

汽车行业 2011 年投资策略

财富效应与流动性推升下乘用车市场景气持续

杨华超 分析师

电话: 021-68828289

eMail: yhc2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260210030006

黎韦清 分析师

020-87555888-630

lwq@gf.com.cn

S0260209080510

汤俊 分析师

020-87555888-628

tj5@gf.com.cn

S0260209080527

2010 年行业规模与结构优化推升利润大幅增长

2010 年 1-8 月汽车制造行业实现利润总额同比增长 95.77%; 对应的销量同比增长 39.78%。利润的大幅增长是销售规模与车型结构上升共同作用的结果。2010 年 1-10 月 1.6-2.0L 的乘用车市场份额同比提升 1.8 个百分点。而重卡、大客销量 67.96% 和 53.62% 的同比增速也提升了商用车的产品结构。

把握结构性的选择机会，短期关注乘用车景气持续

我们判断 2011 年行业规模增长水平在 10% 左右; 估值合理区间 15-20 倍; 行业利润增速在 20% 左右。行业在各发展阶段都会出现亮点, 因此我们的投资逻辑是积极把握结构性投资机会。

我们短期看好中高级乘用车市场需求的景气持续, 产品结构的优化有望带动行业业绩再次超预期, 这也是我们维持行业“买入”评级的主要原因。关注的标的主要包括上海汽车、华域汽车、福耀玻璃、一汽富维等;

中期我们聚焦于产业政策推动下, 新能源相关板块以及具有重组等题材的标的, 主要包括一汽轿车、亚星客车、云内动力、风神股份、华域汽车、东风汽车、东安动力等。

风险提示

市场的系统性风险以及上游成本上升超出我们的预期。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
上海汽车	17.83	17.65	1.60	1.95	17.65	11.14	9.14	0.38	24	买入
华域汽车	11.89	0.59	1.00	1.25	20.14	11.88	9.50	0.35	16	买入
一汽轿车	18.4	1.00	1.35	1.64	18.40	13.63	11.22	9.89	24	买入
潍柴动力	114.41	4.09	7.98	8.48	27.97	14.34	13.49	0.52	130	买入
威孚高科	37.93	0.79	1.60	1.91	48.01	23.71	19.86	0.64	45	买入
福耀玻璃	11.22	0.56	0.87	1.00	20.04	12.90	11.22	0.41	16	买入
宗申动力	11.57	0.63	0.38	0.49	31.22	30.45	23.61	1.06	15	买入
大洋电机	30.91	0.78	0.49	0.63	67.36	63.08	49.06	0.98	38	买入
江铃汽车	28.58	1.22	2.02	2.40	23.43	14.15	11.91	0.44	35	买入
东风汽车	5.47	0.159	0.35	0.56	34.40	15.63	9.77	0.23	7	持有

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

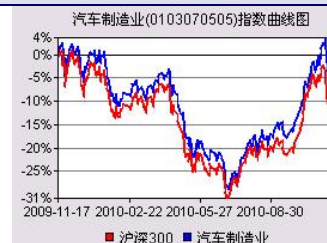
行业评级

买入

前次评级

买入

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-0.28%	13.30%	-5.94%
沪深 300	-4.75%	7.72%	-12.65%

目录索引

一、2010 年行业规模与结构优化推升利润大幅增长	4
(一) 2010 年汽车行业规模再上台阶	4
(二) 乘用车的消费结构今年好于去年	4
(三) 市场品牌结构出现分化: 欧系美系市场份额提升明显	5
(四) 受益物流与项目投资, 重卡替代中卡的趋势显现	6
(五) 大中客出口市场恢复性增长带动需求增速明显	7
(六) 出口市场缓慢恢复	8
(七) 乘用车价格趋势性下降, 商用车价格今年价格走高	8
(八) 规模效应下、产品结构优化推动利润增长明显	9
二、积极把握周期性带来结构性的选择机会	9
(一) 中高端乘用车市场景气延续到明年二季度	9
(二) 固定资产投资增速下滑, 谨慎看待重卡 2011 年表现	11
(三) 大中客市场需求受到高铁发展的挤压	11
(四) 成本传导的能力决定了零部件的盈利情况	12
三、新能源依然是快速发展的明星, 客车率先产业化	13
四、企业重组是行业发展的重要课题	15
五、行业评级与投资逻辑	16
六、风险提示	16

图表索引

图 1: GDP 增速与乘用车增速的相关性分析.....	5
图 2: 乘用车行业各排量的市场份额变化.....	5
图 3: 轿车板块各品牌市场份额变化.....	6
图 4: 固定资产投资增速和中重卡销量增速的相关性.....	6
图 5: 货运量增速与中重卡销量增速的相关性.....	7
图 6: 公路客运量增速与大中客销量增速的相关性.....	7
图 7: 大中客历年出口情况.....	7
图 8: 大中客各月出口情况.....	7
图 9: 历年汽车出口情况.....	8
图 10: 各月汽车出口情况.....	8
图 11: 2010 年汽车价格指数环比变化情况.....	8
图 12: 2010 年汽车价格指数同比变化情况.....	8
图 13: 汽车行业利润总额增速与汽车销量增速的相关性.....	9
图 14: 乘用车行业 2009 与 2010 年产品结构对比.....	10
图 15: 公路货运整车运输价格变化与重卡销量增速的相关性.....	11
图 16: 公路客运量同比增速与铁路客运量同比增速的变化情况.....	12
图 17: 2010 年大中客行业市场竞争格局.....	12
图 18: 宇通与金龙市场份额变化情况.....	12
图 19: 汽车整车制造与汽车零部件利润总额同比变化.....	13
图 20: 新能源公交车销售情况预计.....	15
图 21: 新能源公交车保有量预计.....	15
表 1: 2010 年汽车行业各板块销售情况的变化.....	4
表 2: 乘用车行业各月销量环比增长的情况.....	10
表 3: 主要汽车上游行业经营情况 (累计).....	13
表 4: 美加地区新能源公交车推广情况.....	14
表 5: 节能与新能源汽车示范推广试点城市.....	14
表 6: 10 米以上公交客车推广补助标准.....	15

一、2010年行业规模与结构优化推升利润大幅增长

（一）2010年汽车行业规模再上台阶

2010年1-10月汽车累计产销分别为1462.38万辆、1467.70万辆；同比分别增长34.49%、34.76%。其中增速较高的细分板块分别为SUV、MPV、重卡、大客，同比增速分别为108.34%、86.50%、67.96%和53.62%。我们预计今年汽车行业产销规模达到1700万辆已经没有悬念。

