



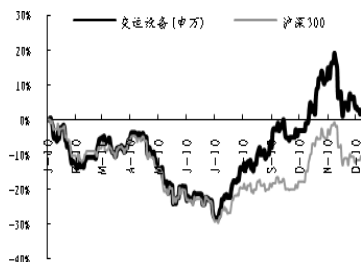
2011 谨慎中前行

——汽车行业 2011 年投资策略研究报告

汽车及零部件

评级：中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
汽车行业	-12.7	4.31	3.12
沪深 300	-10.1	8.40	-13.1

重点公司	11 月	YTD%	评级
上海汽车	-14.5	-17.6	买入
金龙汽车	-2.98	-12	买入
宇通客车	-9.1	18.5	买入
江铃汽车	-11.6	27	买入
天润曲轴	6.95	30	买入
远东传动	7.9	25.3	买入

相关报告

分析师 王清涛

执业证书编号：S0350210090009

电话：0755-83704748

邮件：wangqt@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ **2011 谨慎中前行** 对 2011 年汽车产销量的预测是徒劳的，历史无数次证明了这一点。影响汽车行业的因素众多，需求面、供给面和政策面的任何变动，都可能导致出乎意料的结果。我们力求从这三个方面去把握汽车行业的脉搏，从而推导一个严谨的投资逻辑。长期而言，汽车行业处于快速增长的通道，但是需要警惕小调整，也许就是 2011 年——谨慎中前行吧！

■ **城市消费再次担当主力 但不值得有很高期待** 中国汽车信贷可获得性差，依靠历史积累的财富进行各种耐用品的消费，完成历次消费结构升级。这种模式导致积累—消费—再积累的“阶梯形”恩格尔系数出现，我们通过考察发现了这一点。在 2001~2008 年城市居民完成一次消费结构升级进行再次积累时，农村居民快速消费追赶与城市居民的差距，现在恐怕已经到了“强弩之末”——汽车下乡刺激是不是一个佐证？因此，城市居民可能再次接过汽车消费的大旗，中档轿车、SUV、轻客将是主力车型。但是，汽车与环境、交通的矛盾变得异常突出，这可能构成城市汽车消费的重大障碍。

■ **汽车行业盈利能力暂时无忧** 除了销量，能影响汽车盈利能力的还有车价和成本。我们判断，汽车销量继续大幅增长的概率很小，但是不至于调整的很厉害，目前看不到诸如 2008 年的系统性风险会在 2011 年重演。原材料价格和人力成本虽然有上涨压力，但是它们对净利润的影响在悲观假设下也只有 5%，厂商完全可以消化。但是产能利用率带来的影响确实巨大的，历史上产能利用率、车价指数和销售利润率的高低谷完全吻合！80%以下产能利用率将导致盈利大幅下滑，扩产较为激进的比亚迪、吉利汽车等民族品牌明年将是一幅什么场景呢？客车行业增幅平稳，产能扩张缓慢，其高产能利用率是可以保证的。

■ **期待政策暖风** 政策对汽车行业的影响是显然的，也不尽然。我们认为 2009 年初的购置税减征、汽车下乡和以旧换新的政策效果并不大，因此是否退出不必给予过多关注。汽车信贷或促进二手车市场的实质性政策或许是可以期待的暖风。新能源扶持政策也是必须的，新能源客车先行也是确定的，客车龙头企业的投资机会较大。

■ **投资建议** 横向比较，汽车及零部件行业的估值和其成长性并不匹配；纵向比较，估值也处于历史的底端，理论上存在投资机会。沿着我们分析需求面的脉络，我们推荐上海汽车和江铃汽车；沿着供给面的脉络，推荐金龙汽车和宇通客车；沿着政策面的脉络，仍是客车。零部件行业的投资机会在于拥有核心技术的高端装备企业，推荐天润曲轴和远东传动。重点关注上海汽车、金龙汽车、天润曲轴、远东传动。

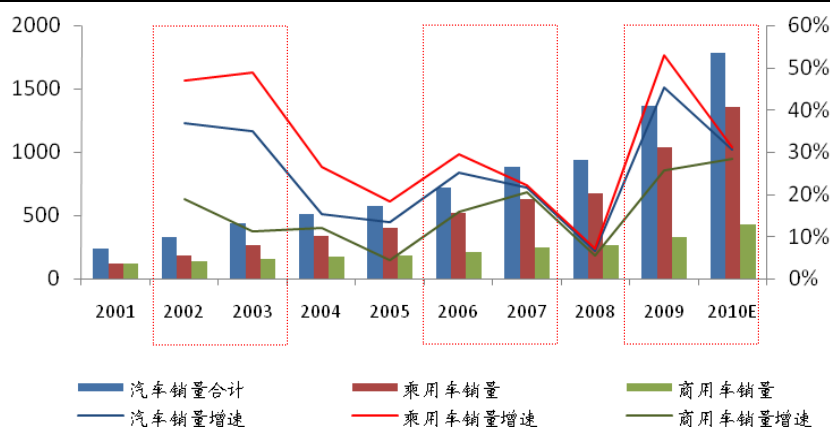
前言：尽管大部分专家学者和投资界人士在年初预计 2010 年汽车销量增速较 2009 年会有较大幅度的回落，但事实却如我们判断（见〈2010 年投资策略报告：增长的困惑〉一文），接近 1800 万辆的成绩单使 2010 年成为毫无争议的高增长之年。

回头看看主流预测在哪里出现了偏差对于预测 2011 年汽车行业的走势有很强的指导作用。我们认为，汽车行业的发展态势是供给面、需求面和政策面综合作用的结果，片面夸大某一个方面都不能得出正确的结论。因此，我们的报告力求围绕这三个方面做出客观的评价，以供投资者参考。

2010 年汽车行业运行态势回顾

中国汽车工业协会统计显示 2010 年 1-11 月汽车销量 1468 万辆，同比增长 34.8%，延续了 2009 年高增长态势。我们预计，最后两个月销量保守将达到 320 万辆，2010 年全年产销接近 1800 万辆、同比增长 30%以上已是既定的事实。

图 1 历年来汽车产销量及增速



资料来源：汽车产销快讯，国海证券研究所

翻看 2001 年后汽车行业增长的历史，没有连续 3 年高速增长的先例，2009-2010 年高速增长为 2011 年汽车市场抹上了厚厚一层阴霾。当然我们不能这么感性地去认识和预测，需要判断供给面、需求面和政策面将发生何种变化，这些变化对汽车市场的影响有多大，才能得出正确的结论。

第一，2001 年以来，乘用车销量增速一直远远高于商用车，乘用车成为行业增长的关键力量，乘用车比重由 2001 年的 53% 迅速上升至 2010 年的 76%。乘用车属于耐用消费品的范畴，财富积累、收入预期、车价、使用成本等是决定乘用车消费需求的关键因素。

