

汽车行业 (2010-12-07)


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

低档起步，以稳为主

——汽车行业 2011 年投资策略

2010 年汽车产销尚未收官，但全年约 30% 的增幅已基本锁定。前十个月，轿车对于全行业增长的贡献率达到 46%，增速领先的 SUV 在行业销量中的权重持续提升，增长贡献率也达到了 14%。由于供给释放力度不大，行业的产能利用率仍居高位，企业增收更增利成为普遍现象。

2011 年行业处于大普及周期和小调整周期的交汇点。新产能的陆续投放将使目前行业供应偏紧的状态出现扭转，产能利用率下滑将无可避免。虽然汽车产业政策出现 180 度转向的可能性不大，但“战略性退出，战术性扶持”的政策取向也已经明朗。此外，生产、使用环节的成本增加也将对行业产生持续的影响。总之，负面的因素不断累积，预计 2011 年汽车销量增速回落至 10% 左右，盈利增幅为 15%。

SUV 仍将领跑 2011 年。各细分行业中，SUV 和大中客投资价值将被凸显，前者顺应消费升级的发展方向，后者内需稳定且出口持续恢复。相较而言，上半年轿车和重卡将受制于此前需求的集中释放，高基数基础上再续增长的难度较大。

投资亮点并不缺乏。在行业的调整年，兼并重组将成为市场关注的焦点，内在产业发展规律和外部政策驱动将加速行业的整合步伐。新能源汽车是未来十年行业最大的增长点，从整车到核心零部件再到上游资源的投资路径将被市场反复挖掘。此外，随着产业的不断发展，先进零部件厂商和经销商在产业链中份额也将日益增加。

估值具备一定的安全边际。目前汽车股的动态市盈率在 15 倍一线，处于 A 股市场的估值低端，实际上已经体现了市场对于明年汽车行业的悲观预期。尽管根据投资循环模型的分析，2011 年汽车行业可能无法获取超额收益，但在普及周期的大背景下也不宜对行业过于看淡。所以，我们给予行业中性的评级。

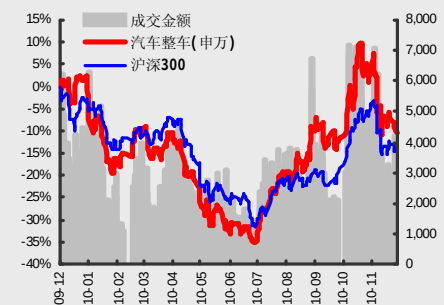
上市公司投资建议。对于 2011 年汽车整车及零部件范畴内上市公司的投资逻辑，我们主要遵循重组题材、新能源汽车、优质零部件、细分行业龙头等四条主线。基于市场与我们对于上市公司预期和理解的偏差，我们重点推荐一汽夏利、金龙汽车、福田汽车、曙光股份、万里扬、中鼎股份、宇通客车、上海汽车。

行业评级 中性(首次)

市盈率(TTM): 15.11

市净率: 3.49

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-16.49	33.80	-10.37
相对表现 (%)	-5.49	16.65	3.55

数据来源: Wind 资讯

重点公司盈利预测与评级

公司	评级	EPS		
		09A	10E	11E
一汽夏利	推荐	0.12	0.31	0.35
金龙汽车	推荐	0.32	0.58	0.66
福田汽车	推荐	1.13	2.01	2.25
曙光股份	推荐	0.72	0.88	1.01
万里扬	推荐	1.08	1.00	1.40
中鼎股份	推荐	0.47	0.75	0.93
宇通客车	推荐	1.08	1.58	2.00
上海汽车	推荐	1.00	1.60	1.90

 张宇 行业研究员
 张志鹏 (执业证书 S0820209120024)

邮箱: zhangyu@ajzq.com

电话: 021-32229888-3502

请务必阅读正文之后的重要声明

目 录

一、行业 2010 年运行回顾	4
1.1 产销	4
1.2 细分行业表现	5
1.3 市场结构	5
1.4 出口	6
1.5 效益	7
1.6 价格	7
二、关于行业在 2011 年的一些预测	8
2.1 “新十年”的开端	8
2.2 相关宏观指标分析	8
2.3 供需关系	9
2.4 产业政策	10
2.5 成本分析	11
2.6 行业的销量与盈利预测	11
三、2011 年可能存在的亮点与机会	13
3.1 重组	13
3.2 新能源汽车	13
3.3 整车制造以外的环节	14
3.4 主要细分行业景气度预测	15
四、行业投资策略	16
4.1 2010 年汽车板块回顾	16
4.2 估值已经回落至安全区域	16
4.3 销量不给力，行业难获超额收益	17
4.4 不抛弃不放弃，给予行业中性评级	18

图表目录

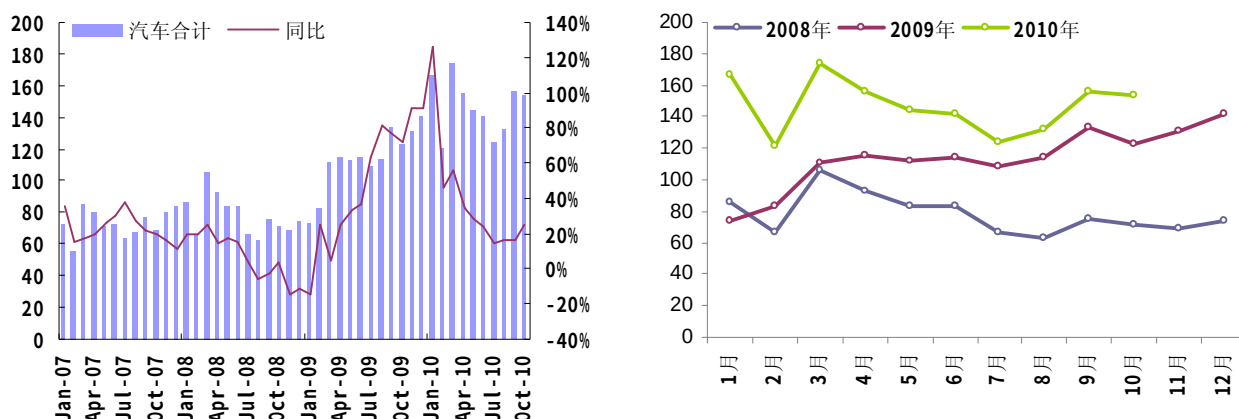
图 1	4
图 2	5
图 3	5
图 4	6
图 5	6
图 6	6
图 7	7
图 8	7
图 9	7
图 10	8
图 11	8
图 12	9
图 13.....	10
图 14.....	10
图 15.....	11
图 16.....	11
图 17.....	12
图 18.....	12
图 19.....	14
图 20.....	16
图 21.....	16
图 22.....	16
图 23.....	17
图 24.....	17
表 1.....	4
表 2.....	8
表 3	13

