

## 湘财证券研究所

### 汽车研究小组

刘杰

Tel: 021-68634510-8228

E-Mail: lj3158@xcsc.com

刘金钵

Tel: 021-68634510-8370

E-Mail: ljb2861@xcsc.com

### 行业表现



### 相关报告

《汽车行业 10 月产销数据  
点评：银十如期而至》

2010/11/10

《近期汽车板块表现点评》  
2010/10/22

《央行加息对汽车行业的影响：短期负面，长期有利于  
产业结构优化》

2010/10/20

《车船税改革：加速乘用车  
需求结构改变》

2010/10/19

《汽车行业 9 月产销数据点  
评：金九名至，银十可期》

2010/10/13

## 投资要点

### □ 2011 年汽车行业销量增速将放缓

基本判断：预计 2011 年汽车行业整体销量增速将放缓至 15%-20%，其中乘用车消费品的属性将使得其行业表现要好于商用车。

### □ 汽车总体价格水平保持相对稳定

2011 年汽车总体价格水平将保持相对稳定，预计随着经销商库存的增加，促销活动会增多，汽车价格将会小幅回落 5% 左右，并且会随着车型出现分化，性价比高的车型（主要是合资企业车型）价格依然会坚挺，同质化竞争的车型（主要是自主品牌车型）价格促销力度会加大。

### □ 盈利水平维持高位，增速放缓

我们认为 2011 年汽车行业的利润率仍可维持稳定，规模效应的作用使得汽车行业的净利润增速高于收入增速。总体判断，我们认为明年汽车行业利润仍可实现 20% 左右的增长，其中龙头企业的表现将好于行业平均水平。

### □ 估值安全边际较高

横向和纵向比较看，汽车整车和汽车零部件子行业估值处于行业历史较低水平，我们认为汽车板块当前估值水平已提前反映了明年销量增速放缓的预期，估值安全边际较高。

### □ 投资策略

维持 2011 年汽车行业“增持”评级；给予狭义乘用车和大客子行业“增持”评级，下调重卡子行业至“中性”评级。由于今年一季度汽车销量基数较大，尤其是在 3 月份创出单月销量历史记录，预计 2011 年一季度汽车销量增速将逐月降低，由此我们认为汽车板块 2011 年的投资机会将在明年二季度出现。

投资策略上，我们推荐估值较低的狭义乘用车（轿车、SUV、MPV）及其相应零部件板块的龙头企业，如：上海汽车、华域汽车，我们认为不断扩大的节能汽车推广目录将会继续维持小排量乘用车的景气度，而个性化及改善型二次购车需求也会推动 SUV、MPV 车型快速增长；另外我们推荐盈利增长具有较强确定性的客车板块的龙头企业，如宇通客车。

### □ 风险提示

成本上涨幅度超预期对行业盈利水平的影响；车船税改革对汽车需求的影响。

## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1.需求：乘用车需求仍将保持旺盛，销量增长回归理性 ..... | 4  |
| 1.1 狭义乘用车市场 .....               | 5  |
| 1.1.1 我国处于轿车快速普及期 .....         | 5  |
| 1.1.2 二次购车需求 .....              | 6  |
| 1.1.3 政策转向结构调整 .....            | 7  |
| 1.2 大客市场 .....                  | 9  |
| 1.3 重卡市场 .....                  | 11 |
| 2.价格：总体价格水平保持稳定 .....           | 12 |
| 3.成本：钢材价格上涨对成本影响有限 .....        | 14 |
| 4.行业盈利能力：维持高位，增速放缓 .....        | 16 |
| 5.行业估值水平：估值安全边际较高 .....         | 17 |
| 6.投资策略 .....                    | 18 |
| 7.重点公司点评 .....                  | 18 |
| 7.1 上海汽车（600104. SH） .....      | 18 |
| 7.2 华域汽车（600741. SH） .....      | 18 |
| 7.3 宇通客车（600066. SH） .....      | 19 |
| 湘财证券投资评级体系 .....                | 20 |
| 重要声明 .....                      | 20 |

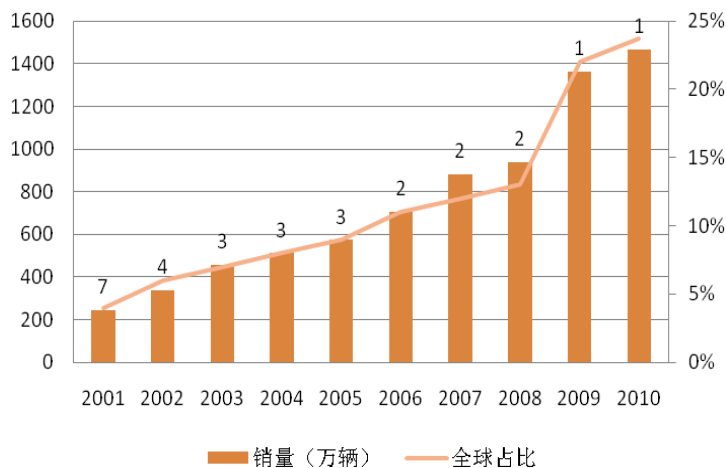
## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 1: 近十年中国汽车销量及全球占比和排名 .....          | 4  |
| 图表 2: 中国汽车人均保有量 .....                  | 5  |
| 图表 3: 汽车子行业 1-10 月销量同比增速比较 .....       | 5  |
| 图表 4: 中国进入汽车快速普及阶段, R 值接近 3-5 .....    | 6  |
| 图表 5: 轿车月度销量统计(万辆) .....               | 6  |
| 图表 6: SUV 月度销量统计(万辆) .....             | 7  |
| 图表 7: MPV 月度销量统计(万辆) .....             | 7  |
| 图表 8: 2009-2010 汽车行业政策效果量化分析 .....     | 8  |
| 图表 9: 轿车销量结构 .....                     | 8  |
| 图表 10: 狭义乘用车子行业销量前二十 .....             | 9  |
| 图表 11: 大客月度销量统计(万辆) .....              | 9  |
| 图表 12: 大型客车子行业销量前十(含非完整车辆) .....       | 10 |
| 图表 13: 十米以上城市公交客车示范推广补助标准(单位: 万元/辆) .. | 10 |
| 图表 14: 重卡月度销量统计(万辆) .....              | 11 |
| 图表 15: 城镇固定资产投资额与重卡销量 .....            | 11 |
| 图表 16: 重卡销量与固定资产投资额的相关性分析 .....        | 11 |
| 图表 17: 重型货车子行业销量前十(含非完整车辆和半挂牵引车) ....  | 12 |
| 图表 18: 主要汽车企业产能规划 .....                | 13 |
| 图表 19: 乘用车汽车价格指数 .....                 | 14 |
| 图表 20: 分车型用钢量 .....                    | 14 |
| 图表 21: 钢材成本增加对汽车行业盈利敏感性分析 .....        | 15 |
| 图表 22: 近年钢材价格指数走势 .....                | 15 |
| 图表 23: 某轿车车型成本结构举例 .....               | 15 |
| 图表 24: 行业毛利率 .....                     | 16 |
| 图表 25: 行业月销售收入 .....                   | 16 |
| 图表 26: 行业月利润总额 .....                   | 16 |
| 图表 27: 各行业 2010 年预测市盈率对比 .....         | 17 |
| 图表 28: 汽车板块历史 PE 估值水平走势 .....          | 17 |