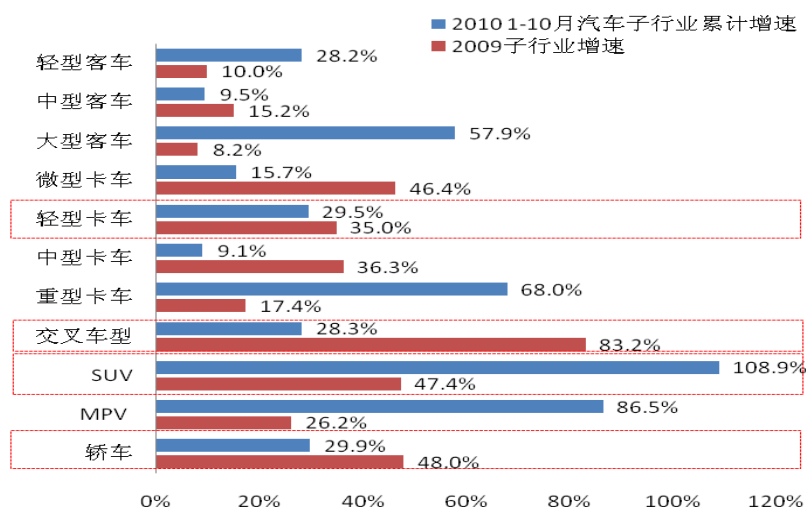
第二，投资最终要落脚公司盈利这个层面上。哪些因素影响汽车企业的盈利能力？除了销量和收入，还有成本。2008 年汽车行业尽管在经济危机的冲击下出现调整，但还是实现了正增长。而绝大多数的汽车企业却是亏损或微利。净利润的波动程度远远超过了销量和收入的波动程度，2009 和 2010 年反之亦然。因此，供给层面的问题也需要深入探讨。我们认为，原材料成本、人力成本和产能利用率是主要因素。

第三，用“结构性”来总结 2009-2010 汽车增长的特征已达成共识。不论是乘用车还是商用车，其细分子行业的增速不一、某个子行业内部的结构也发生了一些变化。结构性变动既反映了消费群体的变化和消费偏好的变动，也反映了政府对汽车市场的合理调控与引导。因此，政策成为我们必须考虑的另外一个关键因素。

下面简单总结一下 2010 年“结构性”增长的几个主要方面：

1) 轻型卡车、交叉型乘用车连续两年高速增长。我们认为，这是新一股消费力量崛起的结果。

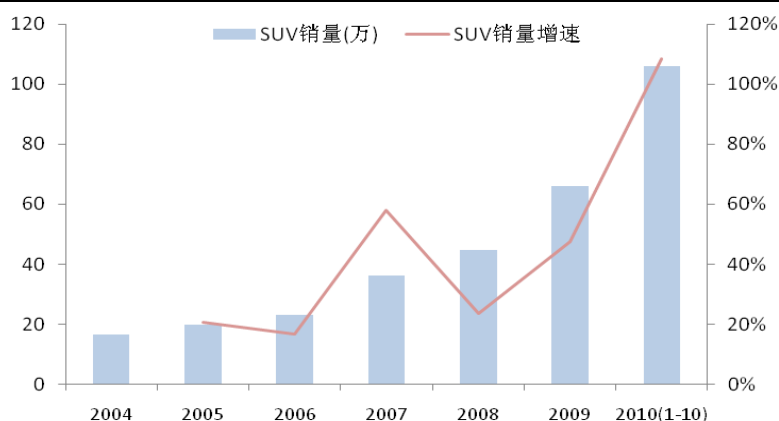
图 2 汽车子行业增速对比



资料来源：汽车产销快讯，国海证券研究所

2) SUV 是 2004 年才开始出现的新车型，虽然时间不长，但是增长强劲。我们认为，这是人们消费习惯正悄然改变的结果。

图 3 SUV 销量及增速



资料来源：汽车产销快讯，国海证券研究所

3) 1.6 升及以下自主品牌轿车市场份额在提升。我们认为，这是在节能和环保的大背景下，消费者意识的提高和国家对汽车市场引导的结果。另外，我国外资厂商的竞争格局在 2010 年也发生了一些变动。欧美轿车的市场份额在上升，而日系品牌受丰田召回，本田罢工案影响，市场份额有所下降。

图 4 分排量轿车份额变动

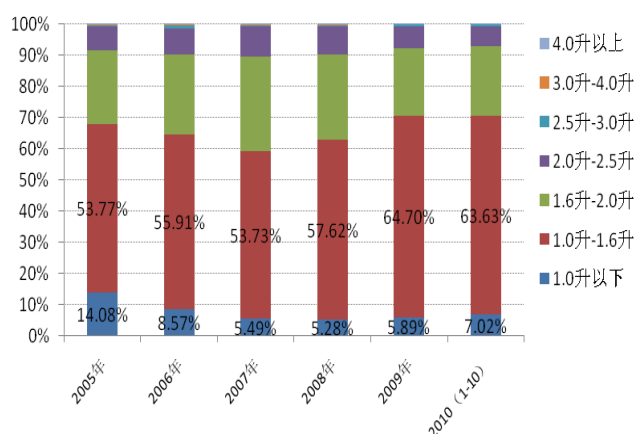
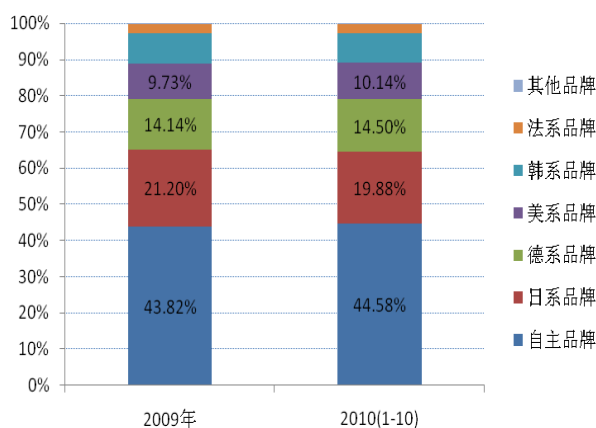


图 5 分品牌轿车市场份额变动



资料来源：汽车产销快讯，国海证券研究所

4) 再对比 2009 年和 2010 年（1-10 月）汽车各子行业销量增长情况，可以发现：中客和中卡连续两年增长率都低于行业平均水平。拉长历史周期去考察，中客和中卡在汽车销量中的占比也是在逐步萎缩。而大客、轻客和重卡却在 2010 年实现了恢复性增长。我们认为，产业结构调整导致一些车型会逐步退出历史舞台，而一些车型仍具有刚性需求，短期需求压制会导致更大的增长。

需求面分析 —— 城市居民再当主力 但不值得有很高期待

快速增长是当前汽车工业发展的大背景

汽车保有量和 R 值（车价/人均 GDP）是判断汽车行业发展阶段的两个重要指标。国外研究经验表明，当百人汽车保有量超过 10 辆时，汽车销售快速增长，持续数年至饱和。这一阶段以居民收入快速增长和车价下降为前提，当 R 值突破 3 时，汽车快速增长的趋势尤为明显。