一、行业 2010 年运行回顾

1.1 产销

2010 年前十个月，汽车行业产销分别完成 1,462.38 万辆和 1,467.70 万辆，同比分别增长 34.49% 和 34.76%，累计增速依然处于持续回落状态，但回落势头有显著放缓。

图 1 汽车行业销量月度连续与按年分段走势一览 单位：万辆



（数据来源：中汽协 爱建证券）

自下半年节能汽车补贴政策推出以后，轿车市场景气有所回升，带动全行业产销水平保持在高位。整体看，在 2009 年的高基数背景下，行业仍能实现连续增长，实属难能可贵。

表 1 2010 年汽车行业销量一览 单位：万辆

日期	一季度		二季度		三季度		1-10 月累计		全年 E	
车型	销量	同比	销量	同比	销量	同比	销量	同比	销量	同比
汽车整体	461.1	72.5%	440.6	29.0%	412.3	16.0%	1,467.8	35.0%	1,798.1	32.3%
乘用车	352.4	77.1%	319.7	26.2%	317.7	17.4%	1,110.1	35.8%	1,372.5	33.1%
轿车	240.3	70.2%	218.5	19.8%	221.7	12.8%	764.0	29.9%	949.8	27.3%
MPV	10.3	119.6%	10.7	91.4%	10.5	63.6%	35.4	86.5%	44.0	76.6%
SUV	26.9	162.3%	31.8	113.2%	35.2	86.9%	105.9	108.9%	132.6	101.7%
交叉型	75.0	74.8%	58.7	16.4%	50.3	3.1%	204.8	28.3%	246.2	26.3%
商用车	108.7	59.2%	120.9	37.1%	94.6	11.4%	357.8	32.8%	425.6	28.7%
卡车	99.2	61.0%	109.3	37.7%	83.3	10.5%	321.9	33.3%	381.0	29.0%
重卡	26.8	162.3%	31.7	83.2%	20.4	15.6%	85.9	67.9%	99.4	56.4%
中卡	7.2	28.7%	7.8	1.5%	6.0	-2.5%	23.3	9.1%	27.7	9.2%
轻卡	50.0	47.6%	53.9	36.1%	42.8	10.5%	162.4	29.5%	193.5	25.0%
微卡	15.3	27.8%	15.8	7.5%	14.0	9.8%	50.3	15.7%	60.3	17.3%
客车	9.5	41.6%	11.6	31.1%	11.4	17.0%	35.9	27.4%	44.5	25.7%
大客	1.3	112.9%	1.6	69.0%	1.8	28.7%	5.3	57.9%	6.9	50.2%

请务必阅读正文之后的重要声明

中客	1.8	33.2%	2.3	5.3%	2.4	0.2%	7.1	9.5%	8.9	6.5%
轻客	6.4	34.6%	7.7	34.4%	7.2	21.0%	23.5	28.2%	28.7	27.8%

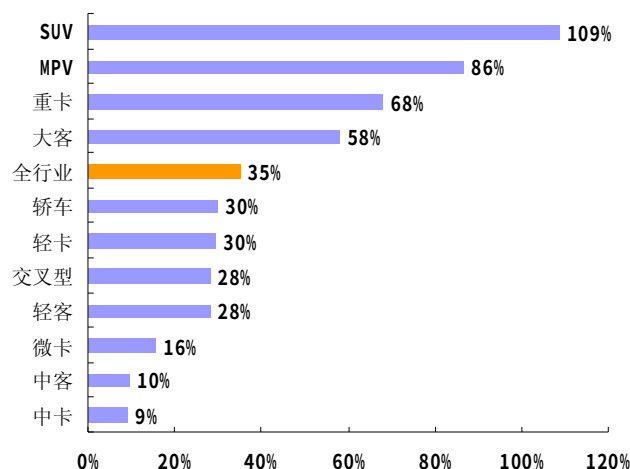
（数据来源：中汽协 爱建证券）

1.2 细分行业表现

分析各子行业可以看到，SUV 和 MPV 两个乘用车中的细分行业，充分受益于消费升级，销量增速领先；重卡和大客作为 2009 年以来相对复苏节点较晚的行业，其被抑制的需求在 2010 年得到了充分的释放；轿车、轻卡、微客作为本轮汽车行业景气上行周期的主力，在政策刺激和需求自然增长的双重推动下，其 2010 年的表现依然可观；相对而言，在货车和客车行业产品向重型化和轻型化两极发展的大势之下，中客和中卡在 2010 年的销量增速处于落后位置。

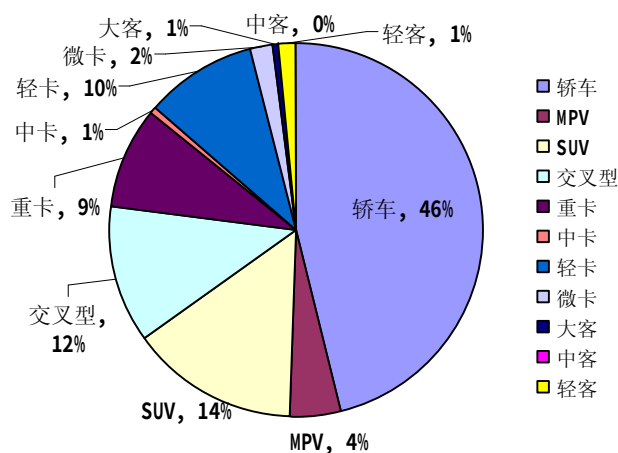
细分行业的销量增长贡献率，一者取决于行业的销量表现，二者取决于在行业内的销量权重，所以，轿车的贡献率依然领先，达 46%；而随着产销规模的不断扩大，SUV 对于行业的拉动效应已愈发明显。

图 2 细分行业销量增速一览(2010.1-10)



（数据来源：中汽协 爱建证券）

图 3 细分行业销量增长贡献率(2010.1-10)



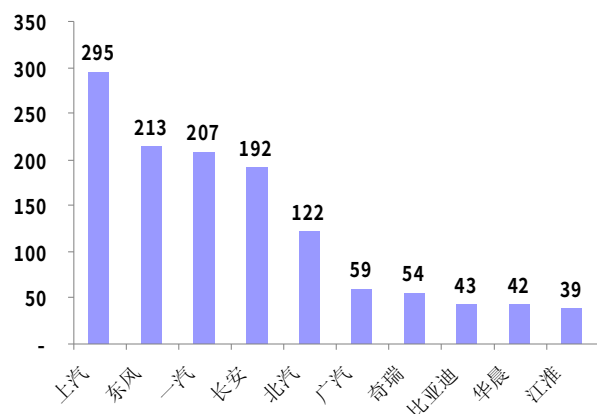
（数据来源：中汽协 爱建证券）

1.3 市场结构

上汽在销量上依然领先全行业，长安在扩产增能和兼并收购的双轮驱动之下，销量水平已经逼近了东风和一汽，目前行业内“四大”已经显著拉开了与第二集团的差距。

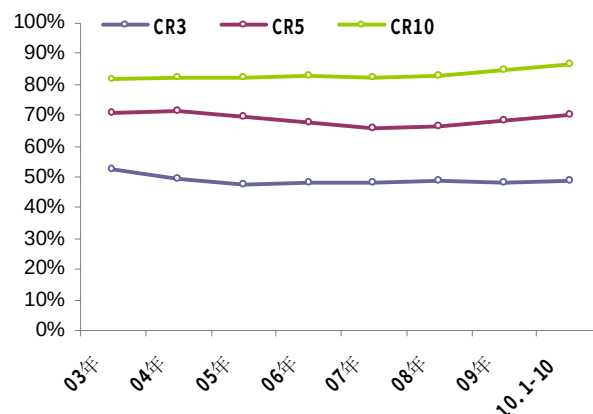
从市场结构的演变可以看到，2010 年 1-10 月，行业前三、前五、前十企业的市场占有率较之 2009 年均有提升，强者愈强将是未来汽车产业的发展趋势。

