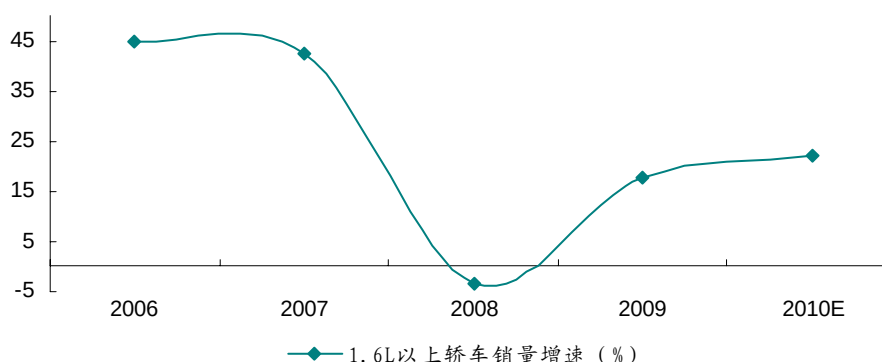
图 13: 2011 年细分行业销量增速预测



资料来源：中原证券

1.6L 以上轿车的销量增长的两个因素是居民财富的增长和 1.6L 以下轿车的退潮。2006-2007 年资产价格大幅上涨，使得居民财富也水涨船高。这是当时 1.6L 以上轿车销量大幅增长的主要原因，而中小排量轿车受政策支持较小，增速反而较低。在流动性泛滥的今天，经济快速增长，资产价格上升已形成趋势。关键是针对 1.6L 以下轿车的刺激政策退出较多，这将导致部分消费者在选择时转向 1.6L 以上车型。

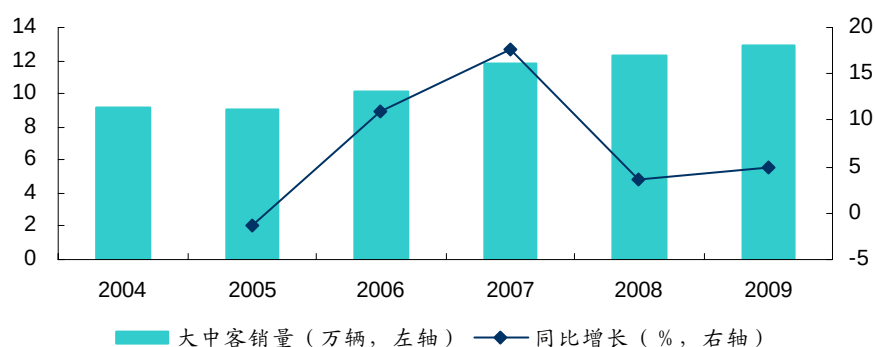
图 14: 1.6L 以上轿车销量增速



资料来源：中原证券，CAAM

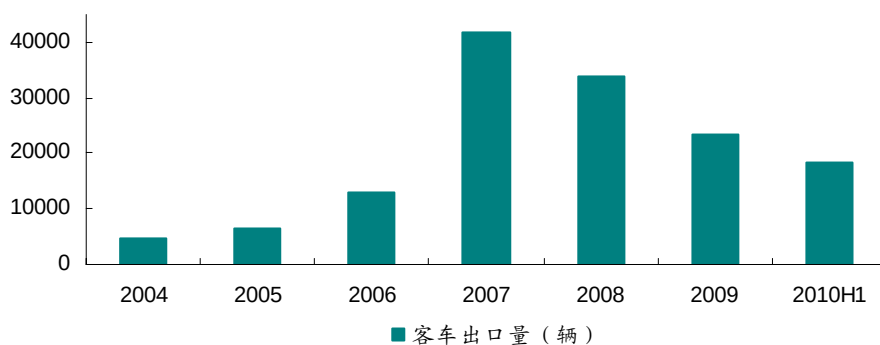
我们在宇通客车报告中提到，高铁与普通动车对公路客运的影响有所不同。普通动车由于价格较低，对同一线路的公路客运产生挤压。但高铁开通后，不仅客流会回流公路，还会带来短途接驳市场。因此总体来说，高铁的建设对客车行业的负面影响没有预期中大。此外中国是全球最大客车生产基地，在中低档客车市场竞争力强，出口市场潜力较大。从近几年的情况看，大中客销量的增长异常稳定。我们预计大中客仍然会保持稳定的增长。