## 一、需求：乘用车需求仍将保持旺盛，销量增长回归理性

2010 年 1-10 月我国汽车累计销量为 1468 万辆,超越去年全年 1364 万辆的销量水平。预计 2010 年我国汽车行业销量将达到美国历史最高销量水平 1780 万辆,同比增速高达 30%。继我国去年成为全球第一大汽车市场后,今年将再次位居全球销量首位。

图表 1：近十年中国汽车销量及全球占比和排名

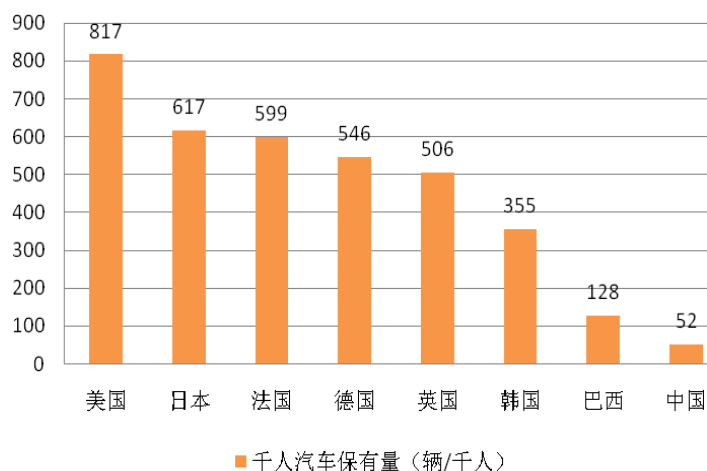


数据来源：CAAM，湘财证券研究所

注：2010 年数据截至 10 月底

尽管如此,虽然我国目前汽车整体产销规模较大但其保有率水平依然明显偏低,千人汽车保有量只有 52 辆,还不到世界平均水平 128 辆的一半。尽管人均 GDP 与美国 60 年代水平接近,但汽车保有率仅为当时的十分之一。如果达到世界平均水平,我国汽车保有量将达到 1.56 亿辆,而截至 2010 年 9 月底,我国民用汽车保有量仅有 7000 万辆左右,低于日本 7500 万辆的保有水平,大约相当于美国 2.85 亿辆汽车保有量的四分之一。

图表 2：中国汽车人均保有量

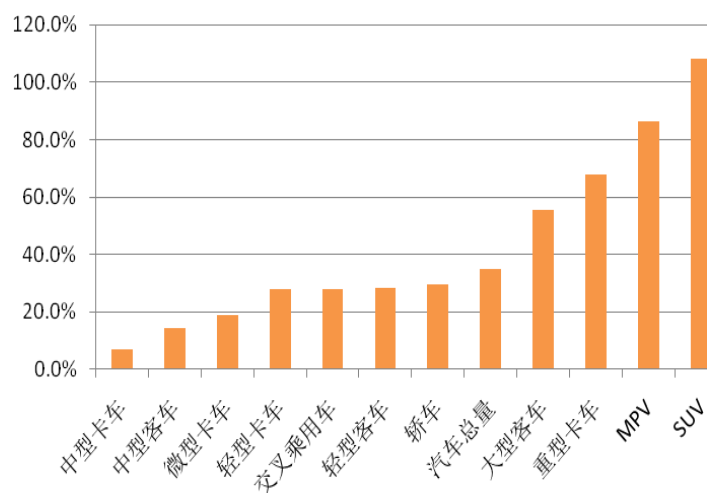


数据来源：CAAM，湘财证券研究所

注：中国为 2010 年 9 月数据，其他国家为 2009 年数据。

分车型看，前十个月乘用车中的 SUV、MPV 销量增速遥遥领先于其他车型，紧随其后的则是重卡和大客。

图表 3：汽车子行业 1-10 月销量同比增速比较



数据来源：CAAM，湘财证券研究所

### 1.1 狭义乘用车市场

2010 年 1-10 月狭义乘用车累计销售 905 万辆，同比增长 37%，高于行业平均增速。其中 SUV 销量为 106 万辆，同比增长 108.3%；MPV 销量为 35 万辆，同比增长 86.5%，轿车销量为 764 万辆，同比增长 29.6%。

#### 1.1.1 我国处于轿车快速普及期

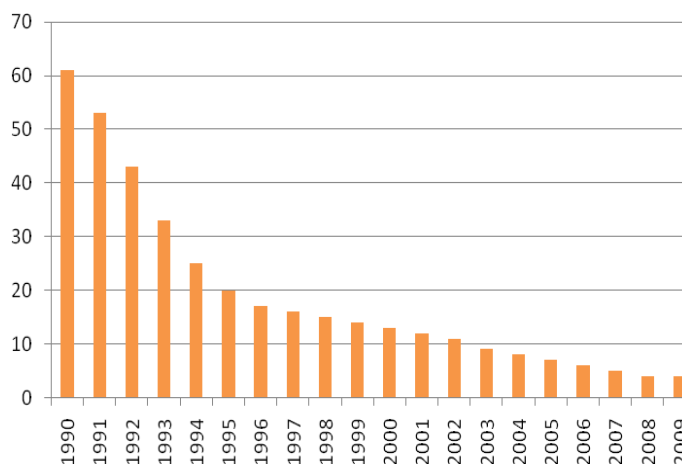
国际轿车市场发展的历史经验表明：一个国家乘用车市场的中长期发展趋势主要

是由 R 值决定的:

$$R = \text{平均车价} / \text{人均 GDP}$$

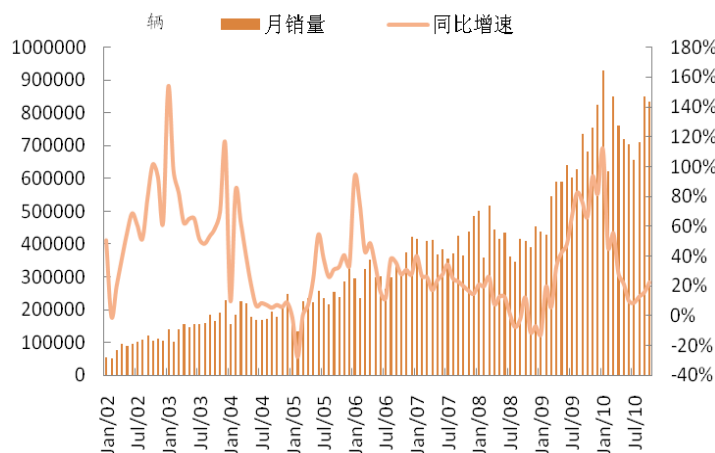
当 R 值接近 3-5 时, 收入水平的上升使得汽车趋于具有普通消费品属性, 而不再是高档消费品, 此时汽车开始大规模进入普通家庭。随着国内经济发展, 收入水平提升以及主力车型价格下移, 我国 R 值逐渐接近 3-5, 进入私人轿车快速普及期。分地区看, 东部沿海发达省市已经率先进入轿车快速普及期, 而中西部二三线地区 R 值也开始接近 3-5, 需求潜力较大。