图 4 集团层面销量前十排行(2010.1-10) 单位: 万辆



(数据来源: 中汽协 爱建证券)

图 5 市场份额演变(2010.1-10)



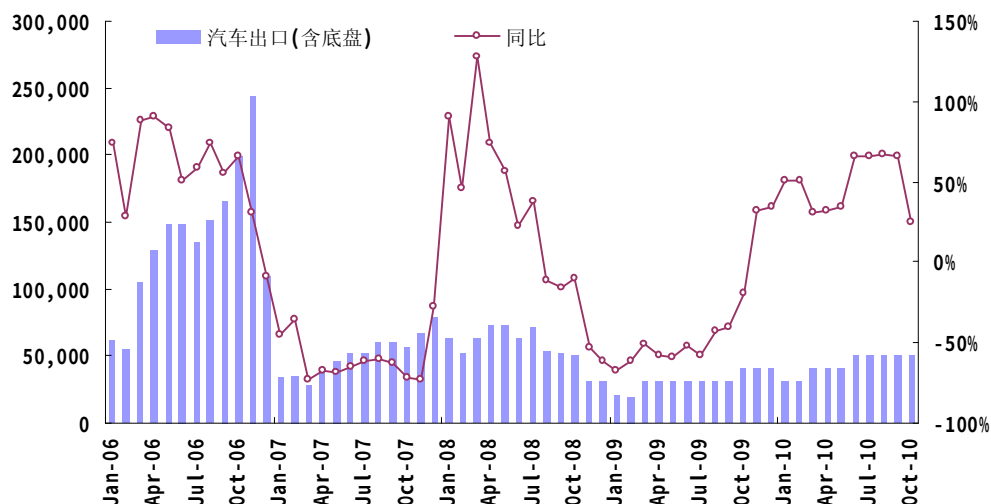
(数据来源: 中汽协 爱建证券)

1.4 出口

2010 年 1-10 月, 汽车出口约 43.63 万辆, 同比增长 47.94%, 续了 2009 年以来的复苏态势。其中, 我们重点关注的轿车、重卡、大客的出口量分别为 121,483 辆、32,319 辆、8,156 辆, 同比增速分别为 106.6%、17.9%、54.8%。

由于海外经济复苏进程缓慢, 国内车企出口业务或受制于主要出口国需求恢复力度偏弱, 或受制于相关国家的贸易保护, 行业出口在 2010 年的整体表现实际上仍略低于年前的预期。

图 6 汽车(含底盘)出口及增速 单位: 辆

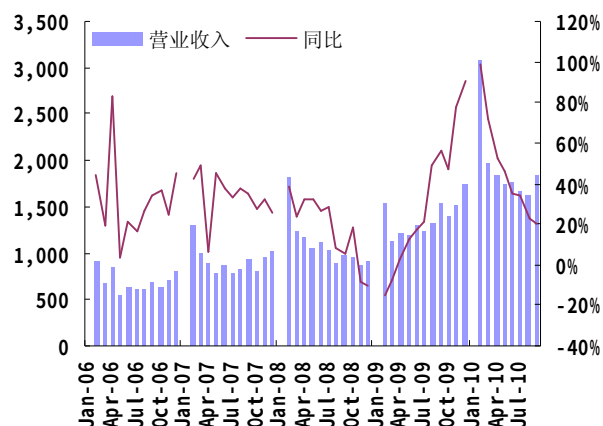


(数据来源: Wind 爱建证券)

1.5 效益

2010 年前九个月, 国内重点汽车企业(集团)的累计营业收入和利润总额同比增速分别达 47.92% 和 99.83%。由于新建产能投产规模不大, 行业的产能利用率未有下滑, 使得毛利率维持在 17% 的高位, 盈利大增成为行业的普遍现象。

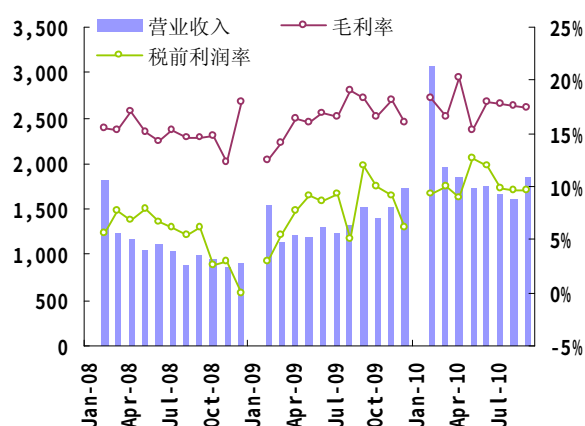
图 7 重点集团营业收入及增速(2006.1-2010.9)



（数据来源：中汽协 爱建证券）

注：2 月数据为 1-2 月累计值 单位：亿元

图 8 重要财务指标波动一览(2008.1-2010.9)

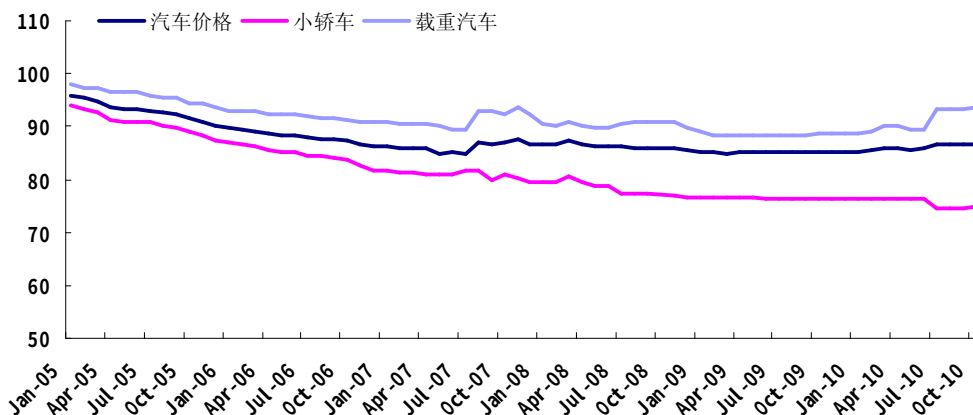


（数据来源：中汽协 爱建证券）

1.6 价格

价格是供需相互作用的产物, 2009 年以来车价保持平稳, 2010 年甚至小幅上涨, 直接反映了汽车市场需求之旺盛。轿车价格趋稳, 源于市场发展成熟度提升, 厂商在新车定价相对合理使得降价空间收窄。载重汽车的价格上涨, 既受益于上半年偏紧的供求关系, 也与行业产品升级带动整体车价上涨有关。