2009 年，我国私人汽车保有量 6280 万辆，尽管达不到百人十辆的水平，但已经成为全球规模最大的汽车市场，因此有了良好的汽车发展基础。而且大部分省份的 R 值已经达到或低于 3 的临界值。

图 6 2009 年分地区汽车保有量

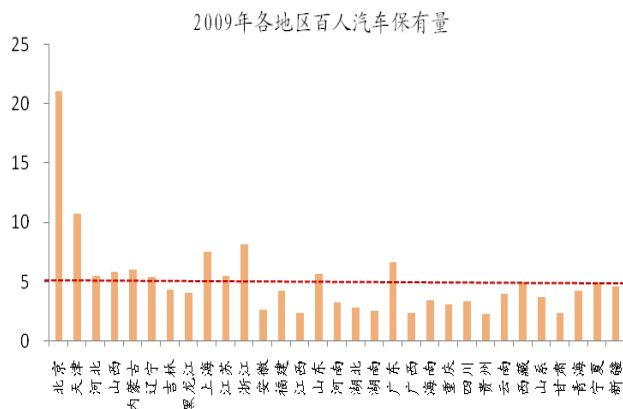
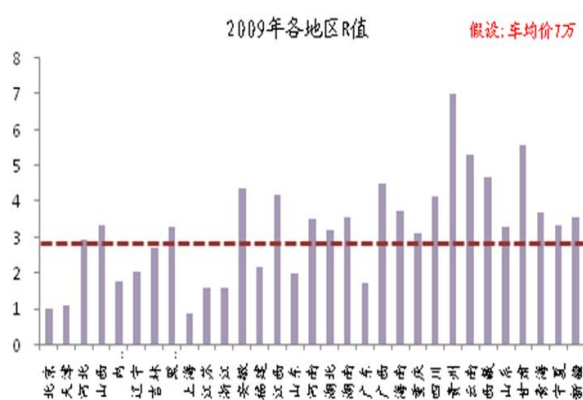


图 7 2009 年分地区 R 值



资料来源：汽车产销快讯，国海证券研究所

由此判断，中国正处于汽车快速增长阶段。韩国和日本的经验表明，汽车在快速增长阶段保持了 20% 以上的复合增长率，并持续 15-20 年的时间。即使将 2001 年作为我国汽车工业快速发展的起点，我们仍可以憧憬未来 5-10 年，中国汽车市场仍处于快速增长阶段，这是我国汽车行业面临的大背景。

表 1 中、日、韩在快速增长阶段增长率对比

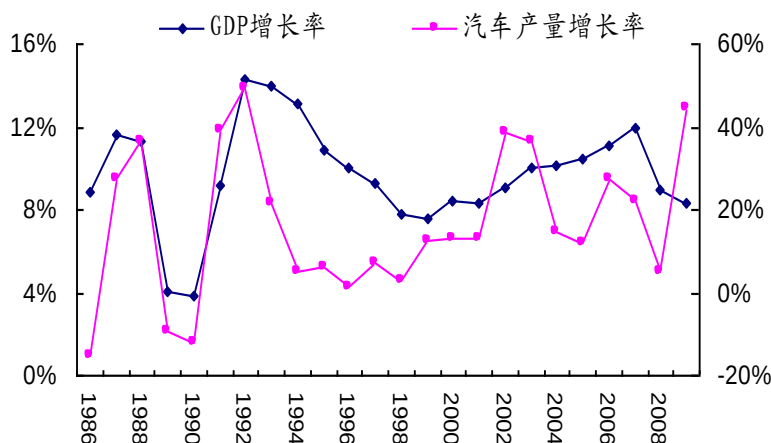
		开始年份	结束年份
		1956	1970
日本	乘用车销量	4.8	244
	销售复合增长率	32.39%	
		开始年份	结束年份
		1981	1997
韩国	乘用车销量	4.4	115
	销售复合增长率	22.62%	
		开始年份	结束年份(E)
		2001	2016
中国	乘用车销量	121	3500
	销售复合增长率	25.00%	

资料来源：国海证券研究所

汽车行业与经济增长的相关性在减弱

汽车是典型的周期性行业，发展过程中不可避免的要受到各个方面的冲击。80-90 年代汽车工业发展初期，中国的汽车工业以商用车为主导，其增长更容易受到与投资相关的财政及货币政策影响，因此，其表现出与经济增长高度的一致性。

图 8 中国汽车增长率与 GDP 增长率对比



资料来源：wind，国海证券研究所

2001 年，乘用车占比超过 50%，2010 年超过 75%。随着乘用车占比的上升，汽车增长率与 GDP 增长率之间的正相关关系逐步弱化，甚至有些年份出现了背离。和其他耐用消费品一样，影响汽车需求的主导因素已经转变成收入（财富）及预期、车价和使用成本等。

财富积累为汽车消费的主要决定因素

2008 年我国汽车信贷总额 1583 亿，当年汽车销售收入大约 1.2

万亿，汽车信贷比重约为 13%。与日本 50% 及美国 90% 的汽车消费信贷水平相距甚远。由于信贷的不可获得性，支撑起我国汽车消费的既不是当年的现金流，也不是对未来现金流的预期，而是历史现金流（财富积累）。任何一年收入的高低对汽车消费影响不大，这可以解释汽车消费增长率和经济增长率的背离。

图 9 中国汽车信贷

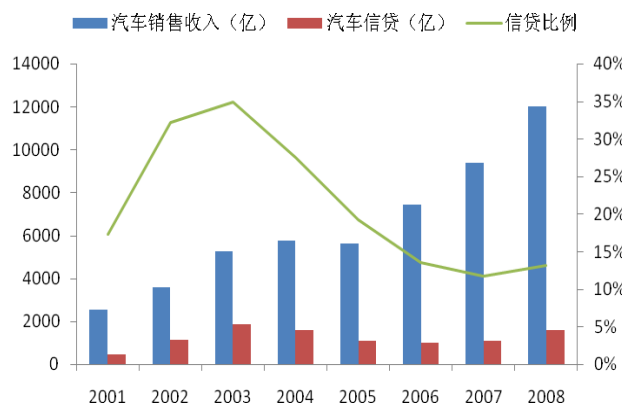
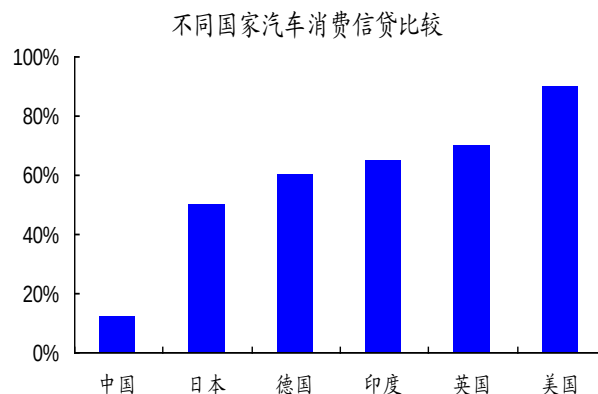