图表 4: 中国进入汽车快速普及阶段, R 值接近 3-5



数据来源: 国家统计局, 湘财证券研究所

图表 5: 轿车月度销量统计(万辆)



数据来源: CAAM, 湘财证券研究所

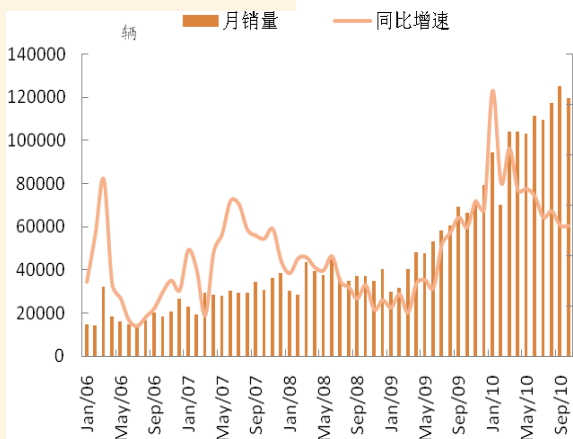
### 1.1.2 二次购车需求

虽然我国首次购车高峰尚未过去, 但二次换车高潮却已来临。上文中也提到我国东部沿海一线城市经济发展较快, R 值进入 3-5 区间较早。从 2003 年开始, 轿车



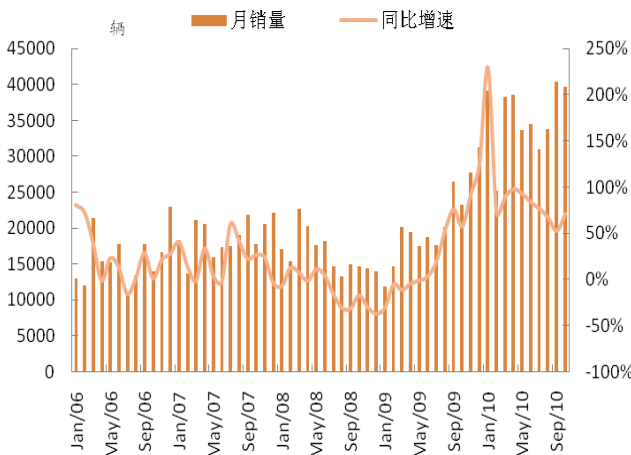
开始进入我国城市家庭，在这个时期基本型乘用车是绝对的销售主力。到了 2010 年，随着使用年限的接近，首批购车群体开始进行换车或二次购车等消费升级。而这个时候 SUV、MPV 作为大部分消费者二次购车时的首选车型成长空间很大，我们认为未来 3-5 年内，SUV、MPV 车型都将超越其他子行业获得持续高速增长。今年前十个月 SUV、MPV 累计销量同比增速分别达到 108.3% 和 86.5%，遥遥领先于其他车型。

图表 6：SUV 月度销量统计(万辆)



数据来源：CAAM，湘财证券研究所

图表 7：MPV 月度销量统计(万辆)



数据来源：CAAM，湘财证券研究所

### 1.1.3 政策转向结构调整

我们在前面的两篇报告《央行加息对汽车行业的影响：短期负面，长期有利于产业结构优化》、《车船税改革：加速乘用车需求结构改变》中提到国家对汽车行业的政策将重点转向鼓励节能减排、引导需求结构改变及优化汽车产业结构方向。目前我国汽车行业实施的扶持政策主要有：小排量乘用车购置税减征、汽车下乡、以旧换新和节能与新能源汽车补贴等。今年年底前面三项政策均将到期，考虑到汽车消费在经过近两年的高速增长后将对环境、道路交通和能源消费均造成一定的压力，为应对金融危机而出台的购置税优惠刺激政策将被取消；而以旧换新和汽车下乡对减少排放以及刺激农村经济发展有利，可能会在不同程度上延续。同时，我们认为 7 月份开始实施的节能车补贴政策将是对年底购置税优惠政策退出的一个有力补充，保持了国家鼓励消费小排量汽车政策的延续性。

另外，今年 10 月份国务院通过了车船税法改革草案，新的车船税法改变了先前一刀切的不合理的征收方式，采取按排量征收的阶梯式税收方式，除小排量车的税额基本维持不变外其他排量均不同幅度增加，预计新的车船税法最快将于明年年初确定。虽然车船税的最终改革方案尚未确定，但是我们认为国家鼓励节能减排、引导节能和新能源汽车消费的政策导向不变，扶持力度减弱将更多体现在购置税优惠退出上。从受惠面上来看，购置税优惠、汽车下乡和以旧换新分别补贴了 1476 万辆、375 万辆和 30.5 万辆汽车，单车补贴金额分别为 2974 元、3813 元和 13770 元。11 月 23 日，第四批节能汽车推广目录公布，截至目前共有 274 款车型已入选

推广补贴目录，2011 年补贴推广车型将进一步增加，预计补贴范围将扩大到 200-250 万辆，虽然补贴范围比购置税政策要小，但考虑到其单车补贴额度较高，总体来看，我们认为 2011 年汽车行业政策支持补贴力度依然较强。