表 1：2010 年汽车行业各板块销售情况的变化

单位：千辆	1Q 销量	同比	2Q 销量	同比	3Q 销量	同比	10月 销量	环比	同比	1-10月累计 销量	同比
汽车	4611	72.5%	4406	29.0%	4123	16.0%	1539	-1.2%	25.5%	14677	34.8%
乘用车	3524	77.1%	3200	26.4%	3177	17.4%	1203	-0.7%	27.1%	11101	35.5%
轿车	2403	70.2%	2192	20.2%	2217	12.8%	835	-1.8%	22.5%	7640	29.6%
MPV	103	119.6%	107	91.7%	105	63.6%	40	-1.5%	71.2%	354	86.5%
SUV	269	162.3%	320	114.3%	352	86.9%	120	-4.4%	79.7%	1059	108.3%
微客	750	74.8%	582	15.3%	503	3.1%	209	6.9%	19.2%	2048	28.1%
商用车	1087	59.2%	1209	37.1%	946	11.3%	335	-2.8%	19.9%	3576	32.4%
卡车	992	61.1%	1093	37.7%	833	10.5%	301	-0.7%	20.0%	3217	33.0%
重卡	268	162.8%	317	83.2%	204	15.2%	70	1.5%	16.9%	859	68.0%
中卡	72	28.7%	78	1.5%	60	-1.5%	23	-6.0%	20.0%	233	7.0%
轻卡	500	47.6%	539	36.1%	428	10.5%	156	-2.4%	19.1%	1620	28.5%
微卡	153	27.8%	158	7.5%	140	9.8%	52	4.0%	27.8%	506	17.8%
客车	95	41.6%	116	31.1%	114	17.0%	34	-18.1%	18.5%	359	27.5%
大客	13	112.9%	16	69.0%	18	28.7%	5	-20.0%	47.8%	53	53.6%
中客	18	33.2%	23	5.3%	24	0.2%	7	-24.1%	9.5%	71	12.2%
轻客	64	34.6%	77	34.4%	72	21.0%	22	-15.6%	15.9%	235	27.9%

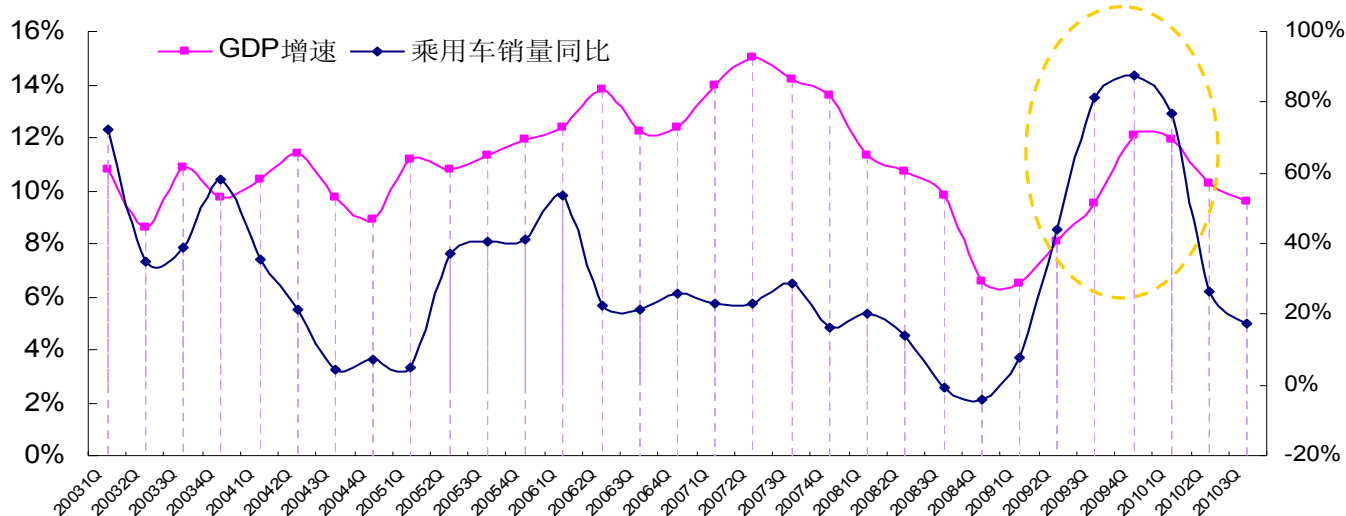
数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

（二）乘用车的消费结构今年好于去年

从乘用车销售结构的变化情况分析，今年的整体销售结构好于去年。2010年1-10月份1.6L-2.0L的车型市场份额相对去年同期提升了1.8个百分点，在今年三季度的该市场份额达到22.3%。我们认为中高端市场需求的复苏与财富效应息息相关。

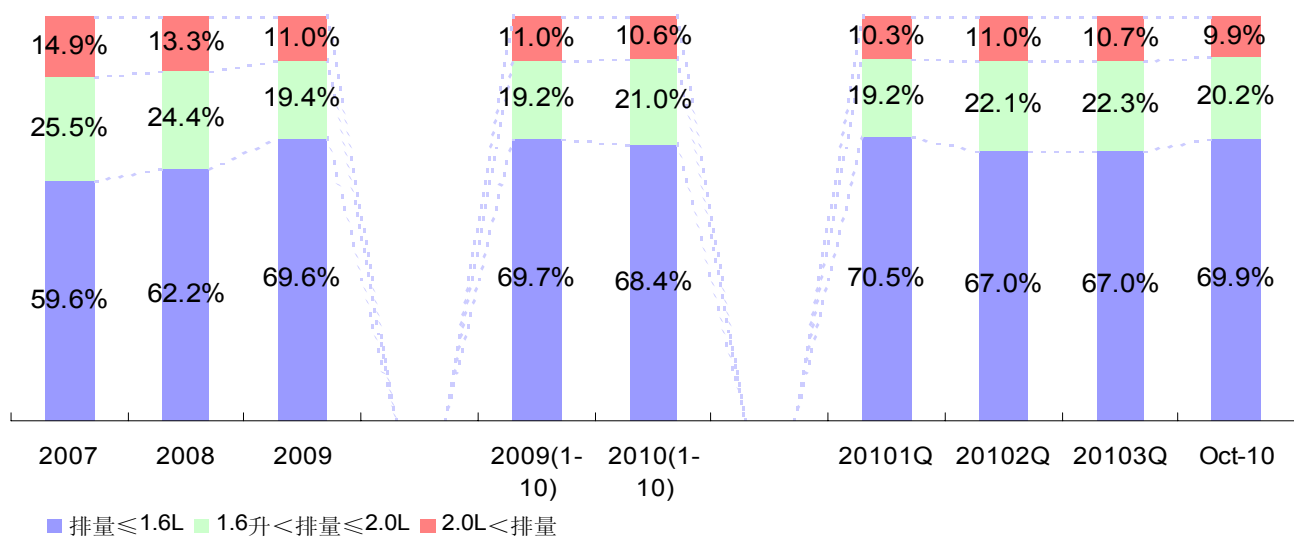
我们认为随着财富效应的影响，年底的中高级车的销售需求将上升，同时，根据往年的规律，年底也是公务车需求的旺季，因此，我们看好中高级乘用车市场需求的景气持续。从我们跟踪的行业库存情况来看，我们认为中高端车型因为目前库存比较低，而且四季度销售情况比较好，景气度将持续到明年二季度，而经济型车则持续到明年一季度。