图 9 汽车价格指数走势 (2006.1-2010.10)



（数据来源：Wind 爱建证券） 注：指数以 2005 年 1 月为 100

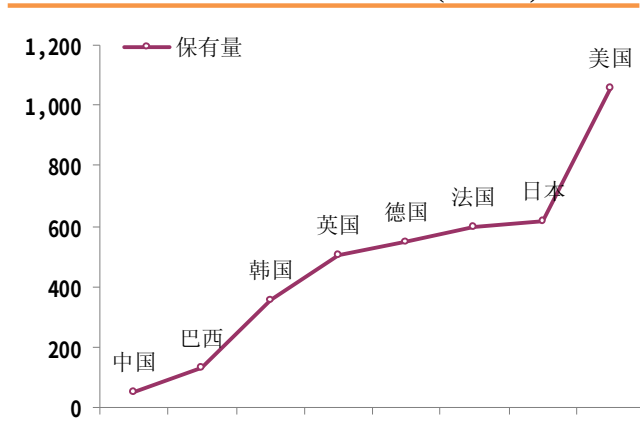
二、关于行业在 2011 年的一些预测

2.1 “新十年”的开端

在经历了 2001-2010 年快速发展时期之后，汽车行业将进入一个平稳发展的“新十年”。从消费属性看，伴随着人均收入的持续增加，汽车产品已从可选消费品转变为大众消费品。从行业增长的驱动力看，三四线城市的新置需求和一二线城市的换购需求将成为未来十年汽车消费增长的两大驱动引擎。

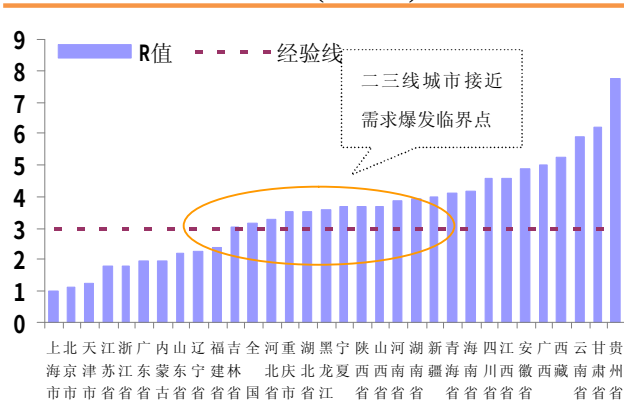
关于保有量水平的分析，主要有两层：首先，09 年我国每千人汽车保有量约为 47 辆，横向比较，偏低的保有量无疑仍是未来十年是汽车消费持续动力所在。但不可忽视的是，随着保有量绝对数的增加，未来十年行业的周期性波幅较此前将显著收窄。

图 10 世界主要国家汽车保有量比较(2009 年)



（数据来源：中汽协 爱建证券）单位：辆/千人

图 11 国内省市 R 值一览(2009 年)



（数据来源：统计局 爱建证券）注：R 值=人均 GDP/车价

2.2 相关宏观指标分析

通过对部分宏观指标的粗略分析可以得出，与汽车行业有紧密关联的中长期经济指标向好趋势不变，但短期指标走弱的可能性增加。整体而言，宏观经济环境的变化将对行业在中短期内的景气度构成一定的负面影响。

表 2 对于部分相关宏观经济指标的简要分析

	指标	2011 年预测	受影响的子行业
中长期指标	城镇居民可支配收入	持续增长	乘用车
	农村居民可支配收入	持续增长	乘用车
	城镇化率	持续提升	客车、客车
	GDP	增速下滑	全行业
	保有量	持续增长	全行业

短期指标	固定资产投资增速	增速回落	货车
	房地产新开工率	低谷可能性大	货车
	M2 增速	有所回落	全行业
	A 股指数	不确定	轿车
	消费者信心指数	受通胀压制	全行业
	公路客、货运数据	不确定	客车、货车

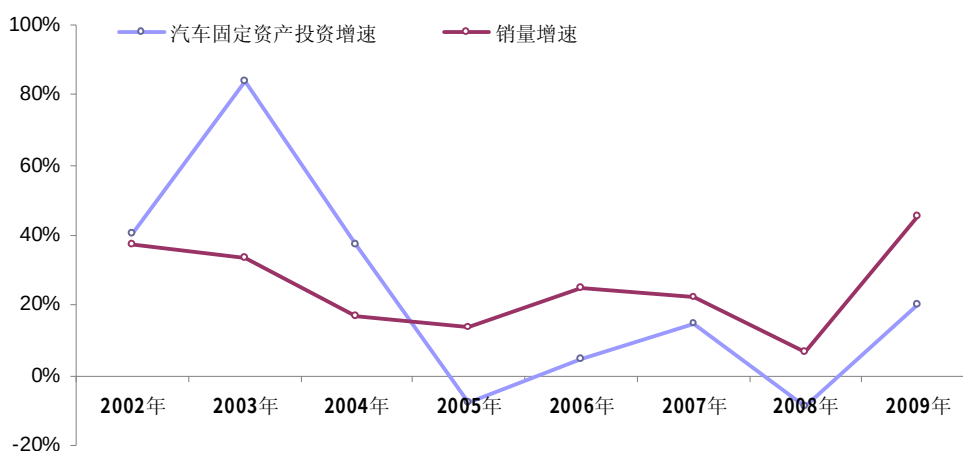
(资料来源: 爱建证券)

2.3 供需关系

2009 年以来的新建产能将逐渐进入投放期。较之 2003 年前后的疯狂时期, 目前国内车企的扩张节奏已比较理性。但从已有的统计数据可以看到, 车企的投资节奏与当年行业产销波动的同步性较高, 换言之, 身处行业景气上行周期的车企一般很难压制强烈的投资冲动。

然而, 当汽车行业逐渐步入景气下行周期时, 车企在此前密集投建的项目恰恰开始进入投产期(行业经验大约是两年时间), 此消彼长之下, 行业供应偏紧的状况出现扭转。本轮行业周期也未例外, 预计明年行业整体产能利用率将出现一定幅度的回落。