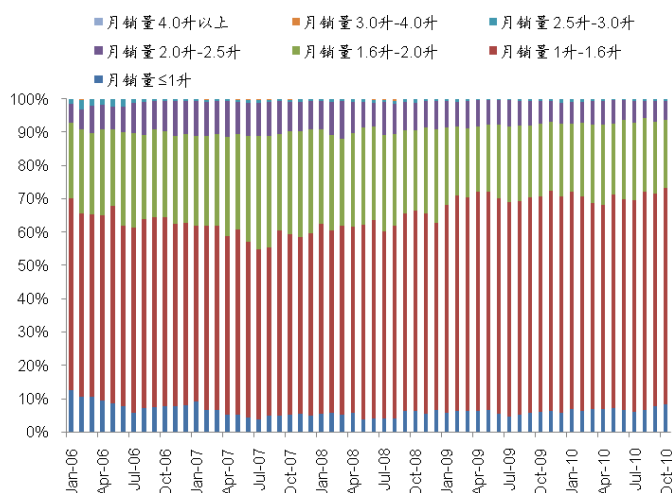
图表 8：2009-2010 汽车行业政策效果量化分析

| 政策     | 实施时间                             | 主要内容                                                                                                        | 2009 年补贴金额             | 2009 年拉动销量 | 2010 年补贴金额                    | 2010 年拉动销量           |
|--------|----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|------------|-------------------------------|----------------------|
| 购置税减征  | 2009 年 1 月 20 日-2010 年 12 月 31 日 | 对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5%（2009 年）/7.5%（2010 年）征收车辆购置税                                                            | 287 亿元<br>（按车价 8 万元估算） | 718 万辆     | 152 亿元<br>（1-10 月，按车价 8 万元估算） | 760 万辆<br>（1-10 月）   |
| 汽车下乡   | 2009 年 3 月 1 日-2010 年 12 月 31 日  | 对农民报废三轮汽车或低速货车换购轻卡以及购买 1.3 升及以下排量微型客车给予最高 5000 元补贴                                                          | 63 亿元                  | 167 万辆     | 80 亿元<br>（1-9 月）              | 208 万辆<br>（1-9 月）    |
| 以旧换新   | 2009 年 6 月 1 日-2010 年 12 月 31 日  | 对报废使用不到 8 年的老旧微卡、中型出租载客车；使用不到 12 年的老旧重卡、轻卡和中客；提前报废的各类黄标车并换购新车的，给予最高 6000 元的补贴；2009 年末，该补贴标准上调至 5000-18000 元 | 2 亿元                   | 2.1 万辆     | 40 亿元<br>（1-10 月）             | 28.4 万辆<br>（1-10 月）  |
| 节能汽车补贴 | 2010 年 6 月 1 日起                  | 对消费者购买节能汽车给予一次性定额补助，补助标准为 3000 元/辆，由生产企业在销售时兑付给购买者                                                          |                        |            | 20 亿元<br>（6-10 月，估算）          | 65 万辆<br>（6-10 月，估算） |

数据来源：政府网站，湘财证券研究所

在节能补贴推广以及购置税优惠取消等因素刺激下，8-10 月，占乘用车销售比重近 70% 的小排量汽车连续三个月销量和市场份额均环比上升，表现十分强劲，并且也带动了整个轿车行业景气度的回升。我们认为 2011 年虽然有相关优惠政策退出，但是国家鼓励小排量汽车消费的政策不会改变，预计随着节能车补贴车型的扩大，小排量乘用车的销量将能维持高位。

图表 9：轿车销量结构



数据来源：CAAM，湘财证券研究所



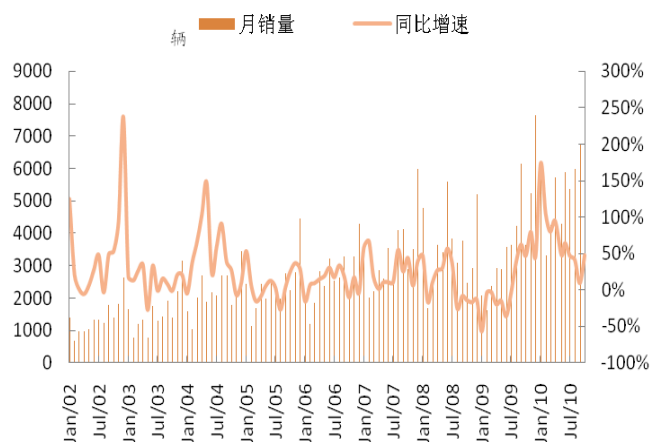
图表 10：狭义乘用车行业销量前二十

| 企业    | 10 年份额 | 10 年累计    | 09 年同期    | 同比增长  | 份额变化  |
|-------|--------|-----------|-----------|-------|-------|
| 上海通用  | 11.6%  | 819,322   | 535,797   | 52.9% | 0.9%  |
| 上海大众  | 11.5%  | 808,663   | 575,454   | 40.5% | -0.1% |
| 一汽大众  | 10.3%  | 724,634   | 551,150   | 31.5% | -0.8% |
| 北京现代  | 8.1%   | 569,787   | 460,590   | 23.7% | -1.1% |
| 东风日产  | 7.8%   | 551,477   | 422,460   | 30.5% | -0.6% |
| 奇瑞汽车  | 7.6%   | 533,770   | 381,351   | 40.0% | -0.1% |
| 比亚迪汽车 | 6.1%   | 426,792   | 337,597   | 26.4% | -0.7% |
| 一汽丰田  | 5.6%   | 397,519   | 329,305   | 20.7% | -1.0% |
| 长安福特  | 4.6%   | 327,381   | 255,759   | 28.0% | -0.5% |
| 浙江吉利  | 4.6%   | 324,220   | 253,833   | 27.7% | -0.5% |
| 广汽本田  | 4.4%   | 311,093   | 291,345   | 6.8%  | -1.4% |
| 神龙汽车  | 4.2%   | 293,343   | 209,647   | 39.9% | 0.0%  |
| 悦达起亚  | 3.8%   | 267,038   | 180,313   | 48.1% | 0.2%  |
| 广汽丰田  | 3.1%   | 221,105   | 162,632   | 36.0% | -0.1% |
| 东风本田  | 3.1%   | 217,617   | 168,550   | 29.1% | -0.3% |
| 一汽轿车  | 3.1%   | 216,274   | 144,561   | 49.6% | 0.2%  |
| 长城汽车  | 3.0%   | 213,769   | 108,815   | 96.5% | 0.9%  |
| 一汽夏利  | 2.8%   | 196,892   | 174,755   | 12.7% | -0.7% |
| 金杯汽车  | 2.7%   | 190,845   | 110,558   | 72.6% | 0.5%  |
| 江淮汽车  | 2.3%   | 162,522   | 100,030   | 62.5% | 0.3%  |
| 其它    | -10.4% | -732,233  | -767,068  | -4.5% | 5.0%  |
| 总计    | 100.0% | 7,041,830 | 4,987,434 | 41.2% | 0.0%  |

数据来源：CAAM，湘财证券研究所

## 1.2 大客市场

图表 11：大客月度销量统计（万辆）



数据来源：CAAM，湘财证券研究所

受益于旅游业发展、城市公交需求和短途客运需求的提升，大客销量维持较旺。今年 1-10 月累计销售 5.34 万辆，同比增长 54%。

我们认为新能源汽车产业最先能产业化的将是公共交通即客车领域。受益于国家新能源汽车产业规划，从 2009 年开始，部分企业已经先后接到新能源客车订单，预计后续这些企业将获得更多新能源客车订单，目前新能源客车试点城市已经达到 20 个，随着“十城千辆”工程的开展，2011 年试点城市将扩大到 30 个，意味着未来将有更多城市进行新能源客车订单的招标。大客企业在传统客车作为业绩支撑外，新能源客车订单将成为业绩上涨催化剂。