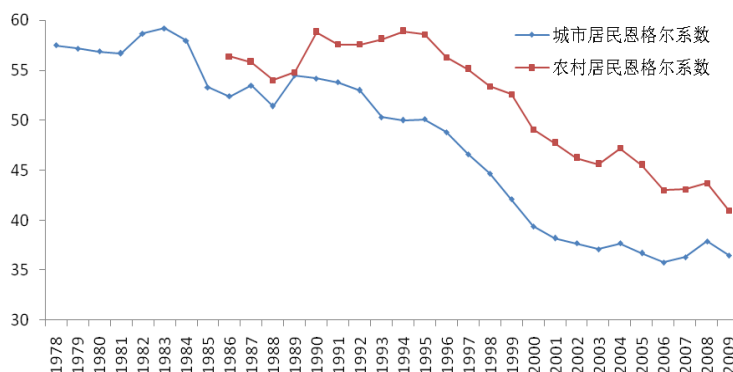
图 10 各国汽车信贷比较



资料来源：国海证券研究所

依靠财富积累进行消费的模式决定必须有一个积累财富（长羊毛）阶段和一个消耗财富（剪羊毛）的阶段。这对应了一个“阶梯形恩格尔系数”——在恩格尔系数平稳的阶段，蓄积财富；而在恩格尔系数快速下降阶段，进行消费升级消耗财富。

图 11 城市居民和农村居民恩格尔系数比较

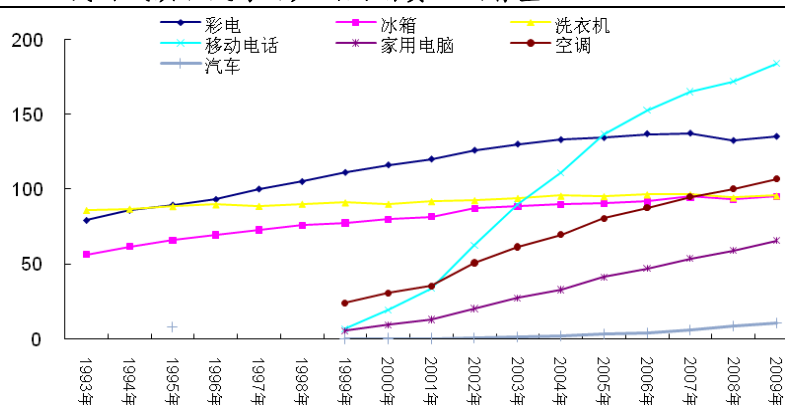


资料来源：国海证券研究所

通过图 10，我们明显发现四点：

1) 1990 年开始，城镇居民恩格尔系数快速下降，这一阶段对应的是彩电、冰箱和洗衣机快速进入家庭。2000 年后恩格尔系数趋于平稳，消费结构升级完成，进入长羊毛阶段。2) 农村居民恩格尔系数快速下降时间滞后于城市居民，推算农村居民消费结构升级要滞后城市居民 4-5 年；3) 农村居民恩格尔系数大于城市居民，但是下降的斜率要大于城市居民，与城市居民接轨的趋势明显；4) 2000 年后，在城市居民恩格尔系数保持平稳的时候，农村居民恩格尔系数仍一直处于快速下降通道。

图 12 我国城镇居民每百户耐用消费品拥有量



资料来源：国海证券研究所

如果我们“财富积累决定消费”的理论成立，那么我们会得到一个令人惊讶的结论：**2011 年汽车消费将主要取决于城镇居民而非农村居民！**因为城市居民经过 8 年的“长羊毛”阶段后积累了很强的消费能量，而这些年农村居民追赶城市居民的消费节奏却消耗了大量的财富，未来很可能进入财富积累的“长羊毛”阶段。汽车下乡这样的刺激政策可能是农村消费的强弩之末！

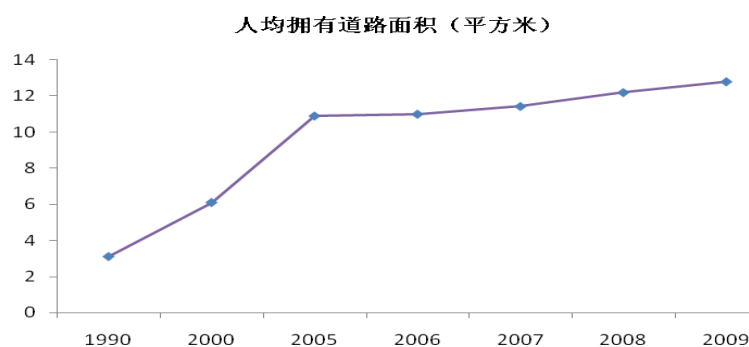
我国城市汽车消费层次性非常明显，北京、天津、上海、浙江和广东等一线地区汽车保有量远远高于其他省份，那么新一轮城市汽车消费很可能来自于两个方面：一是二三线城市的消费需求，以个性化中档车和物流用轻客为主；二是一线城市的更新需求，以高档车和 SUV 为主。

使用成本上升成为汽车增长的严重障碍

在城市居民再次充当汽车消费主力的时候，汽车使用空间缩小、成本上升和购车带来的快捷、自豪感之间的矛盾成为很多潜在购车者的痛苦抉择。

赌车出行难、小区停车难、交通事故频发、越来越多城市考虑限制私家车出行或实行单双号限制等报道屡屡见于报端。图 13 我们发现，2005-2009 年，城镇居民人均道路拥有面积仅缓慢的从 10 平方米上升到 12 平方米，增长 20%；城镇居民百人汽车拥有量却从 3.37 辆上升到 10.89 辆，增长 223%！

图 13 我国城镇居民每百户耐用消费品拥有量



资料来源：国海证券研究所

交通问题已成为汽车产业发展的最大瓶颈，北京已习惯性地被成为中国的“首堵”。当越来越多的城市加入“堵城”行列的时候，我们需要警惕国家行政干预对汽车行业的伤害。

高油价对汽车行业的伤害同样不可忽视。2010 年，原油价格重新进入快速上涨的轨道。目前通胀压力越来越大，我们预计 2011 年原油价格继续维持在高位，这对于汽车消费也是不小的负面影响。

图 14 国际原油价格重新进入快速上涨通道

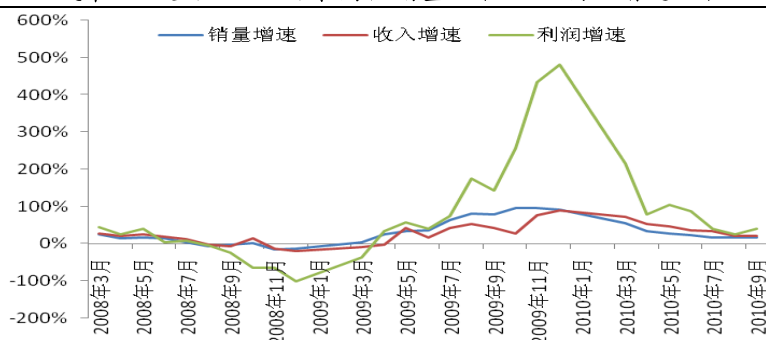


资料来源：国海证券研究所

供给面分析 —— 整车厂盈利能力仍保持高位

在考虑汽车企业盈利的时候，除了收入因素，我们更关注成本。2008 年以来，整车厂既经历了波峰，也经历了波谷。我们发现，销量和收入的波幅大致吻合，而利润的波动幅度却要大很多。这说明汽车企业的利润对成本的敏感性更高。