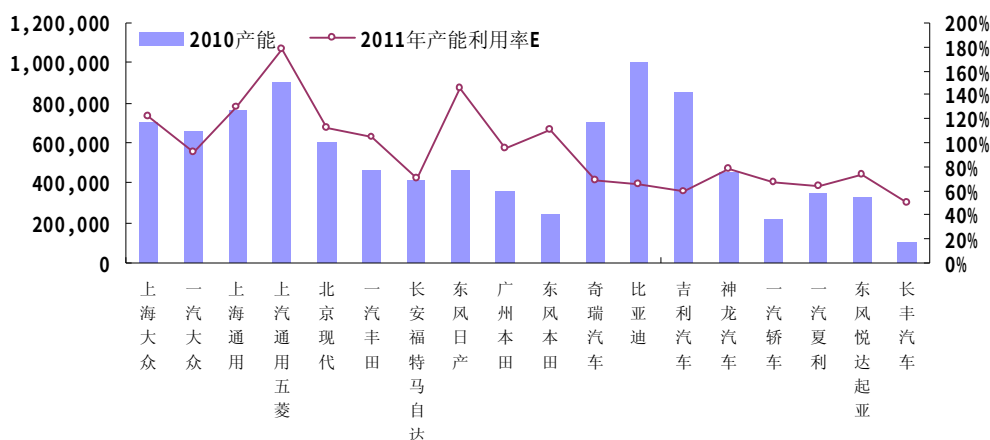
图 12 汽车投资 FAI 与销量增速比较



(数据来源: Wind 爱建证券)

由于乘用车占据了行业销量约七成多权重, 所以我们主要关注乘用车企的产能情况。综合考虑市场的需求演变以及车企的扩产节奏, 预计明年全行业产能利用率将小幅下滑。主要合资车企的产能利用率仍能保持在较高水平, 而自主品牌车企的产能利用率将因近两年的急剧扩张而遭遇相对较大的回落。

图 13 主要乘用车企产能及产能利用率一览 单位：辆



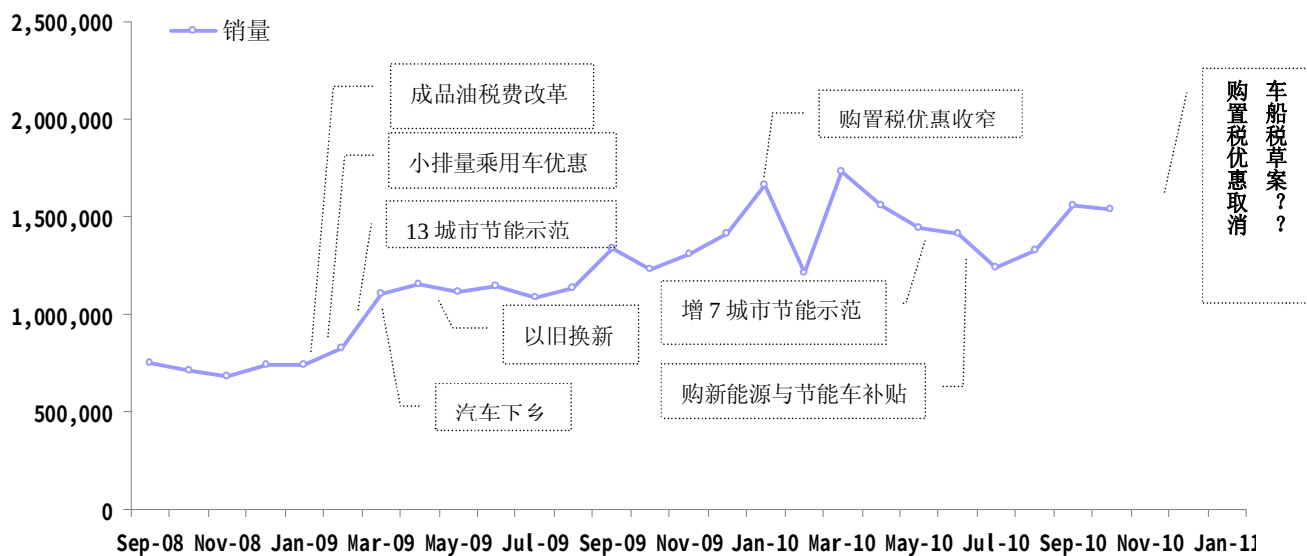
(数据来源：爱建证券)

2.4 产业政策

回顾 2009 年以来的关于汽车产业的主要政策，从积极地释放优惠促进总体销量到重点扶持节能与新能源汽车，可以清晰的看到政府在不同时期的不同着力点与政策诉求。

不同于市场的看法，我们认为，明年政府对于汽车产业的政策出现 180 度转向的可能性不大，但“战略性退出，战术性扶持”的政策取向已经明朗。预计 2011 年小排量购置税优惠将取消，汽车下乡和以旧换新到期后可能会以其他方式继续，新能源车和节能车消费将成为政策鼓励的重点。

图 14 09 年以来的重要汽车政策发布一览(单位：辆)



(数据来源：中汽协 发改委 爱建证券)

2.5 成本分析

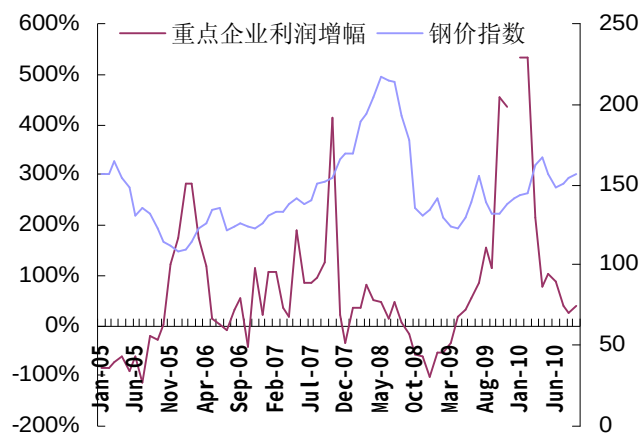
我们所关注的成本主要分为生产成本和使用成本两块。参照行业经验，汽车的生产成本主要有制造费用、原材料、人工三部分，占比分别为 60%、25%、7%(大致数据，不同车型的成本比例略有不同)。

我们认为，2010 年广州本田发生的工人因不满薪资待遇问题而被迫停产的事件对于行业的发展有启示性的意义。首先，短期内车企工人的工资将较大提升，这将增加厂商的成本压力；而人工成本的上升将促使厂商增加机械的使用率，间接的推动产业升级。

至于以钢材为代表的主要原材料和居民日常使用涉及的成品油，通过下图的分析可知，在目前的发展阶段，汽车行业盈利受二者的影响比大众认识的要小得多。

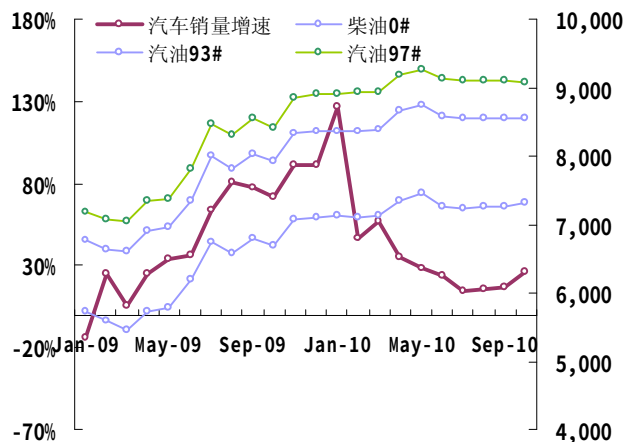
整体看 2011 年，多项成本有不同程度增加无疑会对行业的盈利产生一定的侵蚀。但就对车企经营效益大趋势的影响而言，销量始终是第一位的，成本并非最重要的因素。