图表 12：大型客车子行业销量前十（含非完整车辆）

| 企业   | 10 年份额 | 10 年累计 | 09 年同期 | 同比增长   | 份额变化  |
|------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 宇通客车 | 25.0%  | 13231  | 7965   | 66.1%  | 2.1%  |
| 苏州金龙 | 12.3%  | 6503   | 2764   | 135.3% | 4.3%  |
| 厦门金龙 | 11.6%  | 6167   | 4797   | 28.6%  | -2.2% |
| 厦门金旅 | 7.0%   | 3724   | 1849   | 101.4% | 1.7%  |
| 丹东黄海 | 5.9%   | 3107   | 2556   | 21.6%  | -1.5% |
| 上海申沃 | 4.2%   | 2215   | 2057   | 7.7%   | -1.7% |
| 一汽集团 | 4.1%   | 2163   | 1859   | 16.4%  | -1.3% |
| 陕西汽车 | 4.1%   | 2154   | 885    | 143.4% | 1.5%  |
| 安徽安凯 | 4.1%   | 2148   | 1213   | 77.1%  | 0.6%  |
| 北汽福田 | 3.7%   | 1970   | 1716   | 14.8%  | -1.2% |
| 其它   | 18.1%  | 9587   | 7095   | 35.1%  | -2.3% |
| 总计   | 100.0% | 52969  | 34756  | 52.4%  | 0.0%  |

数据来源：CAAM，湘财证券研究所

注：2010 年数据截至 10 月底

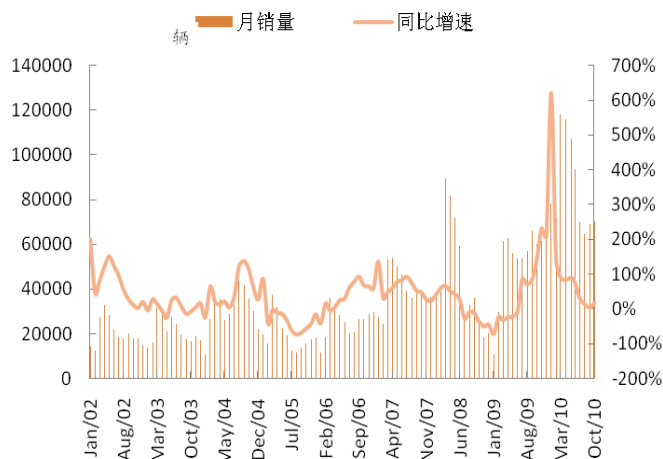
图表 13：十米以上城市公交客车示范推广补助标准（单位：万元/辆）

| 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/超级电容器的混合动力系统 |               |
|------------|---------|---------------|---------------------------|---------------|
|            |         |               | 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：科技部，湘财证券研究所

### 1.3 重卡市场

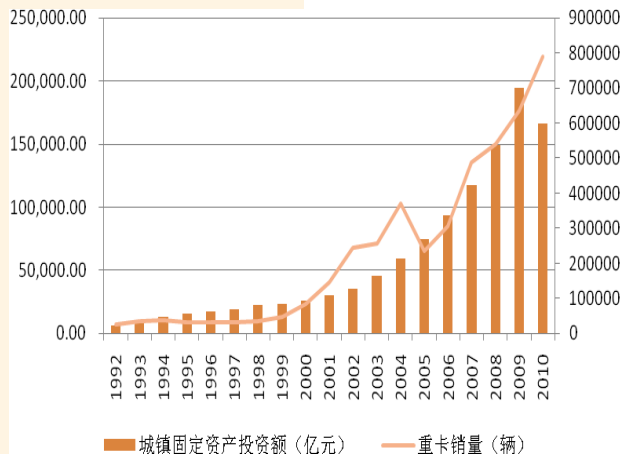
图表 14：重卡月度销量统计(万辆)



数据来源：CAAM，湘财证券研究所

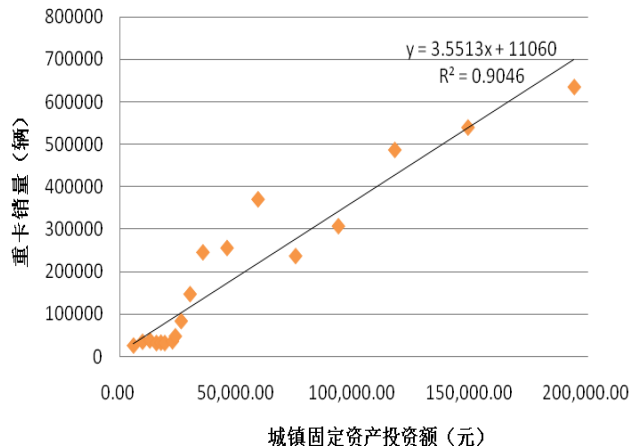
2010 年 1-10 月重卡累计销量 85.85 万辆，同比大幅增长 68%，增速仅次于 SUV 和 MPV。我们认为今年重卡市场远超市场预期增长的原因主要是由于去年同期的低销量基数、固定资产投资增速较快以及国内外贸易复苏推动物流需求增长所致。

图表 15：城镇固定资产投资额与重卡销量



数据来源：CAAM，湘财证券研究所  
 注：2010 年数据截至 10 月底

图表 16：重卡销量与固定资产投资额的相关性分析



数据来源：CAAM，湘财证券研究所

我们使用 92-09 年的数据对固定资产投资额与重卡销量作了简单的相关性分析，根据定量分析的结果，我国的重卡销量和国内固定资产投资额具有较强的正相关关系，2009 年上半年由于金融危机影响重卡行业处于低谷，约有 6.4 万辆的正常需求被抑制；假设 2010 全年固定资产投资额增长约 23%，全年重卡销量达到 99.7 万辆，则 13.8 万辆为透支性需求；假设 2011 年固定资产投资额增长约 20%，以此计算 2011 年重卡理论销量为 103 万辆，考虑到 2009 年的抑制效应和 2010 年的透

支效应，预计明年全年重卡销量与今年基本持平。我们认为短期尤其是明年上半年重卡板块将面临一定程度调整，长期来看受我国城镇化进程和经济发展带动的物流需求推动仍有较大增长空间。

图表 17：重型货车子行业销量前十（含非完整车辆和半挂牵引车）

| 企业   | 10 年份额 | 10 年累计  | 09 年同期  | 同比增长   | 份额变化  |
|------|--------|---------|---------|--------|-------|
| 一汽集团 | 23.2%  | 199,386 | 111,218 | 79.3%  | 1.5%  |
| 东风汽车 | 19.5%  | 167,635 | 88,158  | 90.2%  | 2.3%  |
| 中国重汽 | 18.7%  | 160,701 | 107,504 | 49.5%  | -2.3% |
| 陕西重汽 | 10.9%  | 93,306  | 55,390  | 68.5%  | 0.0%  |
| 北汽福田 | 10.2%  | 87,948  | 65,501  | 34.3%  | -2.6% |
| 北奔重汽 | 4.4%   | 37,801  | 22,763  | 66.1%  | -0.1% |
| 上汽红岩 | 3.2%   | 27,620  | 17,379  | 58.9%  | -0.2% |
| 安徽华菱 | 3.1%   | 26,212  | 14,708  | 78.2%  | 0.2%  |
| 江淮汽车 | 2.5%   | 21,367  | 10,216  | 109.2% | 0.5%  |
| 湖北三环 | 1.2%   | 10,075  | 8,231   | 22.4%  | -0.4% |
| 其它   | 3.1%   | 26,491  | 10,100  | 162.3% | 1.1%  |
| 总计   | 100.0% | 858,542 | 511,168 | 68.0%  | 0.0%  |