图 15 汽车工业重点企业（集团）销量、收入、利润增速比较



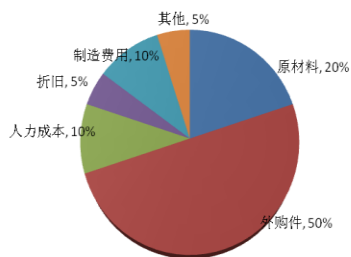
资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

市场关注最多的是原材料成本上涨、人力成本上涨和产能利用率变动对公司盈利的影响。

原材料和人力成本对汽车行业盈利影响有限

将汽车整车行业的生产成本分解，直接原材料占比约为 20%，外购件大约为 50%，人力成本约为 10%，折旧约为 5%，制造费用约为 10%。不同类型的企业，情况有所不同。

图 16 汽车行业生产成本分解



资料来源：国海证券研究所

表 2 不同类型企业三项成本占比

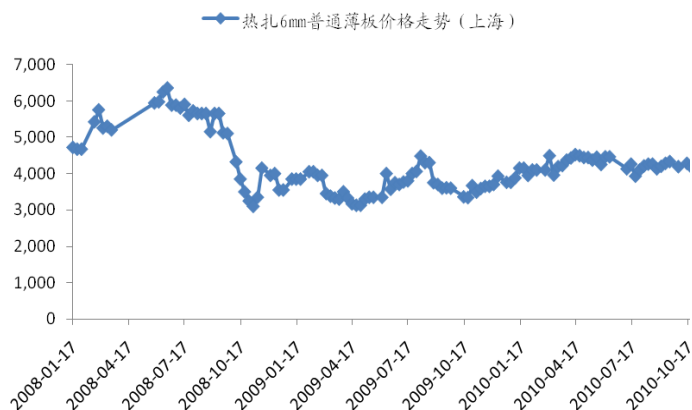
	原材料占比	人工占比	折旧占比
乘用车	20%	8%	3%
大中客	15%	12%	2%
重卡	25%	6%	2%
轻卡	30%	8%	5%

占据生产成本 50% 以上的外购件比较零散，包括轮胎、汽车玻璃、电子产品、内饰等，由国内外数量众多的零部件企业提供。数量众多的零部件厂商与数量稀少的整车厂商地位差距悬殊，单项外购件价值也较低，因此整车厂商拥有对零部件的定价权。我们可以推断，整车厂约 60% 以上的生产成本是相当稳定的。另外，折旧和制造费用基本固定，各个企业除非进行大幅的产能扩张，否则一般都保持比较固定的数额。

极端假设明年钢材等原材料价格大幅上涨（超过 20%），那么对生产成本的影响仅 4%，如果人力成本也上涨 10%，对成本的合计影响也就 5% 左右。其中，大中客所受影响最小，仅 4.2%；轻卡影响最大，约 6.8%。

总体而言，整车厂通过涨价和内部消化 5% 的成本并不困难。2010 年钢材价格较 2009 年上涨了 15% 左右，但是 2010 年汽车企业盈利较 2009 年仍大幅提高。

图 17 钢材价格走势

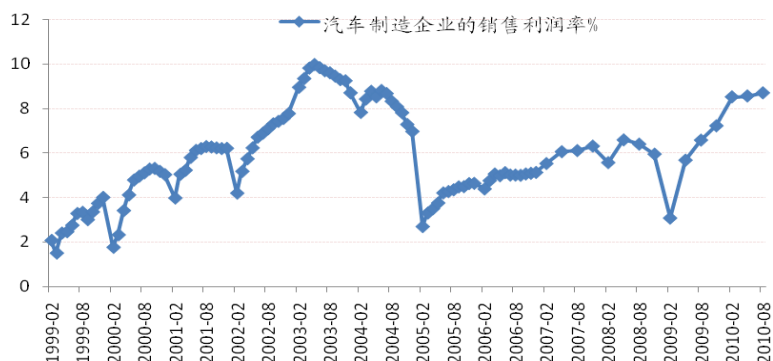


资料来源：wind，国海证券研究所

产能利用率是解释汽车盈利的最主要因素

重新回到图 1，我们可以发现 2002~2003 年是私家车启动后第一个景气周期，随后经历了 2004~2005 年的调整，2006~2007 年达到第二个景气周期，经过 2008 年调整后，2009~2010 形成第三个景气周期。在各个景气周期，汽车企业的销售利润率差别很大。

图 18 汽车制造企业的销售利润率



资料来源：wind，国海证券研究所

我们认为产能利用率是解释销售利润率的一个重要指标。产能利用率对企业盈利的影响主要表现在两个方面：一是产能利用率高，单车分担的折旧、制造费用等固定成本少；二是产能利用率高、市场景气，汽车厂商降价促销动力不足，而价格对利润率的贡献却是相当的大。

对比图 19 和图 18 可以发现，汽车产能利用率与汽车企业利润高度正相关。产能利用率高的 2003 年和 2009 年，恰好是企业利润率最高的两年，而产能利用率最低的 2005 年和 2008 年，恰好是企业利润率最低的两年。

对比图 19 和图 20 可以发现，产能利用率较低的 2005 年，刚好是汽车价格下降最为厉害的一年，产能利用率低和价格下降的双重效应使 2005 年成为汽车企业最困难的一年。而 2008 年企业利润率下降则是产能利用率低和原材料价格暴涨的叠加。2006~2007 年，尽管是汽车销售的另一个景气周期，但因为前几年产能严重扩张，产能利用率并不高，因此 2006~2007 年汽车企业的利润率与前后两个景气周期都有很大差距。

图 19 汽车行业产能利用率

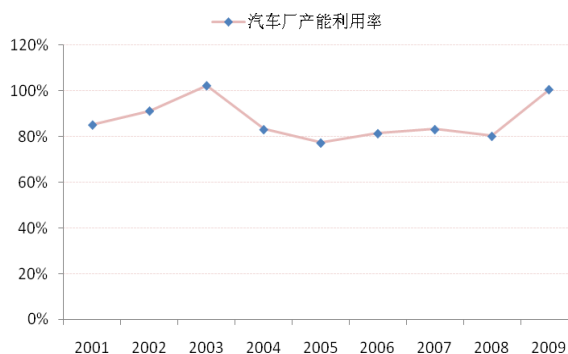
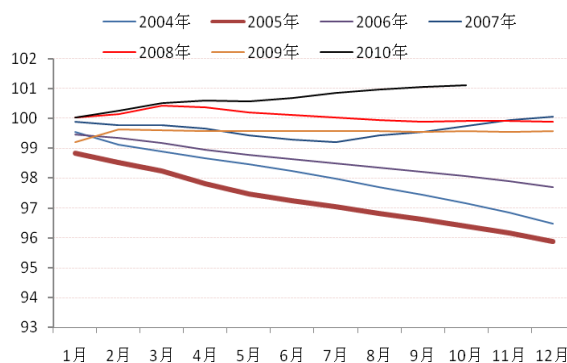