图 1: GDP 增速与乘用车增速的相关性分析



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 2: 乘用车行业各排量的市场份额变化

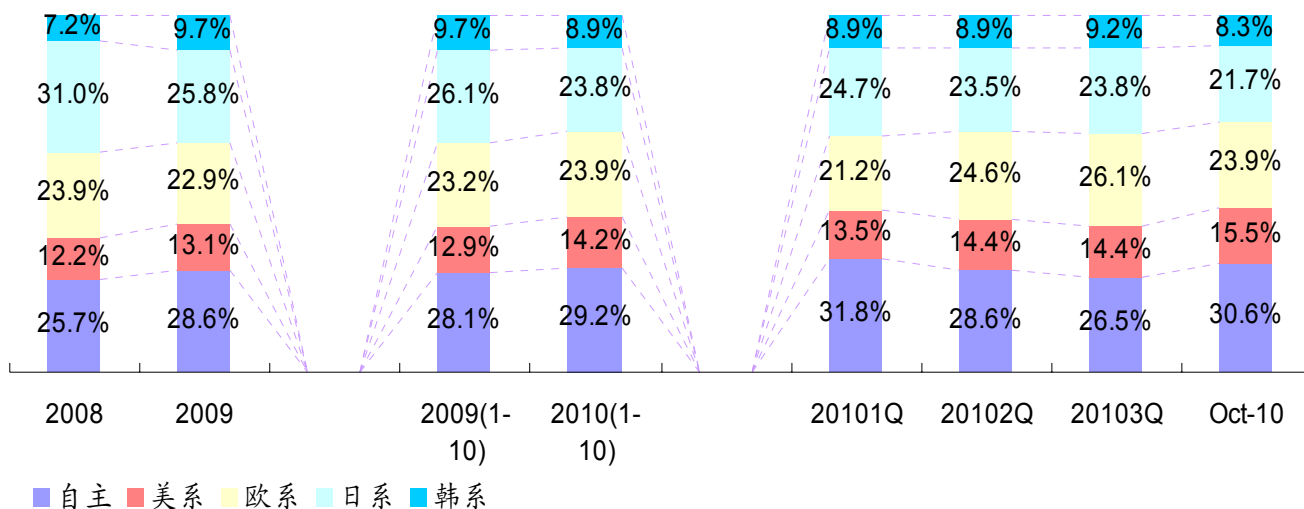


数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

(三) 市场品牌结构出现分化: 欧系美系市场份额提升明显

乘用车市场经过了多年的发展, 消费理念日趋成熟, 对产品品质以及多样化的追求已经成为了市场需求的方向。从今年轿车市场各品牌的市场结构来看, 2010年1-10月份欧美系品牌市场份额相对去年提升了2个百分点, 到38.1%。而日系车品牌则由去年同期的26.1%下降到23.8%。

图 3: 轿车板块各品牌市场份额变化

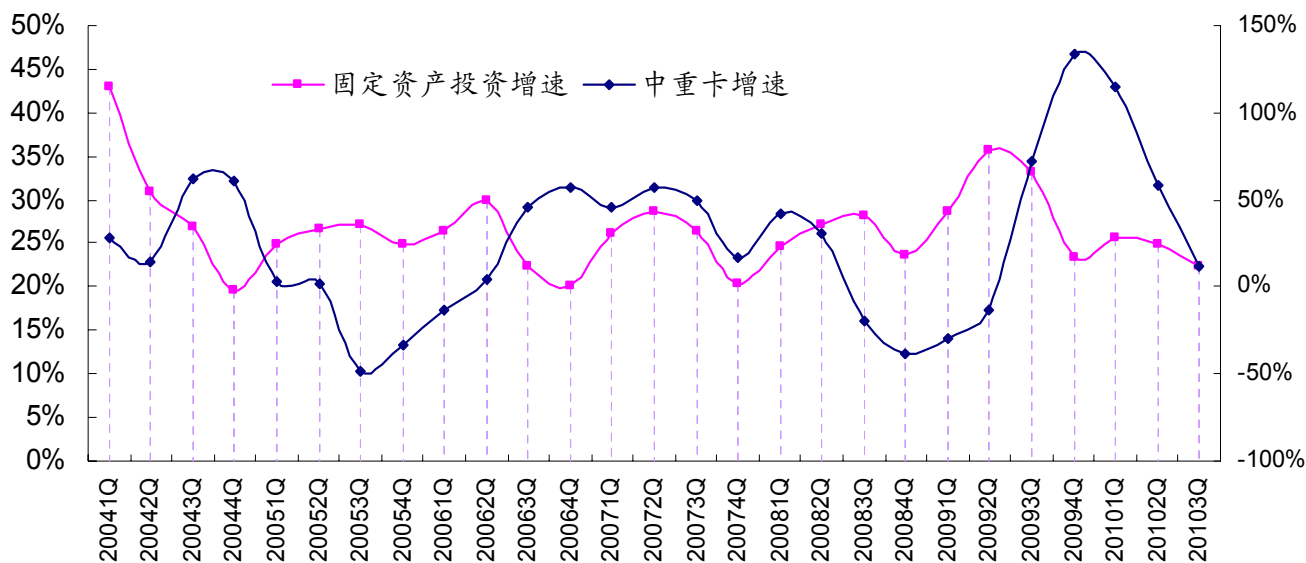


数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

(四) 受益物流与项目投资, 重卡替代中卡的趋势显现

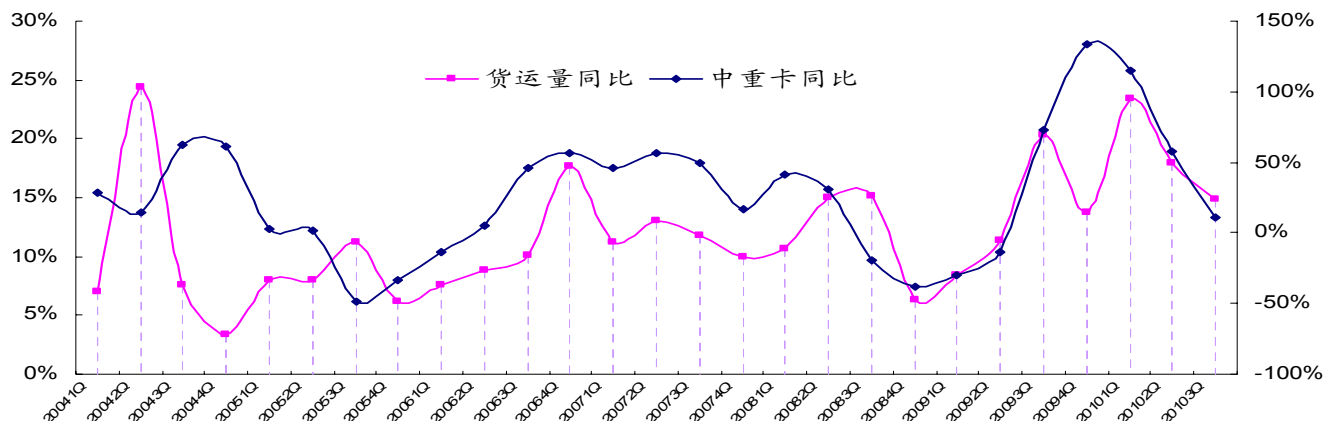
受益于国内物流市场与投资需求的拉动, 主要承担公路货物运输的中重卡产品增速明显。2010年1-10月份中重卡销售109.17万辆, 同比增长50.74%。从中重卡销售的产品结构来看, 由于物流市场对大功率的要求, 重卡的需求增长已经明显高于中卡的增速水平。2010年1-10月份重卡销售85.85万辆, 同比增长67.96%, 中卡销售23.29万辆, 同比增长7.03%。