数据来源：CAAM，湘财证券研究所

## 二、价格：总体价格水平保持稳定

我们认为长期来看汽车价格呈一个小幅度下降趋势，具体表现为：当市场需求比较旺盛时，整车厂产能利用率较高，车企没有动力去主动降价；而当市场需求偏弱时，整车厂产能利用率较低，车企会主动降价促进销售以保证产能利用率。

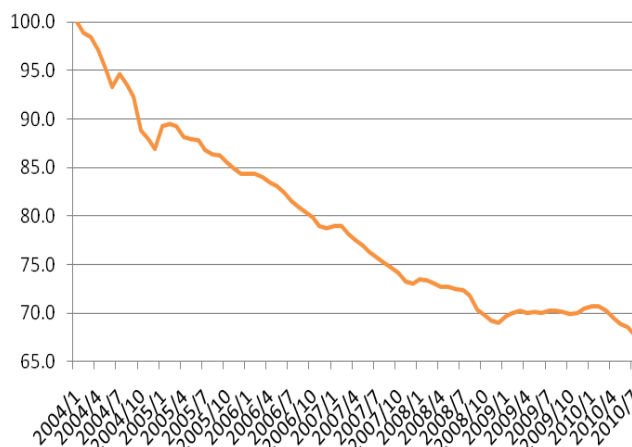
08 年下半年受金融危机影响，汽车销量下滑，行业平均产能利用率在 70% 左右，而近两年在汽车产业政策的扶持下，汽车销量大幅增长又导致产能偏紧，平均产能利用率超过 90%。考虑到扩产周期通常为 1.5-2 年，我们认为各个企业的新增产能将在 2011 年之后逐步释放。分车型看，多数合资企业表现得相对理性一些，从披露的产能扩张计划看，未来两年产能过剩的风险较小；自主品牌企业产能扩张计划较为激进，但我们认为自主品牌多为民营性质，机制灵活，计划也易调整。例如比亚迪汽车在 2010 年中期就将公司本年度销售计划大幅削减 25%。按照目前主要企业的产能扩张计划，如果 2011-2012 年汽车行业整体销量维持 15% 的年均复合增长率，汽车供给和需求将基本匹配，不会出现产能过剩的局面。

图表 18：主要汽车企业产能规划

| 公司      | 产能（万辆） |       |       |       | 销量（万辆） |       | 销量增长   |       |
|---------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|
|         | 2009   | 2010E | 2011E | 2012E | 2009   | 2010E | 2009   | 2010E |
| 上海大众    | 70     | 90    | 95    | 100   | 72.8   | 100   | 48.6%  | 37.4% |
| 上海通用    | 70     | 90    | 100   | 115   | 70.8   | 106   | 59.3%  | 49.7% |
| 上海汽车    | 15     | 30    | 40    | 45    | 9      | 16    | 147.7% | 77.8% |
| 一汽丰田    | 42     | 50    | 50    | 60    | 41.7   | 50    | 14.0%  | 19.9% |
| 一汽大众    | 66     | 80    | 100   | 115   | 66.9   | 78.2  | 34.1%  | 16.9% |
| 一汽轿车    | 20     | 25    | 30    | 40    | 18.8   | 27    | 57.0%  | 43.6% |
| 一汽夏利    | 23     | 28    | 33    | 38    | 21.2   | 26    | 20.1%  | 22.6% |
| 长安福特马自达 | 41     | 41    | 48    | 56    | 31.6   | 41    | 54.5%  | 29.7% |
| 长安铃木    | 18     | 20    | 23    | 25    | 15     | 20    | 20.9%  | 33.3% |
| 长安本部    |        |       |       |       | 40     | 58    | 152.9% | 45.0% |
| 东风神龙    | 45     | 50    | 57    | 65    | 27     | 36.1  | 51.6%  | 33.7% |
| 东风日产    | 52     | 60    | 65    | 70    | 51.9   | 60    | 48.0%  | 15.6% |
| 东风本田    | 20     | 24    | 36    | 48    | 21.1   | 24    | 28.4%  | 13.7% |
| 东风乘用车公司 | 10     | 15    | 20    | 24    | 1.9    | 3     |        | 57.9% |
| 东风悦达起亚  | 28     | 35    | 40    | 43    | 24.1   | 33    | 70.0%  | 36.9% |
| 广州本田    | 36     | 42    | 48    | 48    | 36.6   | 38.6  | 19.4%  | 5.5%  |
| 广州丰田    | 26     | 45    | 45    | 45    | 21     | 26.7  | 21.9%  | 27.1% |
| 广汽菲亚特   |        |       | 14    | 14    | 0      |       |        |       |
| 广汽乘用车   |        | 10    | 15    | 20    | 0      |       |        |       |
| 北京现代    | 60     | 70    | 80    | 90    | 57     | 67    | 107.8% | 17.5% |
| 江淮汽车    | 20     | 25    | 30    | 30    | 12.3   | 19    | 111.8% | 54.5% |
| 比亚迪     | 50     | 80    | 90    | 100   | 44.8   | 60    | 162.4% | 33.9% |
| 奇瑞汽车    | 60     | 85    | 90    | 100   | 48.4   | 85    | 36.0%  | 75.6% |
| 吉利      | 42     | 68    | 85    | 100   | 32.9   | 40    | 48.4%  | 21.6% |

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

图表 19：乘用车汽车价格指数



数据来源：CEIC，湘财证券研究所

我们认为，由于生产技术的进步、销售规模的扩大以及车型换代的不断加快，汽车价格不断下降是行业的正常趋势，但市场整体出现类似于 04 年价格战的可能性较低。主要是因为根据前文所述，多数企业的产能扩张计划依然表现谨慎，不会出现严重的产能过剩，导致供过于求，同时汽车市场需求依然维持高位。并且从厂商角度来看，市场需求旺盛时，整车厂商产能利用率较高，企业主动参与价格战的意愿并不高，所以我们认为市场不会爆发所谓的价格战，汽车价格也不会出现恶性下滑。总体而言，随着经销商库存的增加，促销活动会增多，预计 2011 年汽车总体价格水平将小幅回落 5% 左右，并且会随着车型出现分化，性价比高的车型（主要是合资企业车型）价格依然会坚挺，同质化竞争的车型（主要是自主品牌车型）价格促销力度会加大。

### 三、成本：钢材价格上涨对成本影响有限

图表 20：分车型用钢量

|     | 单车用钢量（吨/辆） | 2010 年 1-8 月汽车销量（辆） | 用钢量（万吨） |
|-----|------------|---------------------|---------|
| 乘用车 | 0.86       | 8,686,067           | 747     |
| 重卡  | 8.00       | 719,046             | 575     |
| 中卡  | 3.60       | 185,636             | 67      |
| 轻卡  | 2.00       | 1,304,902           | 261     |
| 微卡  | 0.77       | 404,449             | 31      |
| 大客  | 8.00       | 40,547              | 32      |
| 中客  | 3.00       | 54,820              | 16      |
| 轻客  | 1.30       | 187,080             | 24      |
| 合计  | ——         | 11,582,547          | 1,754   |