图 15: 大中客销量与增速



资料来源: 中原证券, CAAM

图 16: 中国客车出口量



资料来源: 中原证券, CAAM

SUV 是近两年表现异常突出的细分车型。这一方面是因为近年来合资企业不断引进畅销车型, 自主品牌厂商也取得了长足的进步, 另一方面是因为国民对这一车型的喜爱, 体现了对中高级乘用车强大的消费能力。我们预计这一趋势仍将延续。

图 17: 近几年 SUV 销量



资料来源: 中原证券, CAAM

除了较少受政策影响的产品会获得较好增速外，补贴政策延续的节能产品和可能受国家政策进一步支持的自主品牌轿车也有良好的发展机会。根据媒体透露的汽车行业十二五规划，2015 年中国自主品牌汽车市场比例将进一步扩大，自主品牌乘用车国内市场份额超过 50%，其中自主品牌轿车国内份额超过 40%。但上述两类产品大都局限在 1.6L 以下，受政策退出影响较大，需要国家进一步出台政策支持。

3. 行业盈利能力或现拐点

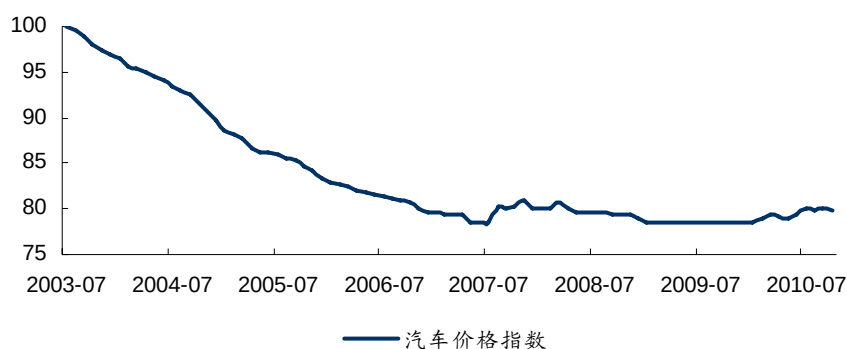
3.1 毛利率稳定略降

2002 年之前，国内汽车市场处于供不应求状态，且轿车主要定位于公商务市场，定价较高，使得这一时期行业毛利率处于很高水平，一度超过 20%。2003 年以后汽车产品供给增加，行业竞争加剧，汽车价格逐年下跌，行业毛利率也回落到 2005 年的 16%。

此后的几年，汽车价格趋于稳定。虽然老产品价格仍会下降，但新产品的陆续推出有助于稳定价格体系。虽然期间有销量增速不同和原材料价格涨跌，但行业毛利率基本在 16% 左右窄幅波动。

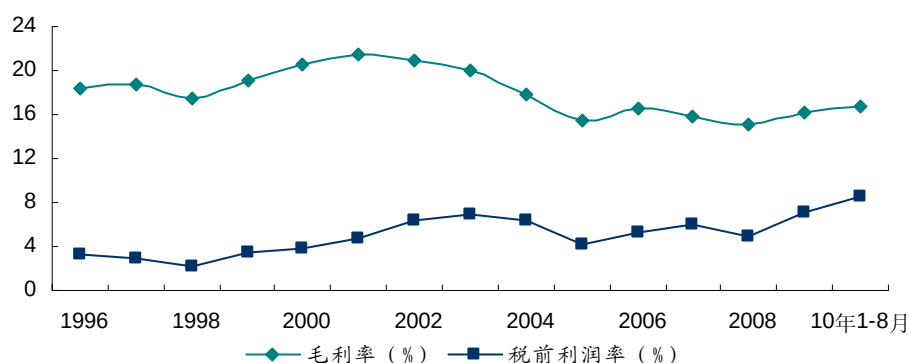
2009 年二季度以后，重点企业毛利率已经恢复至正常水平的 16% 以上，到目前基本维持在 17% 左右。