图 4: 固定资产投资增速和中重卡销量增速的相关性



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

图 5: 货运量增速与中重卡销量增速的相关性

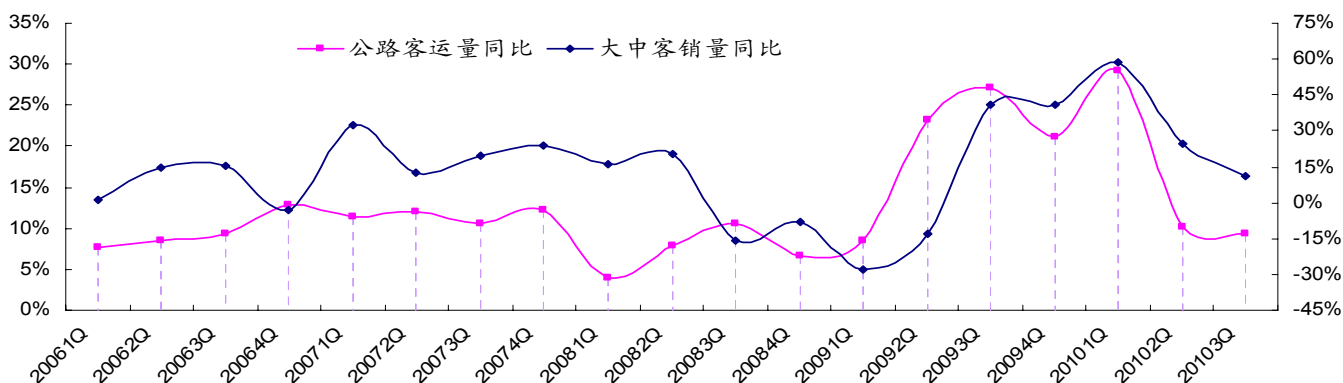


数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

（五）大中客出口市场恢复性增长带动需求增速明显

大中客的需求与我国公路客运量需求基本保持了一致性。2010年1-9月份公路客运量225.52亿人，同比增长15.57%，大中客销售11.12万辆，同比增长26.23%，剔除到出口影响国内大中客销售9.8万辆，同比增长20.1%。

图 6: 公路客运量增速与大中客销量增速的相关性



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 7: 大中客历年出口情况

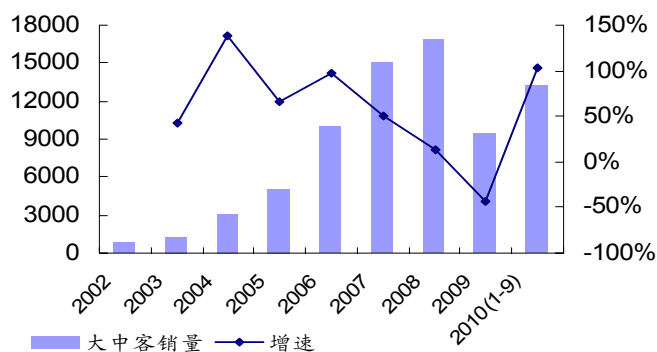
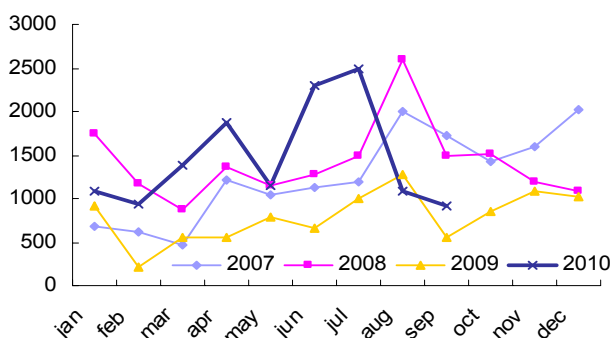


图 8: 大中客各月出口情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

（六）出口市场缓慢恢复

汽车出口市场经过了2009年的低迷，2010年出现了缓慢的复苏，2010年1-9月我国汽车累计出口40.52万辆，同比增长62.52%。但是要达到2007年的水平还依赖于国外经济的复苏。

图 9：历年汽车出口情况

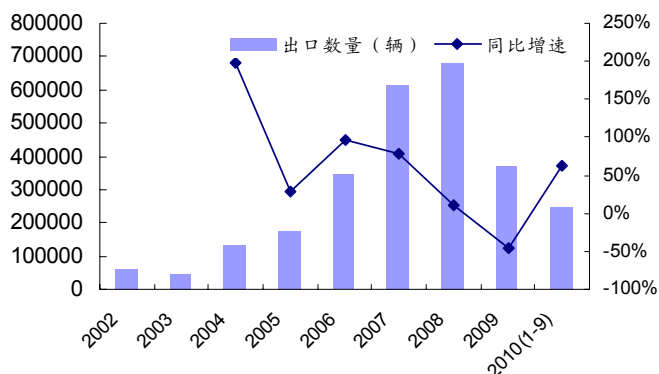
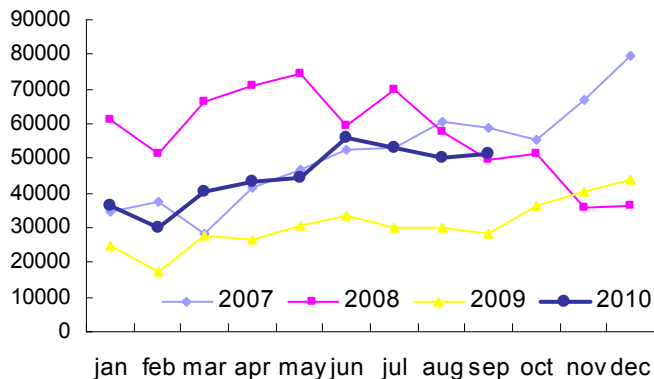


图 10：各月汽车出口情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

（七）乘用车价格趋势性下降，商用车价格今年价格走高

2010年1-10月份汽车价格指数累计同比提升1.14个百分点。其中小轿车价格指数累计同比下降1.13%；载货汽车价格指数累计上升2.92个百分点。我们认为乘用车作为消费品价格缓慢下降属于趋势性的，这个是与规模化生产相匹配的，而商用车今年价格上扬则应该是商用车需求的消费升级。从目前的市场价格来看，10月份汽车价格指数环比上月已经企稳，我们认为随着年底市场需求的旺销，价格有望维持稳定。

图 11：2010 年汽车价格指数环比变化情况

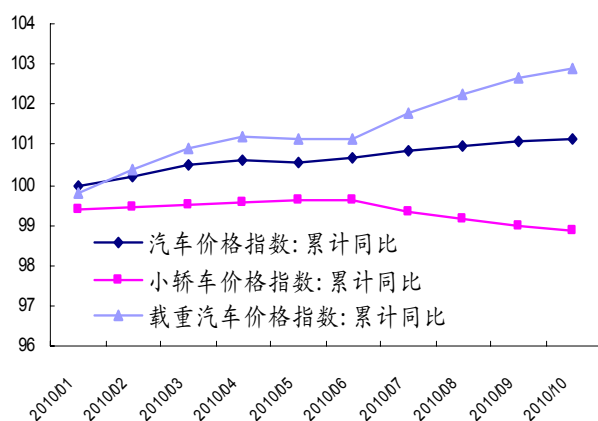
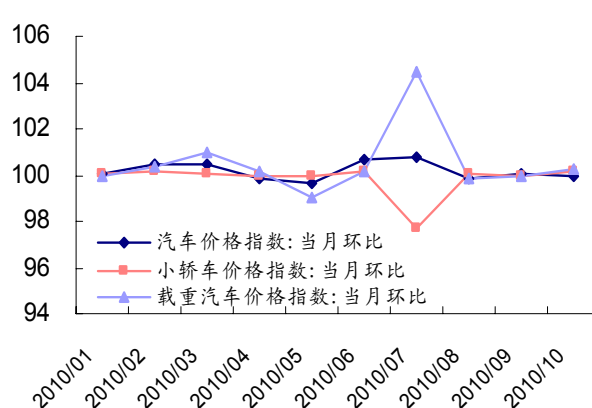