图 15 车企盈利增速与钢价的相关性不显著



(数据来源: Wind 中汽协 爱建证券)

图 16 汽车销量增速与油价的相关性不显著



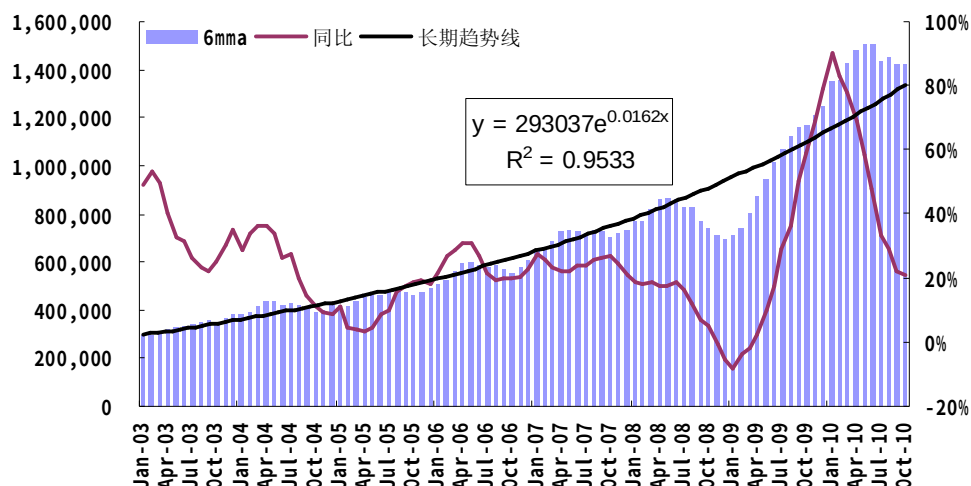
(数据来源: Wind 中汽协 爱建证券) 单位: 元/吨

2.6 行业的销量与盈利预测

在经历了近两年的超常规发展，行业已经进入了周期回落阶段。我们可以认为，在一揽子优惠政策的刺激下，本轮行业景气周期不仅完成了对 2008 年被抑制需求的修复，而且也在一定程度上透支了 2011 年的需求，尤其是年前的突击消费将对一季度的需求构成压力。

再结合上文对于宏观、产业政策、行业供需等因素的分析，我们认为 2011 年行业的增速将会放缓至 10% 左右，尤其上半年，将会出现多个同比负增长的月份。

图 17 汽车行业 6 月移动平均销量及同比增速 单位：辆

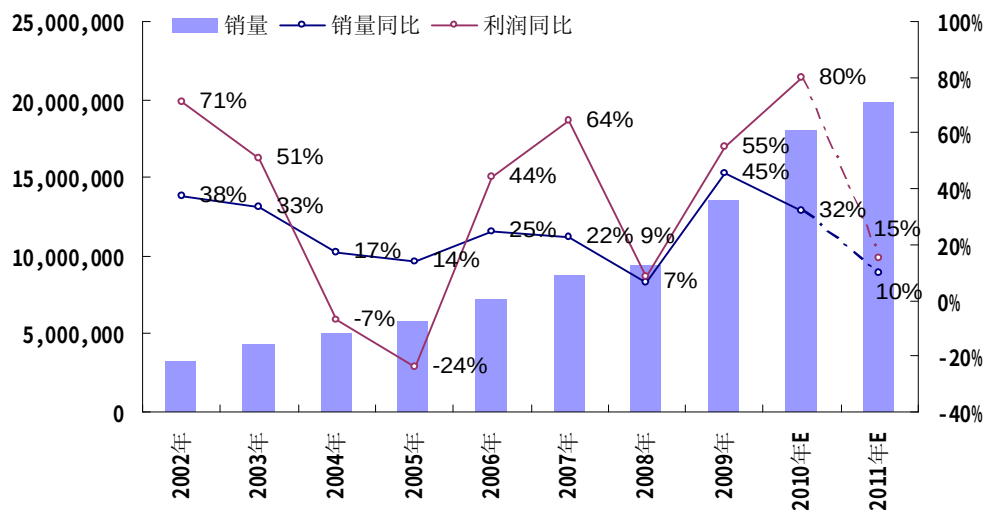


（数据来源：爱建证券）

随之而来的问题是，行业盈利增幅是否也将大幅回落甚至同比下降？因为根据统计所得的结果，销量增速低于 15% 的年份，盈利增长数据往往不乐观。

我们认为市场对于行业在 2011 年盈利的担忧有过度之嫌。首先，尽管处于产能释放周期，但车企自身还是具备一定的微调能力，所以实际产能利用率的降幅可能会低于市场预期。其次，车企产品结构的改善(同排量产品的盈利能力提升，而不是单纯指加权排量增加)将有助于平滑盈利的波动。所以，预计 2011 年汽车行业盈利仍有望保持 15% 的同比增幅。

图 18 汽车行业年度销量及利润增速 单位：辆



（数据来源：中汽协 爱建证券）

三、2011 年可能存在的亮点与机会

3.1 重组

既然我们把 2011 年定义为行业的休整年，那么，对兼并重组——往往是每轮调整周期中的汽车产业所不可绕开的话题——就不能不重视。我国目前车企众多且绝对规模偏小，所以整合既是行业发展的大势所趋，也是国家政策力推的重点。2010 年 9 月份的《国务院关于促进企业兼并重组的意见》，就把汽车排在了六大行业之首。

根据 09 年的《汽车产业调整与振兴规划》的指导目标，将争取形成 2-3 家产销规模超过 200 万辆的大型汽车企业集团，4-5 家产销规模超过 100 万辆的汽车企业集团，产销规模占市场份额 90% 以上的汽车企业集团数量由目前的 14 家减少到 10 家以内。预计在未来的行业整合过程中，“四大和四小”将成为主导力量。

表 3 部分可能参与兼并重组的上市公司

分类	上市公司	可能的重组方向
整车	一汽轿车	一汽集团重组
	一汽夏利	
	一汽富维	
	亚星客车	潍柴动力收购
	金龙汽车	福建汽车被第三方兼并
	中通客车	中国重汽收购
	*ST 金杯	华晨集团借壳
零部件	凌云股份	中兵集团资产注入
	东风科技	东风集团旗下零部件资产整合
	长春一东	中兵集团资产整合
	中鼎股份	作为并购方，实施海外收购
	宁波华翔	