数据来源：国家统计局

我们测算了汽车行业对钢材价格的敏感度，结果显示：如果钢材价格上涨 1000 元



/吨(相对目前价格上涨幅度约 20%)，汽车行业生产成本将上升 175.4 亿元，2010 年 1-8 月同期汽车行业累计实现利润总额为 2255 亿元，钢价上涨 1000 元每吨，将降低行业利润总额 7.8%。

图表 21：钢材成本增加对汽车行业盈利敏感性分析

| 钢价上涨幅度     | 5%   | 10%  | 15%  | 20%  |
|------------|------|------|------|------|
| 汽车行业利润下降幅度 | 1.9% | 3.9% | 5.8% | 7.8% |

数据来源：湘财证券研究所

分车型看，由于用钢量的不同，各车型对钢材价格成本增加的敏感度也不尽相同，其中重卡敏感度最高，大中客次之，乘用车对钢材价格上涨的敏感度较低。

图表 22：近年钢材价格指数走势



数据来源：Mysteel

钢价自今年 4 月末回落后，目前已反弹至年内高点附近，预计明年钢材价格将有一定程度的上涨。同时我们也关注到，劳动力成本呈不断上升趋势，虽然其占总成本比例较小，但从今年的几件事情来看（如广本零部件企业工人罢工、富士康多次上调职工工资等），未来劳动力成本上升将在一定程度上影响企业的盈利水平。

图表 23：某轿车车型成本结构举例

| 成本类型      | 成本占比 |
|-----------|------|
| 钢材        | 4%   |
| 发动机       | 20%  |
| 变速器       | 8%   |
| 内饰件       | 23%  |
| 外饰件及其他零部件 | 17%  |
| 轮胎轮毂      | 5%   |
| 电子产品      | 7%   |
| 生产制造成本    | 8%   |
| 固定资产摊销折旧  | 4%   |
| 水电煤成本     | 1%   |

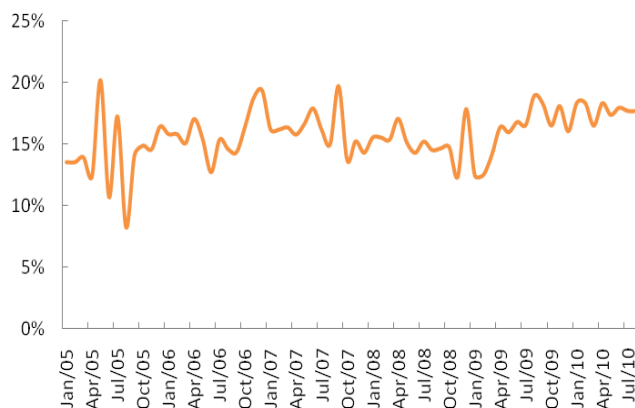
|      |      |
|------|------|
| 人工成本 | 1%   |
| 其他成本 | 2%   |
| 总成本  | 100% |

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

#### 四、行业盈利能力：维持高位，增速放缓

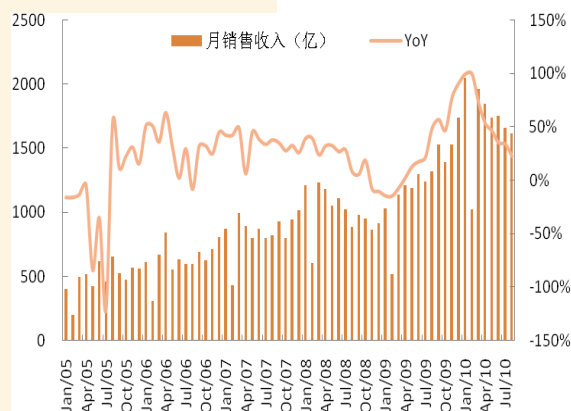
综上所述，我们认为明年汽车行业销量将保持 15-20% 的增长，产能利用率将维持较高水平，汽车价格保持相对稳定。尽管原材料存在上涨的风险，但预计涨幅有限并且对汽车行业的利润影响有限，因此，我们认为 2011 年汽车行业的利润率仍可维持稳定。由于规模效应的作用，汽车行业今年前三季度的净利润增速高于营收增速。总体判断，我们认为明年行业利润仍可实现 20% 左右的增长，其中龙头企业的表现将好于行业平均水平。