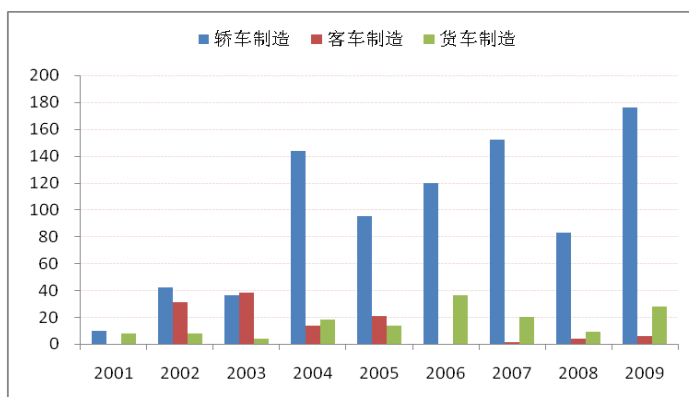
图 20 汽车价格指数（累计比年初）



资料来源：wind，国海证券研究所

我们认为 2011 年只要产能利用率维持在高位，汽车企业的盈利能力就不会受到太大的影响。分行业看，客车制造业产能扩张步伐显得相对缓慢，因此我们预计 2011 年客车行业能保持最为稳定的企业利润率。

图 21 分行业新增产能（万辆）



资料来源：wind，国海证券研究所

2011 年，整个乘用车行业的产能扩张超过 25%，各个厂家的产能扩张计划差别很大。假定明年乘用车销量增长 15%，那么主流厂商的产能利用率还能保持在约 90% 的高位，因此乘用车厂商的盈利能力不会受到很大的威胁，我们预计销售利润率仍能超过 8%。只有当产能利用率下降到 80% 以下水平时，企业利润率才会大幅下降。

2011 年，各个厂商的表现会有很大差异，上海大众、上海通用、东风日产等企业产能利用率还可能保持在 120% 以上的高位，但是比亚迪、吉利汽车、长安福特、一汽夏利、一汽海马等产能利用率却有可能保持在 70% 以下。

表 3 乘用车厂商产能计划及产能利用率

	产能					产能利用率	
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2010E	2011E
上海大众	60	60	80	93	111	125%	124%
一汽大众	66	66	68	84	100	131%	122%
上海通用	60	76	85	108	131	129%	117%
北京现代	60	60	60	75	90	117%	107%
东风日产	36	46	46	63	80	143%	120%
奇瑞汽车	65	65	85	95	105	80%	82%
比亚迪	20	44	77	123	168	65%	47%
天津丰田	47	55	55	60	66	87%	92%
广州本田	36	43	43	46	48	93%	100%
吉利汽车	39	50	65	83	100	60%	54%
长安福特	36	40	40	65	90	98%	69%
神龙汽车	30	45	45	55	65	82%	77%
一汽夏利	38	38	38	43	48	63%	64%
东风悦达	33	33	43	43	43	77%	88%
哈飞汽车	40	40	40	40	40	33%	37%
东风本田	16	18	24	30	35	113%	104%
一汽轿车	12	12	20	36	40	130%	83%
长安铃木	20	20	20	20	20	100%	115%
长城汽车	6	10	20	45	70	130%	66%
金杯汽车	20	30	30	30	30	73%	84%
江淮汽车	15	20	20	30	30	100%	77%
长安汽车	12	15	40	53	65	183%	158%
一汽海马	15	15	20	25	30	65%	60%
上海汽车	15	20	30	30	30	60%	69%
华晨宝马	5	6	10	20	20	50%	38%
北京奔驰	8	8	8	9	10	50%	67%
合计	810	935	1112	1404	1665	97%	89%

资料来源：国海证券研究所

政策面分析 —— 期待政策的暖风

我们不能忽视政策在汽车行业发展中所起的重要作用。回顾中国汽车行业走过的历程，无不留下了政策的烙印。政策是一把双刃剑，即能在引导消费、刺激消费方面做出重要贡献；也能因为其不可持续性和不可预见性而造成大起大落。

政策大小不一，对汽车行业的侧重面不同，会产生不同的效果。大到与经济相关的财政政策和货币政策，可以左右整个汽车行业的运行周期。2002~2003 年商业银行在私人汽车消费信贷上不断推出新举措，降低门槛、贷款利率下浮等，直接导致汽车行业迎来一轮景气周期；2004 年随之而来的宏观调控又导致汽车行业陷入低谷。小到重卡排放标准升级，也能导致 2008 年上半年重卡销售的冰火两重天。

表 3 是我们对 2009 年以来汽车产业政策的梳理，并对政策的实际影响和后续影响做一些评判。

表 4 2009 年以来汽车行业相关政策

政策	实施时间	详细内容	政策效果
购置税减征	2009.1.20-2009.12.31 2010.1.1-2010.12.31	对1.6升以下排量乘用车减按5%征收车辆购置税 对1.6升以下排量乘用车减按7.5%征收车辆购置税	1.6升以下小排量车占比有所提高
汽车下乡	2009.3.1-2010.12.31	对农民报废三轮汽车或低速货车换购轻卡以及购买1.3升以下排量微型客车给予最高5000元补贴	2010年1-9月，补贴汽车208万辆，补贴金额80亿元
以旧换新	2009.6.1-2010.12.31	对报废老旧微卡、出租型载客车、中卡、轻卡、中客和黄标车，并换购新车的，补贴5000至18000元	截至2010年10月，共补贴车辆近30万辆，补贴资金40多亿元
节能惠民工程	2010.6.1-	对消费者购买节能汽车给予一次性3000元/辆的定额补贴（节能补贴车型推广名单由发改委、工信部、财政部联合分批发布）	
节能与新能源汽车示范推广	2009.1.23-	对北京、上海等30个城市在公交、出租、公务、环卫和邮政等公共服务领域的新能源汽车进行补贴，根据节约油和最大化功率比补贴5-60万元	
私人购买新能源汽车补贴	2010.6.1-	对上海、长春、深圳、杭州、合肥5个试点城市私人购买、登记注册和使用新能源汽车给予3000元/千瓦时的补贴，最高可达6万	
新能源汽车产业规划	2011	不详	