（资料整理：爱建证券）

3.2 新能源汽车

新能源战略已经上升为国家战略，国家对于新能源汽车的重视以及发展新能源汽车的必要性已无需赘述。我们仅尝试从投资的角度，对新能源汽车产业的投资逻辑再次做一个梳理。

事实上，从整车到核心零部件再到上游矿产资源的发掘路线图也已经被市场所熟知。我们认为，对于新能源汽车的投资，还是应该遵循“远看发展、近看政策”的投资逻辑。即注重企业在新能源产业链中的地位及发展前景，淡化短期盈利，同时，也可以关注相关利好政策披露所激发的交易性机会。

图 19 新能源汽车产业投资逻辑



（资料整理：爱建证券） 注：只是列出了部分代表性的上市公司

由于关键设备都依赖外购，所以，目前新能源汽车的主要利润不在整车组装环节，核心零部件环节的胜者可能会成为产业发展的最大赢家，但这需要经历市场和时间的检验。

回到对于整车的思考，客车(尤其是公交车)由于易得财政支持、运行方式固定易于充电、对速度要求相对较低等优点，有望先于轿车实现产业化。在传统客车领域处于跟跑者的安凯客车（000868）、中通客车（000957）可能会借机成为新领域的领跑者。

3.3 整车制造以外的环节

I 零部件

中国汽车要由大做强，如果脱离了发达的零部件产业这一基础，只能是一句空谈。对于国内零部件制造商而言，代表未来发展方向的主要包括关键总成和汽车电子等领域值得重点关注，相关上市公司如潍柴动力（000338）、威孚高科（000581）、启明信息（002232）等。

I 经销商

汽车经销商的业务主要包括新车销售、二手车销售以及售后服务。目前，新车销售依然是国内经销商的支撑业务，但随着汽车保有量的增加，二手车销售和售后服务将持续增加。事实上，成熟市场的售后服务业务利润可以占到汽车经销商 **50%** 以上，且需求的抗周期性强。

未来 **10** 年，汽车经销商行业规模的年复合增长率有望达到 **20%**，行业内公司可以作为长线品种关注，相关上市公司主要有中大股份（**600704**）、鼎盛天工（**600335**）、大厦股份（**600327**）等。

3.4 主要细分行业景气度预测

I 轿车

受购置税优惠政策退出预期的影响,预计**11、12**月的轿车销量将比较可观。四季度购车高峰的形成一方面有助于锁定**2010**年全年的高增长,另一方面需求的提前释放将使**2011**年一季度的市场承压,加上明年政策对于轿车消费的态度尚未明朗,可以说,短期内行业的不利因素和不确定正在逐步增加。

I SUV、MPV

SUV是近两年表现最好的细分行业,**SUV**产品的契合了一二线城市“购第二辆车”的需求,其消费属性与中高级轿车相近。家用型**MPV**需求激增与城市型**SUV**市场火爆的逻辑类似,两者都顺应了消费升级中人们对于产品舒适性和差异性的要求。不过,**MPV**产品需求中很大一块来自商务用车,明年宏观经济增速放缓并传导至企业盈利及购车行为的可能不可忽略。所以,同乘消费升级的东风,预计**SUV**将比**MPV**飞得更高。

I 重卡

2009年的推迟消费、四万亿投资的刺激、行业的自然增长构成了重卡在**2010**年(尤其是上半年)爆发的主要驱动力,但**2010**年需求的集中释放带来的高基数即将转为**2011**年再续增长的阻碍。总之,在固定资产投资、房地产新开工增速等回落预期之下,**2011**年重卡行业的起步将比较沉重。

I 大中客 稳健增长

大中客行业始终是比较稳健的细分行业,行业下游客运(约占**60%**)、公交(约占**30%**)需求稳定,**2009**年以来受政策惠及力度较小,所以也就不存在透支消费一说。由于产品性价比的优势,行业未来的出口前景比较乐观,出口持续复苏可期。

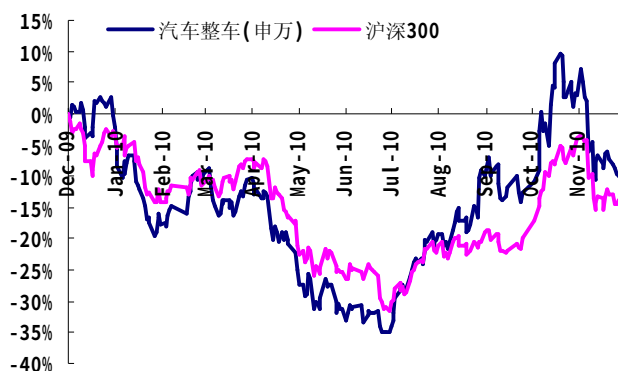
需要强调的是,市场关于铁路行业对公路客运形成挤压的忧虑可能是过度的。铁路运输对于公路客运的替代主要体现在长途上,而**100**公里以上的客运量仅占公路客运总量的**10%**。而且,即使存在高端客运需求向铁路转移的现象,也应该对应的存在低端铁路客运需求向公路转移的情况。整体看,铁路提速加速了旅客周转效率,将有助于“点对点”模式的中短途客运需求的增加,所以,高铁对客车行业的影响主要存在于结构层面,对总量影响不大。

四、行业投资策略

4.1 2010 年汽车板块回顾

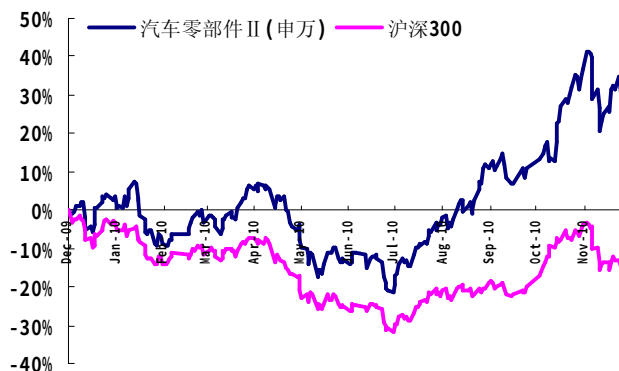
2010 年汽车股的走势可以用“前低后高”来形容，上半年销量增速大幅回落的悲观预期压制了行业的估值，而节能汽车补贴政策的出台是行情的转折点，汽车板块在下半年成为市场反弹的主力。

图 20 汽车整车相对沪深 300 走势(09.12.07-10.12.03)



(数据来源: Wind 爱建证券)

图 21 汽车零部件相对沪深 300 走势(09.12.07-10.12.03)