图 18：汽车价格指数



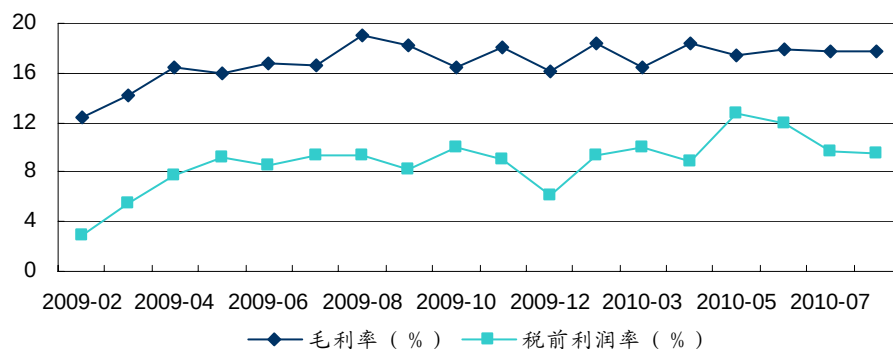
资料来源：中原证券，WIND

图 19：历年汽车行业毛利率与税前利润率



资料来源：中原证券，CEIC

图 20：2009 年以来汽车行业重点企业毛利率与税前利润率



资料来源：中原证券，CAAM

根据我们前期报告的分析，影响毛利率的因素主要是：汽车价格、产能利用率和原材料价格以及产品结构。实际上，如果从汽车行业整个产业链来看，汽车产品价值结构中，原材料成本和折旧摊销比例并不高，更多的是产业链条中的利润、税收、费用和其他开支。因此在汽车价格稳定情况下，行业毛利率波动较小。比如 2009 年在原材料价格大幅下降和销量增长带来产能利用率上升的情况下，行业毛利率提升的幅度并不是非常大。

随着刺激政策退出，明年汽车销量难以再现大幅增长，而部分厂商扩产和新车上市后，竞争加剧，汽车价格有下降可能，同样产能利用率也会下滑。在通货膨胀背景下，原材料价格或难以继续保持低位。实际上，大部分原材料已经或多或少涨价。由于产业链传导的滞后性没有及时体现负面影响。当然刺激政策的退出也会使得产品结构发生变化，盈利能力更好的中高级乘用车比例上升。总体来说，我们判断明年行业毛利率是稳定略降的趋势。

3.2 费用率或将上升

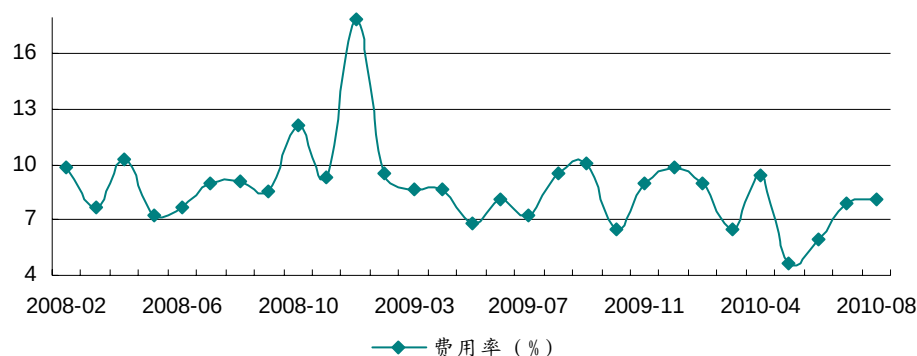
与相对稳定的毛利率不同，行业费用（包含营业税金等）率的波动更大。这与费用弹性较小有关，也可以说，费用的规模效应更明显。从汽车工业发

展以来，国内汽车行业费用率一直处于下降过程中，从 2000 年的 16.72% 下降到 2010 年前 8 月的 8.18%。这其中除了部分年份税费的下降外，更多的是管理效率的提高。