图 12：2010 年汽车价格指数同比变化情况

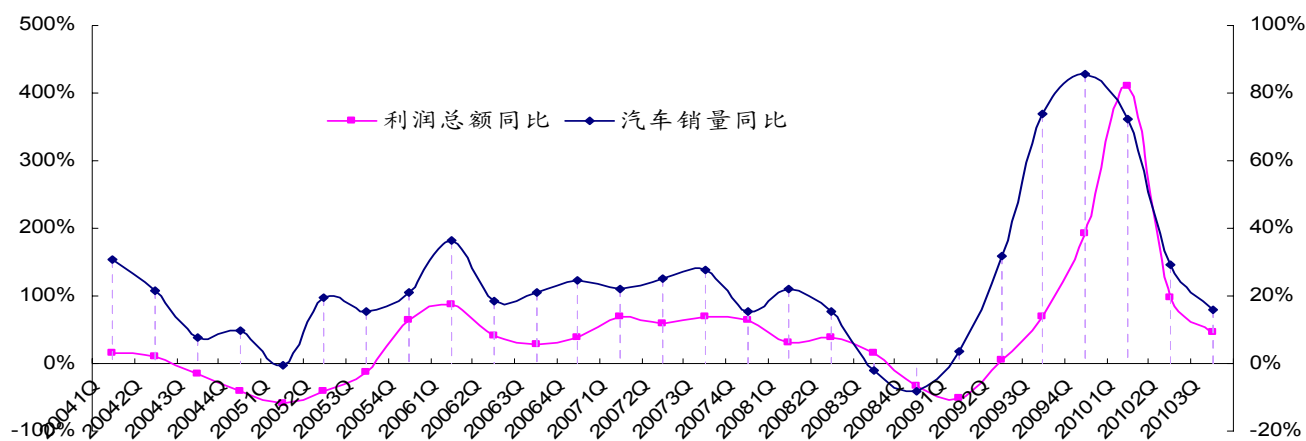


数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

（八）规模与产品结构优化推动利润增长明显

2010年1-8月汽车制造行业实现利润总额2255.36亿元，同比增长95.77%。对应的2010年1-8月份汽车销量868.60万辆，同比增长39.78%。从利润总额的增速情况可以明显体现行业规模效应的影响。

图 13：汽车行业利润总额增速与汽车销量增速的相关性



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

二、积极把握周期性带来结构性的选择机会

根据上述对行业的分析，行业的周期性表现明显。其中乘用车销量的增速与GDP的增速保持了较高的相关性；中重卡销量的增速则与固定资产投资增速和货运量的增速保持了较高的一致性；大中客行业则与客运量增速的相关性明显。我们通过跟踪行业各板块先行指标、同步指标等判断其周期性变化来把握结构性的投资机会。

（一）中高端乘用车市场景气延续到明年二季度

2010年乘用车行业二级市场表现分为三个阶段：

（1）业绩超出预期，行业迈向估值修复通道

该阶段的时间点在今年6月底，7月初，刺激板块整体向上的主要因素是行业估值水平到了历史低位10倍左右PE的估值水平，而2010年1-5月份汽车行业利润总额增速达到149.94%，因此业绩的高增长为行业估值修复提供了安全边际。

（2）政策刺激下的乘用车景气向上

该阶段的时间点处于今年7月底、8月初，刺激因素主要是政策对市场的带动作用超出市场预期。

按照乘用车行业消费需求的季节性变化，7、8月份是传统的销售淡季。从今年乘用车消费的变化情况来看，6月份销量出现了环比下滑，市场对于未来销售的预期开始担心。但是，政府的3000元节能产品与惠民工程补贴适时的推出则引导市场需求在7月底、8月初开始显现。行业的景气向上为行业进一步提供了估值支撑。

表 2: 乘用车行业各月销量环比增长的情况

	jan	feb	mar	apr	may	jun	jul	aug	sep	oct	nov	dec
2005		-12.1%	66.6%	-5.3%	-5.8%	18.3%	-15.9%	-7.4%	21.1%	-9.6%	23.0%	15.8%
2006	-8.1%	-17.8%	41.1%	-3.6%	-16.0%	0.7%	-16.1%	13.6%	20.6%	-10.0%	21.9%	13.0%
2007	-2.2%	-24.4%	35.8%	-3.7%	-10.5%	4.8%	-10.7%	5.3%	16.5%	-11.4%	17.3%	9.0%
2008	4.2%	-26.1%	43.3%	-13.6%	-6.7%	4.2%	-17.0%	-7.6%	22.5%	-2.6%	-2.9%	11.8%
2009	4.4%	-0.5%	27.2%	7.6%	-0.2%	5.3%	-4.6%	3.1%	18.3%	-6.8%	9.5%	6.5%
2010	19.3%	-28.3%	34.2%	-12.2%	-6.1%	-0.0%	-9.3%	7.7%	18.9%	-0.7%		

数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

(3) 中高级乘用车景气持续到明年二季度

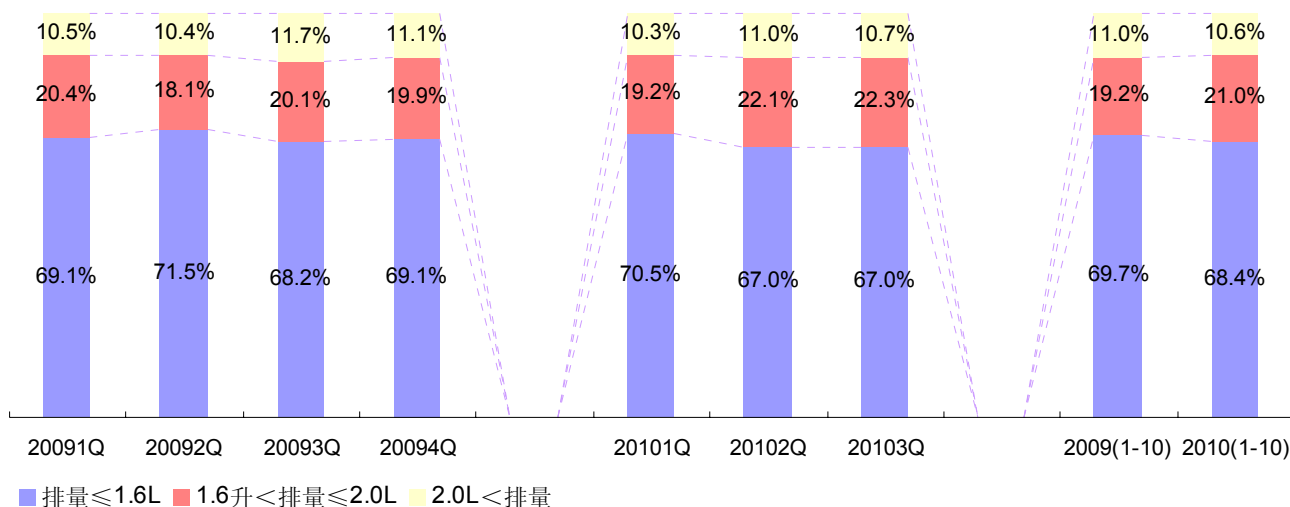
乘用车市场我们分为经济型车与中高级车市场分开分析。虽然两者最终由经济实力的增长决定, 但是两者群体的差异性决定了其驱动因素的差异性。