资料来源：各大网站，国海证券研究所

2009 年以来，汽车政策的密集性前所未有。主要分为两类，一类是以购置税减征、汽车下乡和以旧换新为代表的刺激汽车消费政策。出台政策之时，汽车行业还被经济危机的阴霾所笼罩，包括汽车在内的十二个行业都出台了振兴规划。另一类是鼓励节能与新能源汽车的发展，如节能惠民工程、私人购买新能源汽车示范推广等。新能源汽车是我国面临能源安全、环境安全的必然抉择，也是我国发展壮大汽车工业的唯一途径。

汽车刺激政策是一种临时性的政策，当刺激目的达到或者行业景气度上升之后，将会逐步退出。因此，我们认为购置税减征、汽车下乡和以旧换新政策在 2011 年不再延续是大概率事件。市场现在担心政策到

期之后,会不会导致汽车市场陷入低谷。我们认为,2009-2010年汽车的景气周期不是由购置税减征、汽车下乡和以旧换新而来,所以2011年也不会因为这些政策而去。我们的理由是:1)尽管购置税有所减征,但是车价下降幅度并不如往年那么大,购置税减征的好处被车价的粘性所抵消;2)汽车下乡和以旧换新政策由于手续复杂、操作性差,实质效果并不算太好。

什么样的消费刺激政策是可能而又值得期待的？

(1) 促进汽车金融发展的政策措施。 大幅提高汽车信贷的比例, 可以从根本上改变当前依靠财富积累消费的模式。当汽车消费更多取决于未来现金流时, 汽车的消费需求才会和发达国家一样彻底迸发出来。

（2）促进二手车市场健康发展的政策。中国的二手车市场还很不成熟，这阻碍了保有汽车人群的正常退出机制，也就限制了更新需求。我们可以看到中国汽车平均使用年限要高出发达国家。二手车市场的繁荣并不会减少新增汽车消费需求，相反会加快汽车更新，并会带来合理的汽车消费结构，而不是在低水平上简单重复。

鼓励节能和新能源汽车政策是一项长期的政策。在新能源汽车规模化以前,类似的补贴和税收政策还会陆续出台。发达国家在新兴产业发展初期,也采用了类似的做法。因此,新能源汽车产业规划值得期待。

投资策略及上市公司推荐

从国海证券策略小组对沪深 300 分行业数据以及未来两年的复合盈利增速统计来看，汽车及零部件行业估值并没有反映其成长性，且 PEG 位于所有 25 个行业的中后端。

图 22 沪深 300 盈利复合增速与 PEG

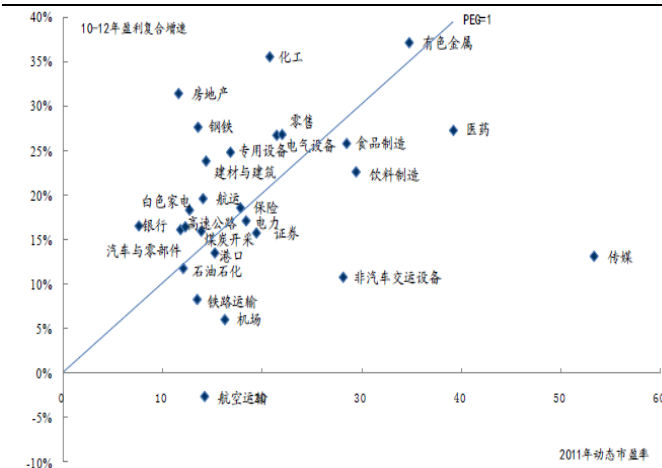
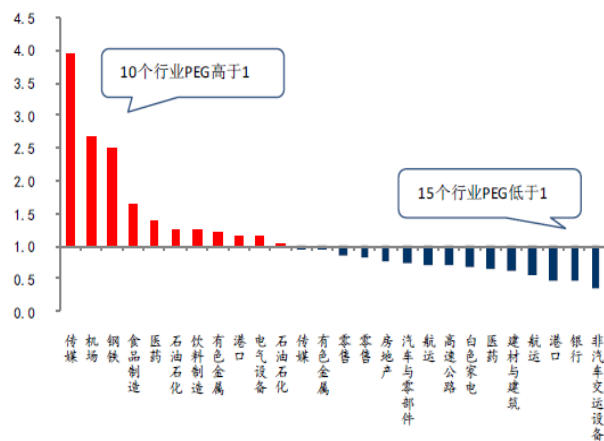


图 23 25 个行业 PEG 比较

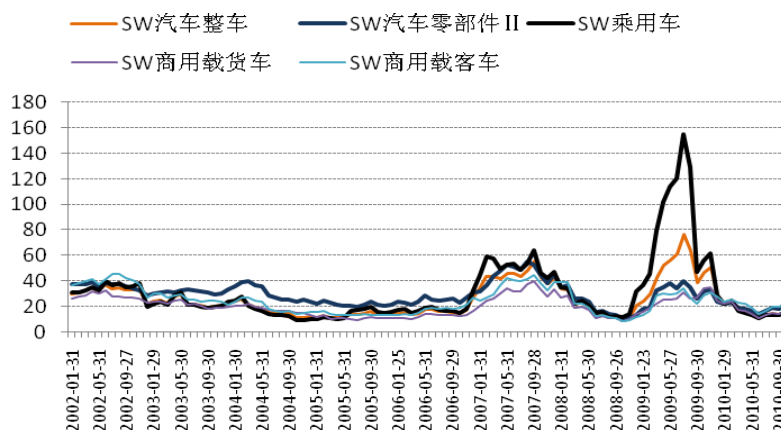


资料来源：wind，国海证券研究所

纵向来看,目前汽车整车 PE (TTM)为 14 倍,汽车零部件 PE (TTM)为 21 倍,均处于历史估值的底端。我们认为,即使明年汽车行业仅维持 15%的增长率,产能利用也会维持在 90%左右的高位,汽车企业的盈利能力不会出现大幅下滑。因此,2011 年汽车行业仍有一定的投资

价值。

图 24 汽车及子行业 PE 比较



资料来源：汽车工业协会，国海证券研究所

我们不去预测 2011 年汽车产销量增速，事实证明这样做是徒劳的。在对汽车行业需求面、供给面和政策面进行梳理之后，2011 年的投资方向和投资标的就变得清晰了。

就需求面而言，在经历了数年的消费增长后，农村居民的恩格尔系数可能会进入整理平台，以蓄积财富迎接下一次的消费结构升级。城市消费可能再次担当之力，我们建议重点关注适合二三线城市的中档乘用车、轻客生产企业和 SUV 生产企业。**重点推荐上海汽车和江铃汽车。**

就供给面而言，产能利用率成为决定企业盈利的关键因素。产能利用率若低于 80%，汽车企业盈利能力会大幅下滑。行业之间比较，客车近年来产能扩张规模最小，而客车每年的增幅又比较确定，因此客车企业在 2011 年盈利能力将表现的最为稳定。**重点推荐金龙汽车和宇通客车。**我们通过汽车产能扩张规划推算，明年上海通用和上海大众产能利用率仍会维持在 120%以上的高位，重点推荐上海汽车。