企业一般在年末制定下一年预算，对相关费用开支做出计划。这个预算的基础是汽车销量规模，也就是说按预期的销量增长来制定费用开支规模。实际上这一计划中部分费用的弹性并不大，比如说人员工资、广告费用等。在销量高于预期或者低于预期时，收入规模不同，导致费用率有较大区别。

2008 年下半年，汽车销量增速大幅下滑，费用率出现异常上升。相似地，2009 年开始由于汽车销量大幅增长，费用率又大幅下降，而且显著低于平均水平。2010 年以来，在销量继续较快增长，并有新增刺激政策推出的情况下，市场活跃，行业费用率维持在低位。

图 21：汽车行业重点企业费用率



资料来源：中原证券，CAAM

注：这里的费用包括主营业务税金等

鉴于费用较小的弹性和通货膨胀的经济环境，如果明年汽车销量出现下滑或者仅实现微幅增长，那么费用率上升的可能性很大。

在毛利率稳定或略降而费用率可能上升的情况下，明年汽车行业利润率下降难以避免。实际上在销量仍在增长的 2010 年行业税前利润率也仅仅略有上升。

刺激政策不仅提升了销量，也活跃了市场，稳定了汽车价格。需要看到，国家相关刺激政策的补贴实际上由汽车行业和消费者共同分享。仅计算购置税减免和汽车下乡两项，我们估计 2009-2010 年国家补贴总额达到约 500 亿元（其中汽车下乡约 170 亿元，购置税减免约 330 亿元）。如果这两政策退出的话，行业利润无疑会受损。

4. 相对估值比较

从重点公司相对估值来看，截止 2010 年 11 月 12 日 A 股汽车板块 2010 - 2011 年动态市盈率分别为 18.97 倍和 16.53 倍。从历史上来看，目前市盈率仍处于较低水平，但市净率已位于较高位置。两者背离的主要原因是 2009-2010 年期间汽车行业盈利能力大幅提升。

表 4：重点公司估值分析表

单位：元、倍

	基本每股收益			每股净资产 10Q3	收盘价	市盈率			市净率 10Q3	投资评级
	09A	2010E	2011E			09A	2010E	2011E		
星马汽车	0.44	1.62	1.87	4.16	24.24	55.09	14.96	12.96	5.83	增持
中鼎股份	0.48	0.77	0.92	2.14	18.98	39.54	24.65	20.63	8.87	增持
宇通客车	1.08	1.55	1.76	4.13	21.01	19.45	13.55	11.94	5.09	增持
福耀玻璃	0.56	0.87	1.02	2.68	12.01	21.45	13.80	11.77	4.48	观望
上海汽车	1.01	1.55	1.68	6.06	17.98	17.87	11.60	10.70	2.97	观望
江淮汽车	0.26	0.86	1.05	3.91	12.43	47.81	14.45	11.84	3.18	观望
一汽富维	1.68	2.39	2.91	9.39	34.21	20.36	14.31	11.76	3.64	观望
一汽轿车	1.00	1.30	1.45	5.27	18.54	18.52	14.26	12.79	3.52	增持
福田汽车	1.13	2.03	2.19	7.55	23.60	20.85	11.63	10.78	3.13	观望
华域汽车	0.69	0.90	0.99	5.07	12.76	18.47	14.18	12.89	2.52	增持
潍柴动力	4.09	6.51	7.13	19.63	115.00	28.12	17.67	16.13	5.86	观望
中原内配	0.96	1.21	1.51	9.29	44.21	46.00	36.54	29.28	4.76	观望
宁波华翔	0.72	0.65	0.76	4.19	16.73	23.24	25.74	22.01	3.99	增持
金龙汽车	0.34	0.43	0.48	3.74	9.29	27.32	21.60	19.35	2.48	增持
长安汽车	0.46	0.97	1.02	4.43	11.62	25.26	11.98	11.39	2.62	观望
中国重汽	1.02	2.12	2.24	8.40	26.67	26.15	12.58	11.91	3.18	观望
江铃汽车	1.22	2.00	2.10	6.80	29.46	24.15	14.73	14.03	4.33	观望
东安动力	0.51	0.44	0.51	6.80	13.46	26.55	30.59	26.39	2.76	增持
中大股份	0.63	1.02	1.22	6.20	20.23	32.15	19.86	16.58	3.27	增持
万里扬	0.81	1.04	1.31	10.27	30.09	37.19	28.90	23.05	2.93	增持
云内动力	0.45	0.46	0.49	6.73	14.19	31.53	30.84	28.96	2.11	增持
平均						28.91	18.97	16.53	3.88	