对于经济型乘用车, 基本属于第一次购车, 由于目前我国乘用车保有量还明显低于成熟市场水平, 因此经济型乘用车仍然将是市场主流。经济型乘用车需求对汽车价格、使用成本等敏感性相对较大, 容易受到政策等因素介入与退出的影响。目前从政策层面上分析, 今年年底的购置税优惠2.5%的政策将到期, 不排除今年年底相关车型会出现提前消费而使得明年相关车型受到影响, 考虑到由于产能限制的延后效应, 经济型乘用车的景气将延续到明年一季度。

对于中高级乘用车的消费者则具有较强经济基础, 很大一部分属于2004年第一次购车的消费者, 他们目前处于换车周期。财富效应对该部分消费者的影响则更加明显。

我们从2009年-2010年乘用车的消费结构中可以看出端倪, 2010年经济型乘用车的市场结构相对上年有一定程度的回落, 中高级车市场的需求比例则出现上升。而产品结构的优化也是今年行业利润高增长的重要原因。

图 14: 乘用车行业 2009 与 2010 年产品结构对比



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

根据我们目前对行业库存情况的跟踪分析，中高端乘用车市场的库存较低，库存系数10月份仅为0.07，而年底又是公务车购车高峰、主流企业到完成年度目标已经没有悬念，因此，由于存在未来库存的回补，我们判断中高端乘用车景气持续时间将相对经济型乘用车延长一个季度，到明年二季度。

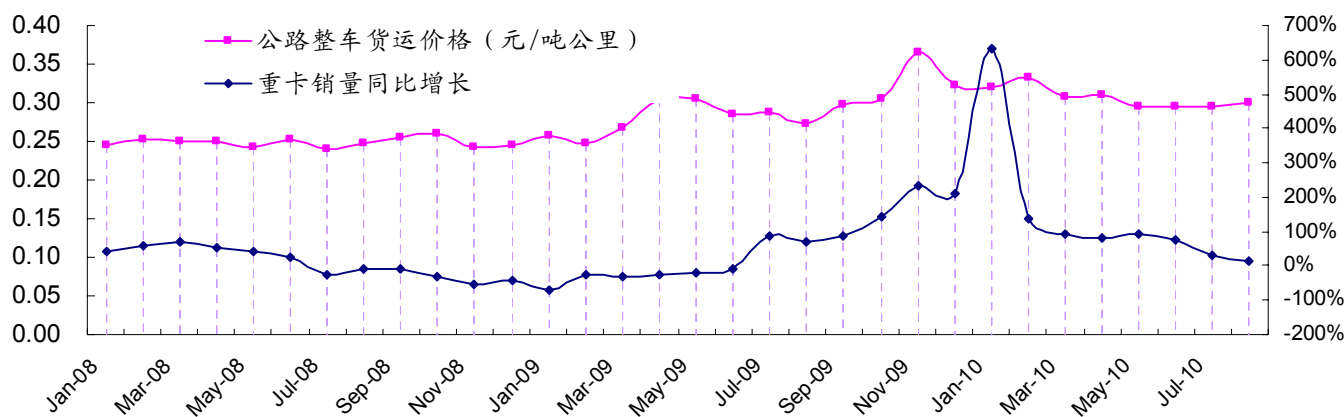
（二）固定资产投资增速下滑，谨慎看待重卡2011年表现

2009年11月的公路货运运价指数达到79.20%，货运价格的创新高表明市场运力去库存结束，重卡的需求在投资拉动下持续上升。2010年1Q重卡销售26.75万辆，同比增长达到162.76%，属于当时汽车行业同比增长最快的板块，2Q达到景气高点，单季度销售规模达到31.67万辆，同比增长83.2%。

根据对公路货运价格指数跟踪，2010年10月份公路货运综合指数为59.9，环比下降5.37个百分点，其中整车运输价格指数71.4，环比下降5.31个百分点；零担重货价格指数59.5，环比下降5.25个百分点；零担轻货价格指数120.0，下降了4.08个百分点。根据往年的情况，10月份货运运输价格指数均会环比增长，今年下降我们认为市场保有量的增加，说明市场运力库存在增加。2010年1-10月份重卡累计销售85.87万辆，同比增长67.92%。我们预计今年重卡的销售增速有望超过50%。

同时，结合广发证券发展研究中心宏观策略的观点：2011年固定资产投资增速将下滑；2011年出口前三季度难有出色表现，四季度出口出现拐点。我们认为推动重卡需求的项目投资因素、出口物流因素在2011年对重卡需求并不形成利好，而今年重卡行业的大幅增长对运力市场进行了明显补充，因此，我们谨慎看待2011年重卡行业。

图 15：公路货运整车运输价格变化与重卡销量增速的相关性



数据来源：中国物流与采购网，广发证券发展研究中心

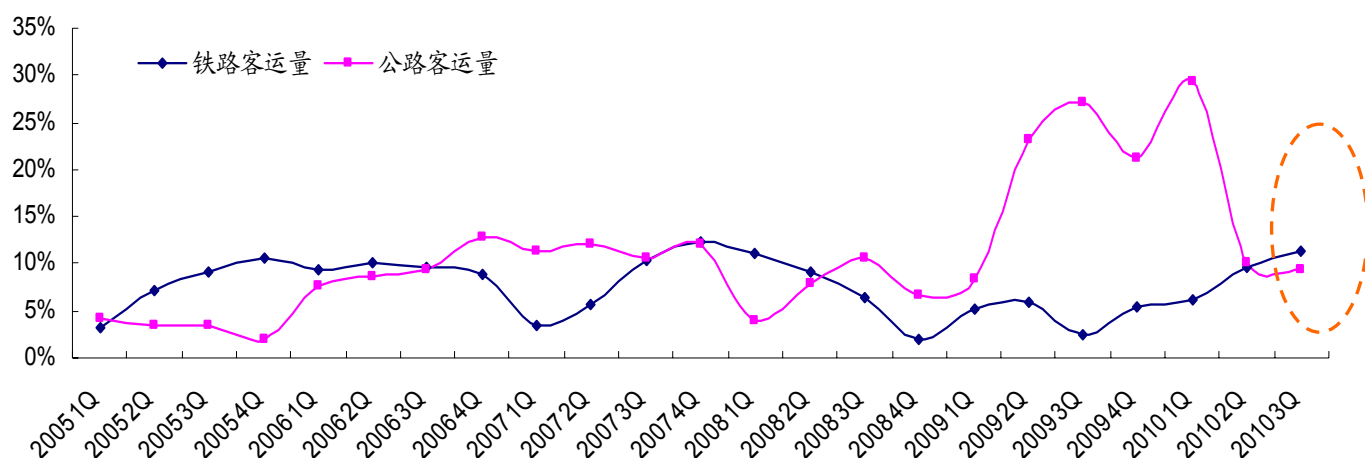
（三）大中客市场需求受到高铁发展的挤压

大中客市场需求与公路客运量的相关性明显，我们对大中客行业的担心来自于公路客运市场受到高铁发展的挤压。随着各地方政府城际铁路等项目的落成，铁路的客运增速将有明显的提升。2010年3季度铁路客运量4.60亿人，同比增长11.27%，高于当季公路客运量9.34%的同比增速。