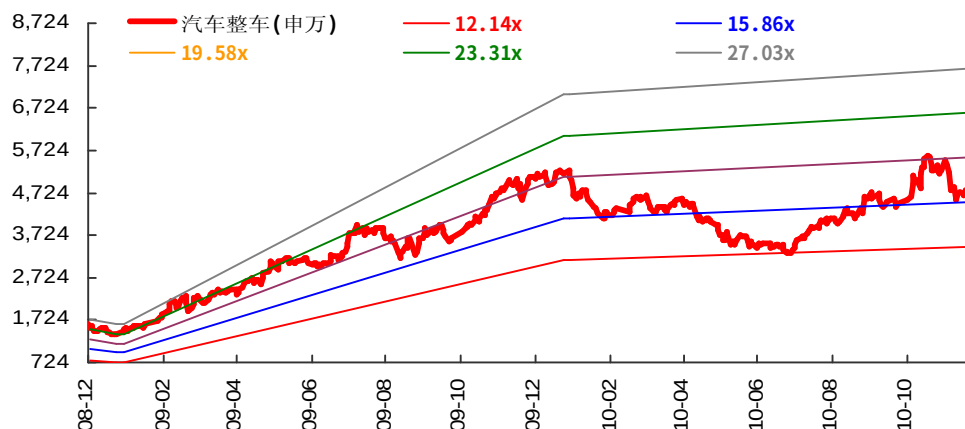


(数据来源: Wind 爱建证券)

4.2 估值已经回落至安全区域

从纵、横两个方面考虑：首先，汽车股估值已经处于 A 股市场低端，这在很大程度上已经体现了市场对于明年汽车行业的悲观预期。其次，15 倍左右的 PE 水平已经到了行业的中期支撑线。除非行业发展出现超预期的恶化，否则可以说，目前汽车股的估值是比较安全的。

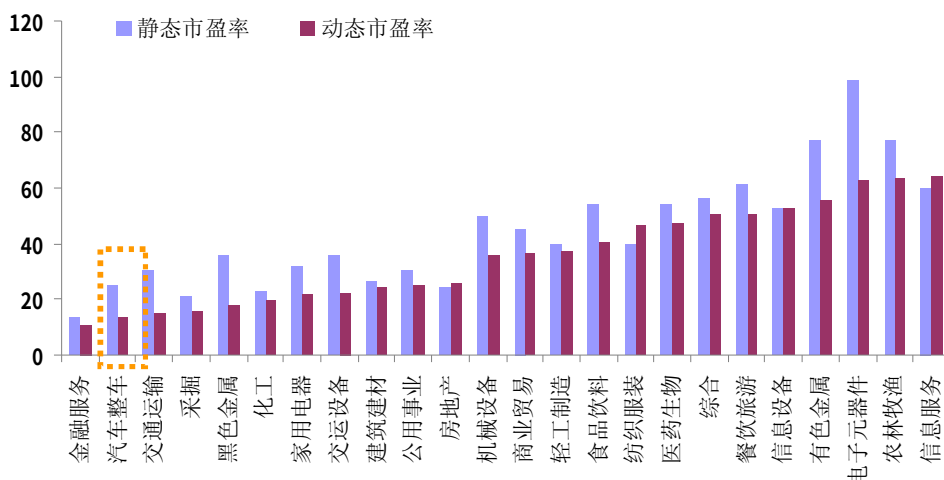
图 22 近两年汽车整车 PE 表现(2008.12.08-2010.12.03)



(数据来源: Wind 爱建证券)

请务必阅读正文之后的重要声明

图 23 汽车股估值处于市场低端（2010.12.03）

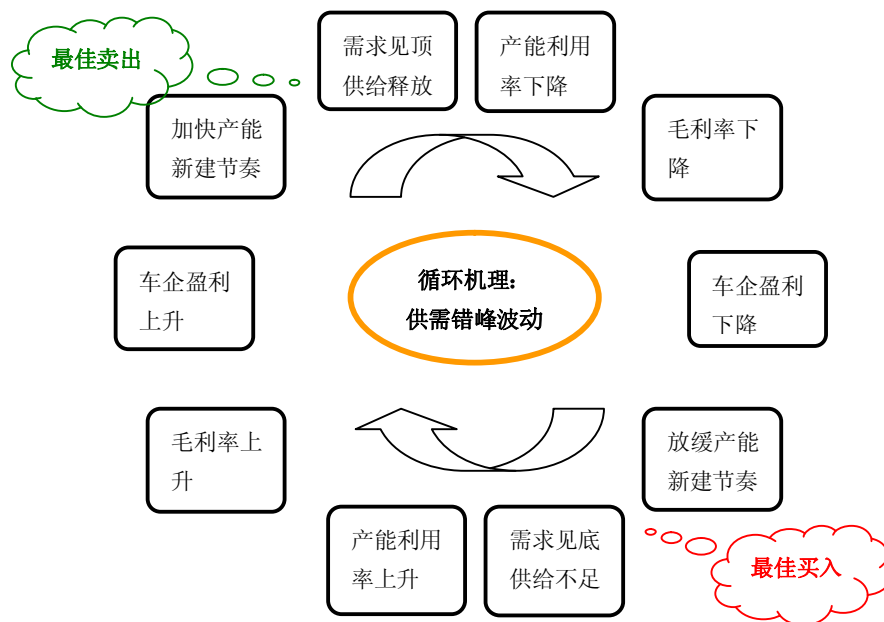


（数据来源：Wind 爱建证券）

4.3 销量不给力，行业难获超额收益

承接上文的分析，由于 2011 年汽车行业销量增速将回落至 10% 左右，同时各项成本都面临上升的难题，行业盈利增长的空间将比较有限。从汽车行业的投资逻辑循环图可知，作为典型的周期性行业，目前阶段显然不是好的买入时机，获得超额收益的概率也不大。

图 24 汽车行业理论意义上的投资逻辑循环图



（资料来源：爱建证券）

4.4 不抛弃不放弃，给予行业中性评级

我们认为，伴随着收入和盈利增幅的显著回落，12-18 倍将成为行业估值的在中期内的波动区间，直到新的预期出现并打破均衡。考虑到目前行业估值已经退守至 15 倍，所以尽管市场为悲观预期所笼罩，我们还是**给予行业中性评级**，并将时刻关注未来市场可能错杀而催生的买入机会。

具体**整车细分行业的推荐顺序如下：客车>SUV、MPV>轿车>重卡**，需要特别指出的是，投资主要基于预期与博弈，所以此处所列的行业投资价值顺序与上文行业景气预测并不一致。

对于汽车整车及零部件范畴内上市公司的投资逻辑，我们主要遵循四条主线：

一是重组题材，由于重大事项发生时点的不可预知性，该类上市公司需要提前布局，推荐一汽夏利、金龙汽车。

二是新能源汽车，行业市场关注度高，且实际效益无法即时体现，但优势在于催化剂众多，易催生交易性机会，推荐曙光股份、安凯客车。

三是优质零部件，产品技术升级和出口拓展是零部件公司做强的两个主要突破口，推荐万里扬、中鼎股份。

四是细分行业龙头公司，行业龙头公司的业绩稳定性突出，逢低布局其中是投资行业的最便捷有效的策略，推荐宇通客车、上海汽车、福田汽车。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以上;

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。