资料来源：中原证券

股价为 2010 年 11 月 12 日收盘价

图 23: 近 8 年汽车行业 TTM 整体法市盈率变化趋势



资料来源：中原证券，WIND

图 23: 近 8 年汽车行业整体法市净率变化趋势



资料来源：中原证券，WIND

5. 投资策略

鉴于刺激政策退出后，汽车销量存在下滑可能，行业利润率或将出现拐点，景气度下降，我们下调行业评级至“弱于大市”，建议短期回避，特别是 1.6L 以下乘用车。待明年销量形势明朗，或有新政策出台再调整。

预计 2009 年以来几乎未受政策刺激的 1.6L 以上轿车、客车和 SUV 等将有更好的增速表现。在行业景气度下降的情况下，并购重组将是企业实现增长的重要方式，建议重点关注。汽车零部件方面，建议特别关注因政策或标准调整带来市场规模增长的部分领域，如排放标准提高，以及产品领域扩大的企业。另外我们仍长期看好汽车服务业的发展潜力。由于汽车行业十二五规划中特别提到自主品牌业务和新能源汽车，需要特别关注未来出台的具体支持政策，调整投资方向。

建议关注重点公司：一汽轿车、中大股份、宇通客车、威孚高科、万里扬、云内动力等。

6. 重点公司限售股解禁情况

表 5: 重点公司限售股解禁时间表及解禁比例

股票名称	解禁时间	解禁股数 (万股)	解禁股类型	占流通股比例 (%)	占总股本比例 (%)
宇通客车	2011-03-07	9174.73	股改	21.43	17.65
福田汽车	2011-07-15	31361.22	股改与增发	52.03	34.22
江淮汽车	2010-12-14	21586.82	股改	20.12	16.75
中国重汽	2011-02-14	14521.78	股改	52.96	34.62
福耀玻璃	2011-04-20	10014.93	股改	5.68	5.00
华域汽车	2012-03-27	111063.77	增发	75.42	42.99
威孚高科	2011-04-05	2836.38	股改	8.05	5.00
万里扬	2011-06-20	879.95	首发	20.70	5.18
中原内配	2011-07-18	4700.00	首发	163.85	41.62

资料来源: 中原证券, WIND

7. 风险提示

- 政策调整;
- 汽车销量增长不确定;
- 原材料和汽车价格大幅波动;
- 海外市场贸易保护主义加剧。

8. 重点公司

一汽轿车 (000800): 中高级自主品牌轿车的标杆

增持 (维持)
估值区间: 17—23 元

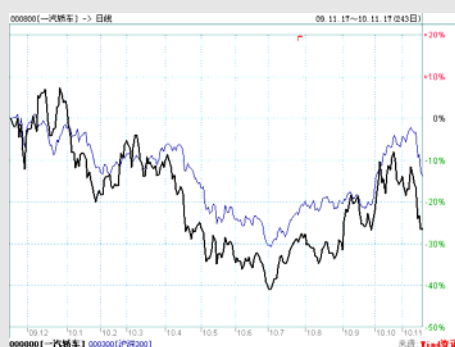
市场数据 (2010 年 11 月 12 日)

收盘价 (元)	18.54
一年内最高/最低 (元)	27.55/14.16
沪深 300 指数	3291.83
市净率 (倍)	3.52
流通市值 (亿元)	261.60

基础数据 (2010 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	5.27
每股经营现金流 (元)	2.21
毛利率 (%)	22.47
净资产收益率 (%)	19.14
资产负债率 (%)	49.69
总股本/流通股 (万股)	162750/141175
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20091244 一汽轿车调研简报: 新品上市后业绩释放... 09 年 12 月 25 日

报告关键要素:

公司作为纯粹的乘用车企业, 通过发展合资品牌和自主品牌, 销量增速一直高于行业整体。二工厂投产后产能利用率还将维持高位。零部件自制能力提高有助于提升毛利率。

投资要点:

- **新车型逐步上市, 销量增速长期高于行业。**公司主要产品包括红旗系列、马自达系列、奔腾系列等。2009 年以来逐步推出了奔腾 B50、马自达睿翼等新车型, 未来还将推出马自达 8、奔腾 B30、奔腾 B90 等。2010 年 1-10 月总销量为 21.62 万辆, 同比增长 49.61%, 增速长期高于行业, 成长性突出。
- **受政策退出影响小。**公司产品大多在 1.6L 以上, 受政策退出影响小。在流动性充裕和居民财富增长情况下, 中高级轿车销量增长将快于普通车型。
- **二工厂投产后, 产能利用率维持高位。**具备 20 万辆设计产能的二工厂已经正式投产, 生产奔腾系列产品, 预计明年产量在 15 万辆水平。一工厂产能瓶颈问题改观, 为旺销的马 6 腾出产能空间, 预计未来销量会继续上升。总体看产能利用率将维持在高位。
- **发动机等自产将提升产品盈利能力。**2009 年以来公司加大对自产发动机的投资力度, 陆续推出 V6、4GC、4GB 等项目, 将全面配套红旗、奔腾等自主品牌车型。零部件自制能力的提高将提升产品盈利能力。
- **维持“增持”评级。**预计 2010-2011 年 EPS 分别为 1.30 元和 1.45 元, 动态市盈率分别为 14.26 和 12.79 倍。我们认为公司销量仍将快于行业整体水平, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 销量达不到预期; 期间费用控制不力。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	202.45	277.45	358.37	387.57
增长比率 (%)	48.67	37.04	29.17	8.15
净利润 (亿元)	10.87	16.29	21.16	23.57
增长比率 (%)	96.70	49.80	29.88	11.43
每股收益 (元)	0.67	1.00	1.30	1.45
市盈率 (倍)	27.75	18.52	14.26	12.79

中大股份 (600704): 汽车服务业龙头, 受益于保有量增长

增持 (维持)

估值区间: 24—30 元

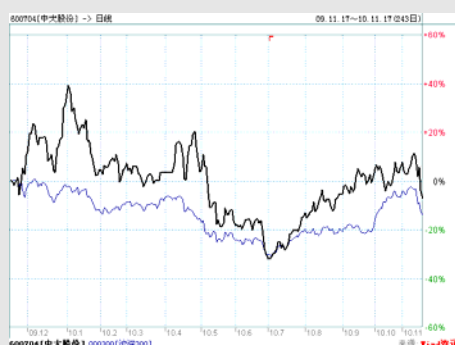
市场数据 (2010 年 11 月 12 日)

收盘价 (元)	20.23
一年内最高/最低 (元)	28.74/12.81
沪深300 指数	3291.83
市净率 (倍)	3.27
流通市值 (亿元)	75.81

基础数据 (2010 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	6.20
每股经营现金流 (元)	-2.18
毛利率 (%)	5.66
净资产收益率 (%)	10.64
资产负债率 (%)	82.17
总股本/流通股 (万股)	43917/37475
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

报告关键要素:

公司通过大股东注入物产元通进入汽车贸易与服务领域, 目前规模居全国前三。管理能力和融资能力提升有助于强者恒强格局形成。

投资要点:

- **旗下汽车经销与服务业务主体物产元通综合实力突出。**物产元通于 2009 年进入上市公司, 销售收入达到 224 亿元, 在国内汽车经销商领域一直位居前三。旗下拥有 87 家 4S 店, 综合实力突出。
- **售后服务业务受益于保有量提升。**物产元通已经累计销售新车超高 100 万辆, 形成庞大的维修客户群体。2009 年公司完成汽车维修 107 万辆次。随着保有规模的上升, 售后业务增长潜力巨大。
- **管理能力和融资能力提升有助于强者恒强格局形成。**物产元通进入上市公司后, 其管理能力将有所提高, 未来盈利能力提升值得期待。公司拟进行非公开发行, 投资汽车经销及售后服务网络建设项目, 此举将有助于公司加快扩张步伐, 形成强者恒强格局。
- **地产业务预售情况良好。**公司地产业务在长三角区域具有较强的品牌影响力。年中地产预收款余额为 18.04 亿元, 远超过去年地产业务的 12 亿元收入, 明年业绩确定性良好。
- **期货营业部网点建设加快。**公司旗下中大期货是全国十大期货企业之一, 在商品期货经纪市场具有较强竞争力。在期货品种日益增多和营业部数量增加的背景下, 业绩有望进一步提高。
- **维持“增持”评级。**预计 2010-2011 年 EPS 分别为 1.02 元和 1.22 元, 动态市盈率分别为 19.86 和 16.58 倍。我们认为公司将受益于汽车售后服务市场的快速增长, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新车销售业绩不佳; 汽车经销扩张项目进展不顺利; 地产行业调控政策继续偏紧。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	44.17	246.92	290.29	306.24
增长比率 (%)	6.75	458.98	17.56	5.49
净利润 (亿元)	1.51	2.76	4.47	5.36
增长比率 (%)	2.38	82.90	61.92	19.74
每股收益 (元)	0.34	0.63	1.02	1.22
市盈率 (倍)	58.81	32.15	19.86	16.58

万里扬 (002434): 积极进取开拓重卡变速箱市场

增持 (首次)
估值区间: 32—39 元

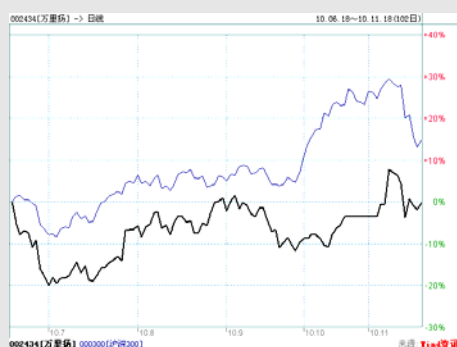
市场数据 (2010 年 11 月 12 日)

收盘价 (元)	30.09
一年内最高/最低 (元)	34.41/24.70
沪深300 指数	3291.83
市净率 (倍)	2.93
流通市值 (亿元)	12.79

基础数据 (2010 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	10.27
每股经营现金流 (元)	0.21
毛利率 (%)	29.37
净资产收益率 (%)	6.62
资产负债率 (%)	13.48
总股本/流通股 (万股)	17000/4250
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20100603 万里扬新股点评: 重点开拓重卡变速箱市场 10 年 6 月 2 日

报告关键要素:

公司是国内商用车变速箱主要配套企业之一, 在中卡变速箱市场居领先地位。未来将向重卡领域发展, 并提高轻卡领域的市场份额。

投资要点:

- **中卡变速箱市场居领先地位。**公司主要产品是商用车变速箱, 年销量约 30 万台, 主要配套福田汽车、江淮汽车、东风汽车等企业, 在中卡变速箱市场居领先地位, 轻卡产品也具有竞争力。
- **盈利能力逐年上升。**虽然产品成本结构中原材料和外协件占比较大, 但公司具有一定议价能力。近几年来毛利率逐年上升。考虑产品结构的调整和产品降价因素, 预计毛利率还将维持在高位。
- **扩大产能解决瓶颈。**募集资金主要投向年产 28 万台汽车变速器投资项目和技术研发中心建设项目。未来随着产能的逐步释放, 产能瓶颈问题有望得以解决。
- **重点开拓重卡变速箱市场。**重卡变速箱是公司未来发展重点, 项目预留产能为 8 万台。与法士特产品相比, 并没有巨大的技术差距, 预计将打破其垄断地位。目前公司已经获得 8.1 万台意向订单。
- **收购山东临工有利于提升业绩。**公司收购山东临工 16.33 股权成为其控股股东。山东临工轻微卡变速箱产能居全国第一。未来随着管理水平的提升, 有望增厚公司业绩。
- **首次给予“增持”评级。**预计公司 2010 年-2011 年每股收益分别为 1.04 元和 1.31 元。鉴于公司在产能扩张后较快的业绩增速和重卡变速箱业务的良好预期, 首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动; 重卡变速箱市场开拓达不到预期; 募集资金投资项目进展不顺利。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	5.64	7.27	10.12	12.65
增长比率 (%)	11.60	28.83	39.14	25.03
净利润 (亿元)	0.90	1.38	1.77	2.22
增长比率 (%)	52.37	53.00	28.69	25.35
每股收益 (元)	0.53	0.81	1.04	1.31
市盈率 (倍)	56.90	37.19	28.90	23.05