行业需求受到挤压，但是我们认为有利于内部竞争格局的进一步集中，行业的龙头在竞争加剧的背景下，市场份额有望进一步提升。2010年1-10月份宇通和金龙的市场份

额分别达到25.31%、27.81%，相对2009年全年的市场份额分别提升了3.70%、2.23%。

图 16: 公路客运量同比增速与铁路客运量同比增速的变化情况



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 17: 2010 年中客行业市场竞争格局

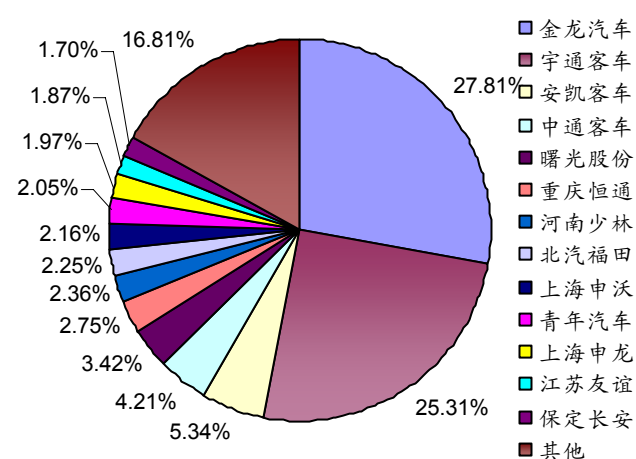
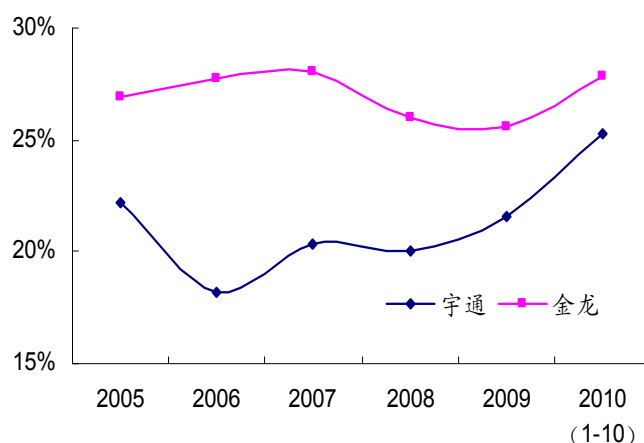


图 18: 宇通与金龙市场份额变化情况

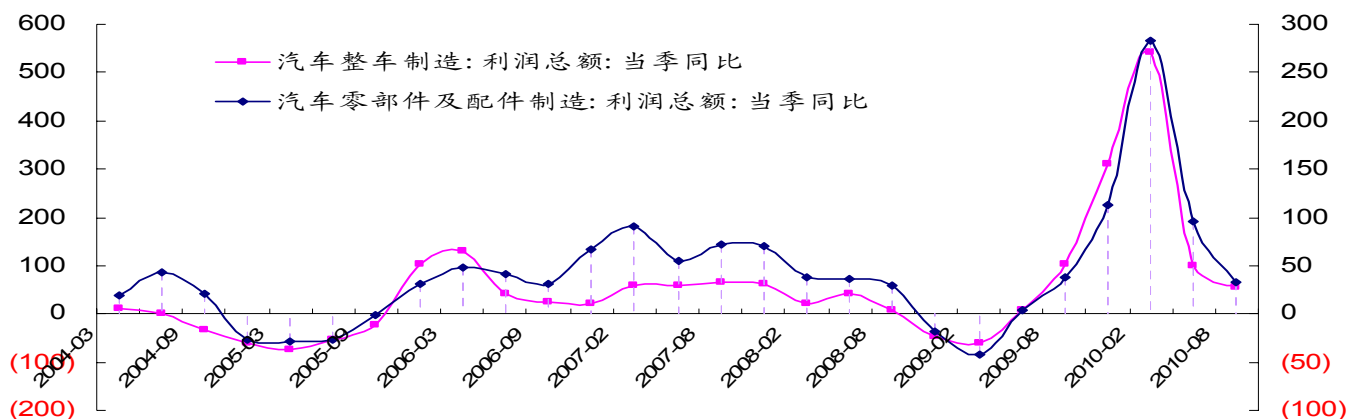


数据来源: 中客网, 广发证券发展研究中心

(四) 成本传导的能力决定了零部件的盈利情况

汽车直接的上游行业汽车零部件与配件基本保持了与行业的同步增长, 预计全年实现收入约1.5万亿元 (截止8月份中国汽车整车与零部件的规模约为1: 0.74, 汽车零部件比重在逐渐上升, 我们判断这一上升趋势会继续下去)。轮胎制造行业收入实现约30%的增长, 但是由于橡胶成本的上升, 利润增幅较弱, 我们预计四季度是轮胎行业最艰难的日子。明年一季度有望好转。其它橡胶零件增幅约为43%, 利润增长同步增长, 显示出了良好的抵御成本上升的能力。

图 19: 汽车整车制造与汽车零部件利润总额同比变化



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心, 单位: %

表 3: 主要汽车上游行业经营情况 (累计)

行业	项目	2010年8月	2010年5月	2010年2月	2009年11月	2009年8月	2009年5月
汽车零部件与配件	累计收入	10308	6283	2150	10518	7105	3945
	同比	46.20%	60.60%	81.00%	20.00%	11.20%	2.00%
	累计利润	823	512	171	745	455	223
	比同期增减	369	292	126	192	38	-26
轮胎制造	累计收入	1878	1132	375	2073	1457	818
	同比	30.40%	38.80%	49.40%	10.60%	3.90%	-1.50%
	累计利润	89	55	17	134	85	38
	比同期增减	5	17	16	79	41	12
橡胶零件	累计收入	375	211	67	384	257	144
	同比	42.90%	45.60%	56.90%	19.20%	10.00%	6.30%
	累计利润	27	16	5	24	14	7
	比同期增减	12	9	3	3	0	-3

数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心, 单位: 亿元

三、新能源依然是快速发展的明星，客车率先产业化

在节能与环保的前提下，新能源汽车无疑是未来汽车行业技术发展的方向，也必然是未来政策引导下快速发展的明星行业。我们也已经连续三年在年度策略报告里面将新能源汽车放到大力推荐的程度。

经过政策的引导与企业层面的共同努力，新能源汽车发展已经取得了一定程度的进展。但是，新能源汽车行业的发展涉及到车辆内部动力系统的切换、涉及到外部使用环境的配套等一系列功能技术的跟进，因此，我们认为新能源汽车的发展依然是渐进的。从新能源汽车发展的进程情况来看，无论是在政策扶持力度、还是车辆的使用管理方面，我们认为新能源汽车板块最先实现产业化的仍然是为公用事业服务的大中客行业。