就政策面而言，我们发现购置税减征、汽车下乡和换购补贴等临时性的政策效果并不明显，不会对行业消费需求产生实质性的影响。如果在汽车金融和二手车市场上有大动作，2011 年可能还会延续高增长的势头。而关于新能源汽车的政策效果是持续的，也是值得关注的。鉴于新能源汽车最有可能在公共领域取得突破，那么龙头客车制造企业凭借在规模、品牌和市场方面的优势，将大大受益，因此**重点推荐金龙汽车和宇通客车。**

越来越多的外资零部件企业进入中国，汽车零部件行业的竞争愈来愈激烈。另外，在通货膨胀压力下，具备定价权的整车厂会将压力大部分转嫁给零部件企业。面对竞争和挤压的双重威胁，我们认为只有拥有核心技术的高端制造企业才能具备长足的发展动力和高盈利能力。重点推荐天润曲轴和远东传动。

重点上市公司点评

上海汽车（600104） 公司是我国目前业务品种最为齐全的汽车上市公司，预计 2010 年销售各类汽车 360 万辆，市场占有率超过 20%，行业龙头地位巩固。公司研发能力和新车型推出速度都位于行业前列，科鲁兹、新君越、朗逸、途观荣威等车型深受市场喜爱，是中高档车的绝对领军者。2011 年公司产能扩张速度偏保守，产能利用率维持在 100%以上是大概率事件。我们预计 10 年和 11 年上海汽车的 EPS 为 1.60 和 1.81 元，买入。

金龙汽车（600686） 公司是客车企业龙头，大、中、轻客产品结构比例合理。出口复苏、高铁推动客车结构调整的直接受益者。公司经营稳健、现金流充足，在股权管理、治理结构理顺之后，11 年业绩有望保持持续高增长。我们预计 10 年和 11 年金龙汽车的 EPS 为 0.64 和 0.81 元，P/S 指标行业最低，买入。

天润曲轴（002283） 公司是重型曲轴龙头，市场占有率超过 40%。募投项目投产解决了公司的产能瓶颈，公司有望实现重型、轻型和轿车类曲轴的全面发展，11 年增速有望超过 50%。公司的生产、管理和技术全面领先于同类企业，是质地优良的装备制造明星。我们预计 10 年和 11 年天润曲轴的 EPS 为 0.83 和 1.25 元，买入。

远东传动（002406） 公司产品覆盖重卡、中卡、轻卡、大中客和工程机械领域，是非等速传动领域的专家和龙头。其中，重卡传动轴市场占有率超过 20%，工程机械传动轴市场占有率超过 60%。公司依托中兴锻造打造核心竞争力，毛利率超过 35%。与主机厂合资合作的模式也是公司一大看点，通过合资合作能够加深与主机厂的关系，稳定市场份额。公司募投项目投产后，在重卡领域的市场占有率还会进一步上升，我们预计 10 年和 11 年远东传动的 EPS 为 1.01 和 1.48 元，买入。

附录：重点上市公司盈利预测

公司名称	股票代码	评级	股价(元)			股价变化(%)		总市值 (百万元)	流通市值 (百万元)	每股收益(元)			增长率	市盈率(x)			PEG
			2010-12-8	月度	YTD					09	10E	11E	10/09	09	10E	11E	
600104.SH	上海汽车	买入	16.52	29.59	-17.57			140,774.21	140,774.21	1.01	1.60	1.81	34.2%	16.4	10.4	9.1	0.3
000800.SZ	一汽轿车	增持	17.86	9.00	-29.66			29,067.15	25,213.91	1.00	1.40	1.62	27.3%	17.8	12.8	11.0	0.5
000625.SZ	长安汽车	中性	10.64	6.19	-23.71			24,745.00	16,191.87	0.46	0.96	1.09	53.6%	23.1	11.1	9.8	0.2
600066.SH	宇通客车	增持	22.33	47.69	18.47			11,609.18	9,560.46	1.08	1.66	1.94	33.9%	20.7	13.5	11.5	0.4
600686.SH	金龙汽车	买入	9.59	29.80	-11.97			4,244.51	4,240.13	0.34	0.64	0.81	54.3%	28.2	15.0	11.8	0.3
600166.SH	福田汽车	买入	25.12	32.56	33.17			26,497.48	15,142.24	1.13	1.99	2.22	40.1%	22.2	12.6	11.3	0.3
000550.SZ	江铃汽车	买入	28.51	56.78	26.96			24,610.23	14,719.95	1.22	2.07	2.31	37.5%	23.4	13.7	12.4	0.4
600418.SH	江淮汽车	增持	10.89	58.95	3.73			14,034.34	11,683.54	0.26	0.85	1.00	95.9%	41.9	12.8	10.9	0.1
600006.SH	东风汽车	增持	5.29	6.48	-21.92			10,580.00	10,580.00	0.16	0.37	0.52	79.4%	33.1	14.3	10.3	0.2
000951.SZ	中国重汽	增持	28.58	56.26	4.96			11,987.18	7,836.86	1.02	2.33	2.60	59.6%	28.0	12.3	11.0	0.2
000338.SZ	潍柴动力	增持	58.86	105.32	83.83			98,066.14	40,678.54	4.09	7.57	8.54	44.5%	14.4	7.8	6.9	0.2
600660.SH	福耀玻璃	增持	10.93	17.65	-25.77			21,892.64	19,268.47	0.56	0.89	1.07	38.1%	19.5	12.3	10.2	0.3
000581.SZ	威孚高科	增持	38.58	164.97	106.64			21,885.51	13,590.99	0.79	1.62	1.92	56.0%	48.8	23.9	20.1	0.4
600742.SH	一汽富维	中性	32.93	87.26	18.73			6,965.47	6,965.47	1.68	2.19	2.56	23.5%	19.6	15.0	12.9	0.6
002406.SZ	远东传动	买入	30.96	24.56	25.26			5,789.52	1,455.12	0.93	1.01	1.48	26.2%	33.3	30.7	20.9	1.2
002283.SZ	天润曲轴	买入	27.65	51.65	29.75			6,636.00	2,788.28	0.57	0.83	1.25	48.1%	48.5	33.3	22.1	0.7
002284.SZ	亚太股份	增持	25.51	27.17	16.22			4,881.59	1,675.09	1.14	1.26	1.65	20.1%	22.4	20.2	15.5	1.0
000903.SZ	云内动力	中性	17.60	59.42	31.32			6,656.32	4,161.52	0.45	0.56	0.49	3.9%	39.2	31.7	36.3	8.1
000816.SZ	江淮动力	增持	7.91	62.40	5.05			6,691.86	6,691.57	0.17	0.13	0.29	30.3%	46.3	60.8	27.3	2.0
600303.SH	曙光股份	增持	16.44	4.82	34.61			4,722.44	4,070.86	0.72	0.84	1.02	19.2%	22.8	19.5	16.1	1.0
000559.SZ	万向钱潮	增持	16.72	40.54	118.46			20,491.82	20,452.56	0.26	0.41	0.53	42.4%	64.6	40.8	31.8	1.0

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。