图表 24：行业毛利率



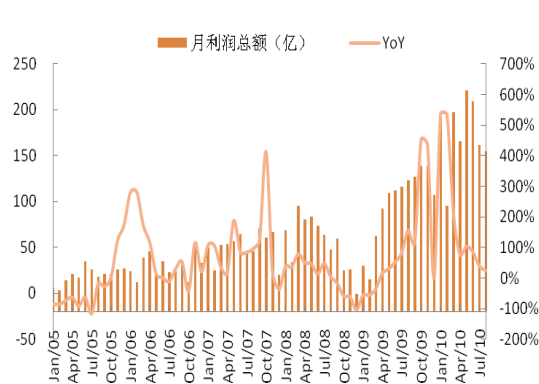
数据来源：CAAM，湘财证券研究所

图表 25：行业月销售收入



数据来源：CAAM，湘财证券研究所

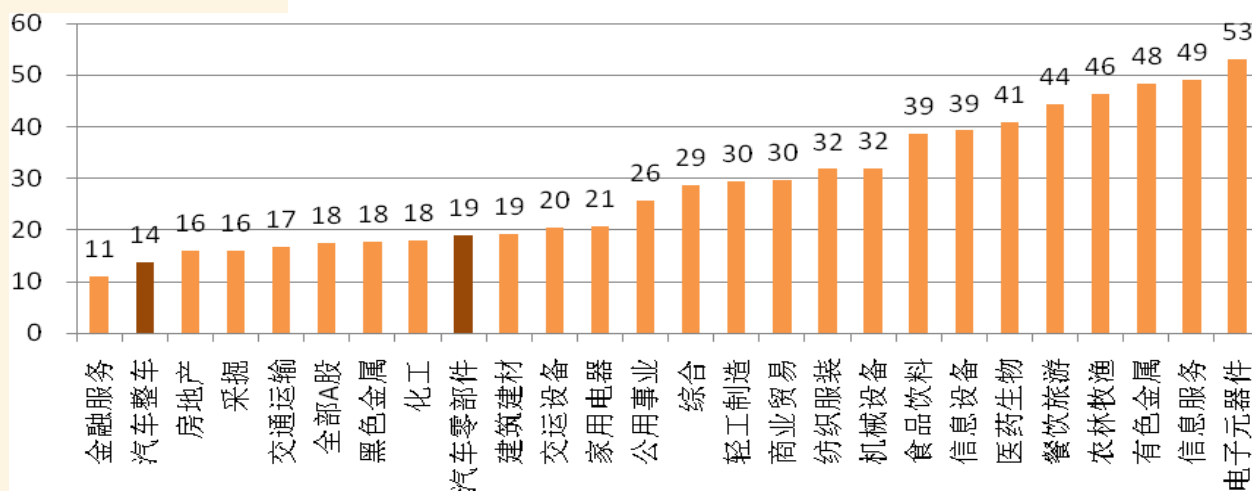
图表 26：行业月利润总额



数据来源：CAAM，湘财证券研究所

## 五、行业估值水平：估值安全边际较高

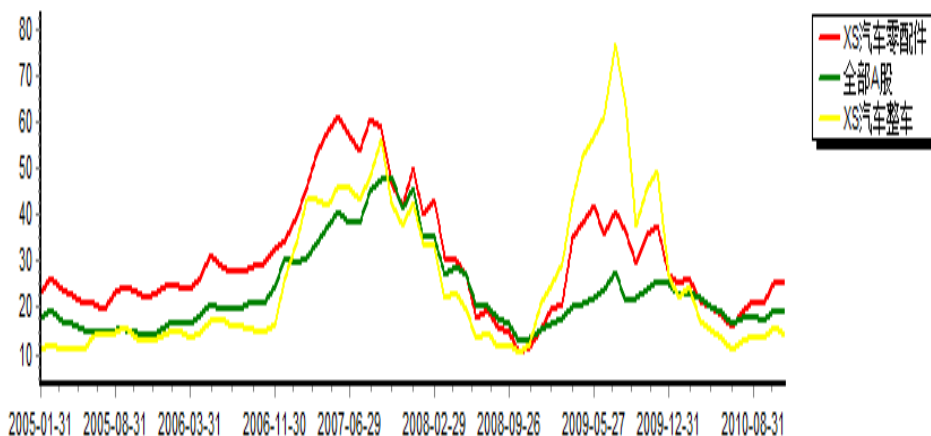
图表 27：各行业 2010 年预测市盈率对比



数据来源：WIND，湘财证券研究所

横向比较看，汽车整车和汽车零部件子行业 2010 年预测 PE 仅为 13.8 倍、19.1 倍，在各行业中具有较好的估值安全边际（市场整体法平均 PE 为 17.6 倍），尤其是汽车整车市盈率仅略高于金融服务业，排名倒数第二位。

图表 28：汽车板块历史 PE 估值水平走势



数据来源：WIND，湘财证券研究所

纵向比较看，汽车整车和汽车零部件子行业也处于行业历史较低水平，目前汽车板块 PE 估值较低。综合来看，我们认为汽车板块当前估值水平已提前反映了明年销量增速放缓的预期，估值安全边际较高。

## 六、投资策略

对于 2011 年汽车销售市场的表现,我们认为首先在政策层面上,虽然购置税优惠等政策将退出,但 7 月份开始实施的节能车补贴政策将是对购置税优惠政策退出的一个有力补充,保持了国家鼓励消费小排量汽车政策的延续性;其次分车型看,乘用车板块中,我们认为不断扩大的节能汽车推广目录将会继续维持小排量乘用车的景气度,而个性化及改善型二次购车需求也会推动 SUV、MPV 车型快速增长,虽然增速将有所回落,但仍将领先于其他各个子行业;商用车板块,由于固定资产投资增速放缓、房地产调控政策日趋严厉以及 2010 年高基数效应,我们预计 2011 年重卡市场将会出现有限幅度的调整,而大客市场,由于旅游业和城市公交的旺盛需求,仍将会有较为稳定的增长。

由于今年一季度汽车销量基数较大,尤其是在 3 月份创出单月销量历史记录,预计 2011 年一季度汽车销量增速将逐月降低。预计明年汽车行业整体销量增速将放缓至 15%-20%,其中乘用车消费品的属性将使得其行业表现要好于商用车。我们认为汽车板块 2011 年的投资机会将在二季度出现。

综合前面分析,我们维持 2011 年汽车行业“增持”评级;给予狭义乘用车和大客子行业“增持”评级,下调重卡子行业至“中性”评级。投资策略上,我们推荐估值较低的狭义乘用车(轿车、SUV、MPV)及其相应零部件板块的龙头企业,如:上海汽车、华域汽车;另外我们推荐盈利增长具有较强确定性的的大客板块的龙头企业,如宇通客车。

## 七、重点公司点评

### 7.1 上海汽车 (600104. SH)

公司是我国汽车行业的龙头企业,今年 1-11 月累计销量已突破 300 万辆大关,成为我国第一家年销量突破 300 万辆规模的整车生产企业。

公司近期获得证监会批准非公开发行股票不超过 9 亿股,募集资金将主要投向自主品牌业务,符合国家十二五汽车规划,也将进一步巩固公司自主品牌荣威和 MG 在国内同类别产品中的竞争地位。我们认为自主品牌业务有望成为公司盈利继上海通用和上海大众之后的又一大主要来源。

预计公司 2010 年、2011 年净利润分别为 134 亿元和 155 亿元,对应增发后每股收益 1.42 元和 1.65 元。公司 12 月 7 日股价对应增发后 2010、2011 年 PE 分别为 12.7 倍和 10.9 倍,维持公司“买入”评级。

### 7.2 华域汽车 (600741. SH)

公司主要依托于上汽集团为其下属整车企业做配套生产，并逐渐拓展至其他主流乘用车企业。

公司间接受益于国家汽车政策。截至目前的四批节能汽车推广目录中，上海通用、上海大众、上海汽车分别有 26 款、15 款和 2 款车型入选，是节能汽车补贴的主要受益企业，公司作为其主要零部件供应商，也将从中间接受益。

公司投资设立华域电动参与电机电控产业布局有助于公司加快形成自主掌控的新能源汽车核心零部件的研发和制造能力，对公司未来拓展新能源汽车零部件业务具有重要的战略意义。

公司作为国内汽车零部件行业龙头企业，在技术、供应链配套体系和规模上均具有竞争优势，盈利能力相对其他企业更为稳定。预计公司 2010 年、2011 年每股收益为 1.03 元、1.32 元，对应 12 月 7 日收盘价，PE 分别为 11.09 倍、8.65 倍，给予公司“买入”评级。

### 7.3 宇通客车 (600066. SH)

公司所在客车行业集中度较高，市场需求保持平稳增长，“一通三龙”占据了客车市场 50%左右的份额。我们认为随着城镇化的发展，未来国内客车行业需求将保持持续稳定的增长，其中龙头公司将随着其规模的不断扩大，进一步提升其市场地位。公司目前占有客车市场 22%的份额，是客车行业龙头企业。我们认为客车行业是新能源汽车能够最先实现产业化的领域，预计未来随着“十城千辆”工程的推进、出口规模的扩大以及公司新增产能的投产，公司的市场份额将得到进一步提高。

预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 1.55 元、1.83 元，对应 12 月 7 日收盘价，PE 分别为 12.5 倍、10.6 倍，给予公司“买入”评级。

## 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。