借鉴发达国家新能源汽车发展的经验，他们也是在公共交通系统率先实现产业化推

广。以美国和加拿大为例，混合动力公交车新车注册量占总的公交车注册量的比重由2003年的1%迅速的上升到了2009年的37%。混合动力公交车保有量的数量也不断上升，到2009年已经占到总保有量的7%。美国新能源汽车在公交车领域进展如此顺利，主要得益于联邦公共交通管理署（Federal Transit Authority，以下简称FTA）的资金补贴项目，FTA鼓励公共交通部门购买更清洁更省油的车辆投入运营。

表 4：美加地区新能源公交车推广情况

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
HEV 公交车注册小计	39	446	384	549	971	1373	2200
公交客车注册量总计	5000	5000	4300	4200	4747	5027	5900
HEV 占比	1%	9%	9%	13%	20%	27%	37%
公交客车保有量	80000	80000	80000	80000	80000	80000	80000
安装混合动力的量	59	505	889	1438	2409	3782	5970
HEV 占比	0%	1%	1%	2%	3%	5%	7%

数据来源：BAE system，中国汽车工业信息网，单位：辆

我国公共服务领域节能与新能源汽车示范推广试点城市数量由2009年的13个推广到20个，我们认为随着节能环保工作的推进，以及北京奥运会、世博会以及广州亚运会等大型项目对新能源汽车推广的良好的示范效应，2011年也许还将有更多的城市开始推广。如果说2009年公共系统新能源发展启动，那么2010年就是推广“十城千辆”计划开局之年，2011年将是快速发展的一年。

表 5：节能与新能源汽车示范推广试点城市

公共服务领域节能与新能源汽车示范推广通知		私人购买新能源汽车试点城市
北京	天津	上海
上海	海口	长春
重庆	郑州	深圳
长春	厦门	杭州
大连	苏州	合肥
杭州	唐山	
济南	广州	
武汉		
深圳		
合肥		
长沙		
昆明		
南昌		

数据来源：财政部、科技部、发改委、工信部四部委

据统计，截止2010年4月份全国共有约220台纯电动汽车，约2000台混合动力汽车，主要是在公交领域，新能源公交车占总的公交车的保有量约为0.4%(全国公交车保有量约为50万)。截止11月份，已经在公共服务领域推广约6000多辆，占公交车比重约为1.2%。根据科技部的十城千辆计划，到2012年25个试点城市每个城市至少推广1000台，则推广数量至少为2.5万台，占比重约为5%。

而从我们跟踪市场相关客车公司新能源订单的情况看,由于地方政府对节能型公共交通的推广,企业获得的订单数量在逐步上台阶。而随着订单数量的提升,生产与采购成本也将趋势性下降,因此,取得订单数量较大的企业有望率先体现业绩。

表 6: 10 米以上公交客车推广补助标准

节能与新能源汽车类型	节油率	使用铅酸电池的混合动力系统	使用镍氢电池、锂离子电池/超级电容器	
			最大电功率比 20%-50%	最大电功率比 50%以上
混合动力汽车	10%-20%	5	20	——
	20%-30%	7	25	30
	30%-40%	8	30	36
	40%以上	——	35	42
纯电动汽车	100%	——	——	50
燃料电池汽车	100%	——	——	60

数据来源: 节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法

注: 最大电功率比 30%以上混合动力汽车补助标准均含 Plug-in; 单位: 万元

图 20: 新能源公交车销售情况预计

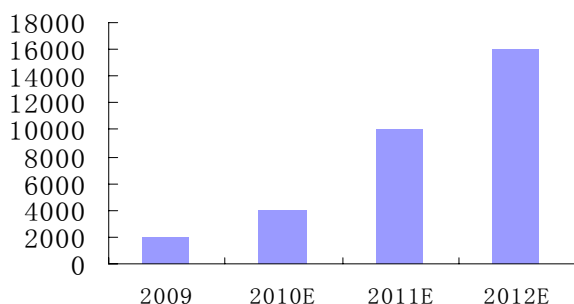
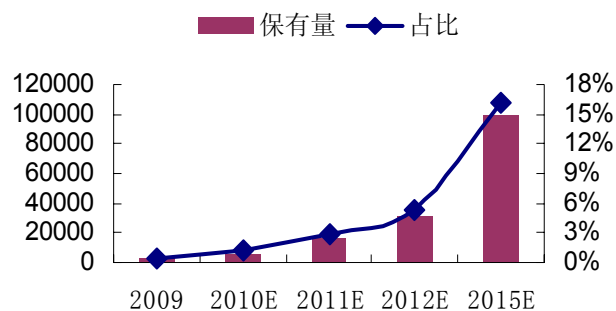


图 21: 新能源公交车保有量预计



数据来源: 广发证券发展研究中心

四、企业重组是行业发展的重要课题

根据中共中央关于制定“十二五”规划的建议指出:合理引导企业兼并重组,提高产业集中度,发展拥有国际知名品牌和核心竞争力的大中型企业,提升小企业专业化分工协作水平,促进企业组织结构优化。我们认为在行业缺乏趋势性机会的阶段,汽车行业并购重组也将是行业的热点。

根据wind资讯,截止到2010年8月份汽车中整车制造368个。假设2010年行业销售规模达到1700万辆,平均一个汽车制造企业的规模只有4.62万辆,对于规模效应明显的汽车行业,集中度明显有待整合。同时,行业的整合也有利于产能的合理利用,大家所说的产能过剩很多都是属于结构性过剩,业内的兼并重组有利于行业资源的合理分配。

截止到2010年8月份我国汽车零部件及配件制造业11206个,实现营业收入1.03万亿;平均每个企业的销售收入的企业仅为9199万元。因此零部件行业也存在兼并重组的需求,同时,凭借国内汽车市场的景气,国内优势零部件企业也存在海外并购的动力与实力。

五、行业评级与投资逻辑

我们判断2011年汽车行业规模增长水平在10%左右；估值合理区间15-20倍；因为行业新增产能要到2011年年底或者2012年初才会有释放，因此预计行业利润增速在20%左右。我们认为行业在各发展阶段都会出现亮点，因此我们的投资逻辑是积极把握阶段性特色的投资机会。

我们短期看好中高级乘用车市场需求的景气持续，产品结构的优化有望带动行业业绩再次超预期，这也是我们维持行业“买入”评级的主要原因。中期我们聚焦于产业政策推动下，新能源相关板块以及具有重组等题材的标的。

（1）中高级乘用车景气持续，看好市场份额提升，业绩存在超预期的上海汽车、华域汽车、福耀玻璃、一汽富维等；

（2）新能源汽车依然政策引导下行业发展的明星，关注上游电池、电机、电控核心零部件公司的同时，关注在新能源产业化过程中优先受益的公共交通板块的趋势性机会，如亚星客车、安凯客车、中通客车等。而上游关注的标的则主要包括江苏国泰、西藏矿业、杉杉股份、大洋电机、华域汽车等。

（3）企业的并购重组是“十二五”推进的又一重点，重点关注一汽轿车、亚星客车、云内动力、风神股份等。

六、风险提示

市场的系统性风险以及上游成本上升超出我们的预期。

广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

汽车行业四季度投资策略_行业跟踪分析报告	汤俊	2010-09-29
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

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。

	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：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。