宇通客车 (600066): 管理能力突出, 业绩稳定增长

增持 (维持)

估值区间: 20—25 元

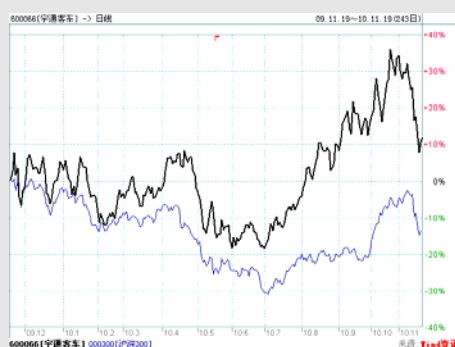
市场数据 (2010 年 11 月 12 日)

收盘价 (元)	21.01
一年内最高/最低 (元)	24.73/14.41
沪深300 指数	3291.83
市净率 (倍)	5.09
流通市值 (亿元)	89.95

基础数据 (2010 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	4.13
每股经营现金流 (元)	4.18
毛利率 (%)	25.44
净资产收益率 (%)	17.17
资产负债率 (%)	72.51
总股本/流通股 (万股)	51989/42814
B 股/H 股 (万股)	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20101017 宇通客车调研报告: 市场占有率仍将持续提升... 10 年 10 月 12 日

20100831 宇通客车中报点评: 下半年业绩基本确定... 10 年 8 月 10 日

报告关键要素:

公司是客车行业龙头之一, 在公路客车领域竞争优势突出, 市场占有率持续提升。在良好的管理下, 盈利能力表现出色, 股息率较高。

投资要点:

- **公司是客车行业龙头之一。**在公路客车领域竞争优势突出, 近几年着力拓展城市公交车市场, 整体市场份额持续提升。
- **客车销量快速增长。**前 10 月累计销售客车 31066 辆, 同比增长 52.50%。预计全年销量达到 3.8 万辆, 同比增长约 35%。即使在淡季的 7、8 月份销量仍保持在 3000 辆以上, 预计旺季销量将创新高。
- **高铁开通对客车行业影响较小。**市场普遍关注的高铁开通对客车行业的影响并没有预期中那么大, 反而因为高铁较高的票价以及对普通动车组的压缩, 使得公路客运竞争优势再现。另外长途高铁的开通也会使得中短途公路驳运市场得以快速发展。
- **管理能力突出。**公司良好的管理水平使得期间费用率持续下降, 单车盈利水平逐渐上升, 销售净利率已经突破 6%。
- **扩产以应对产能不足。**公司原有产能为 3 万辆, 产能利用已经饱和。上半年开始扩产项目, 新增产能 2 万辆, 预计 2012 年可以投产。
- **股息率高而持续。**近几年公司持续大比例分红, 按 2009 年年度分红计算, 股息率高达 4.76%, 远高于一年期存款利率。
- **维持“增持”评级。**预计 2010-2011 年 EPS 分别为 1.55 元和 1.76 元, 动态市盈率分别为 13.55 和 11.94 倍。我们认为公司业绩增长稳定, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 销量达不到预期; 原材料价格大幅上升; 期间费用控制达不到预期。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (亿元)	83.36	87.82	117.24	131.53
增长比率 (%)	3.51	5.35	33.50	12.19
净利润 (亿元)	5.31	5.63	8.06	9.16
增长比率 (%)	37.42	6.11	43.03	13.63
每股收益 (元)	1.02	1.08	1.55	1.76
市盈率 (倍)	20.60	19.45	13.55	11.94

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。