

汽车行业年度投资策略：主旋律乃稳健成长，高音符是结构演变

报告要点

■ 行业盈利影响因素：成本的压力是个“伪命题”

行业盈利将直接决定行业内企业 EPS 的总体情况。根据我们的分析框架，在影响汽车行业盈利变化的因素中，规模和产能利用率是最关键的两个要素，而成本的波动对于行业盈利影响有限。

■ 2011 年汽车行业销量增速是决定行业盈利的关键要素

我们估计汽车行业 2011 年的增速在 10-15%，其中狭义乘用车 2011 年的增速大约在 15%，中重卡的增速区间在-10%到+5%，中重卡 and 狭义乘用车的增速将成为市场关注的焦点，关键的时间窗口在 2011 年 2-3 月。

■ 产能利用率保持高位，保证企业盈利提升

产能利用率与行业盈利能力直接相关，比较难以统计，目前没有非常权威的统计机构发布。经过我们的广泛调研，汽车行业 2011 年产能的增幅大致在 15-16%，与行业增速能够实现较好的契合，行业盈利能力仍将保持高位。

■ 投资逻辑：更加关注企业的成长性

汽车行业在连续两年经过高增长后，我们认为，在 2011 年增速放缓是大概率事件。而行业规模的急速放大，给了一些“小”公司非常广阔的表演舞台，这类公司由于具有结构性的投资机会，2011 年值得重点关注。

不过，主流汽车股票 2010 年的 PE 估值已经跌破 10 倍，具有较好的安全性，从投资配置的角度来看，可以在“政策退出，利空出尽”时重点关注乘用车龙头企业及零部件平台，如华域汽车、上海汽车；而一些具有结构性机会、成长性良好的“小”公司则可以中重点关注，比如符合产业链整合规律，产品线或产能扩张，或具有外延式发展的万里扬、松芝股份、兴民钢圈。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600741	华域汽车	推荐
002355	兴民钢圈	推荐
002434	万里扬	推荐
002454	松芝股份	推荐
600104	上海汽车	推荐

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA

PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《长江证券汽车行业 2011 投资策略 PPT-主旋律乃稳健成长，高音符是结构演变》2010-11-24
《汽车行业运营研究之产能调控篇》2010-11-19

《行业盈利增速将大超销量增速》2010-10-22

分析师：

刘元瑞

(8621)68751760

liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490209080266

联系人：

谭焜元/张乐

(8621) 68751760

tanky@cjsc.com.cn / zhangle@cjsc.com.cn

正文目录

投资概要.....	5
主要观点	5
风险概要	5
第一部分：行业盈利核心动力：规模 > 供给 >> 成本.....	6
企业盈利核心推动力 1：成本？可能是个伪命题.....	6
企业盈利核心推动力 2：规模（销量）和供求关系（产能利用率）	6
第二部分：行业销量增长要素：	8
各细分行业规模增长的要素	8
消费属性：乘用车-消费升级+政策推动.....	18
投资属性：商用车-宏观经济+政策法规.....	22
第三部分：行业产能预期：结构性紧缺延续	24
以史为鉴：产能周期的历史	24
供给规划：有力扩张的产能	25
供需匹配：产能紧俏的常态	28
第四部分：投资逻辑：稳健成长+结构演变	31
行业性机会：标配的选择	31
结构性机会：重视成长的确定性	34

图表目录

图 1: 典型 10 万元轿车成本构成.....	6
图 2: 典型重卡成本构成.....	6
图 3: 产能利用率与利润率强相关	6
图 4: 企业利润率与销量相关性较大, 与长江汽车原材料成本指数相关度较小.....	7
图 5: 狭义乘用车驱动因素相关性	9
图 6: 长期趋势-城镇人均可支配收入.....	9
图 7: 财富效应-沪深 300 指数.....	9
图 8: 财富效应-商品房销售同比增速.....	10
图 9: 货币环境-M2	10
图 10: 持有成本-汽油价格同比	10
图 11: 心理因素-消费者信心指数	10
图 12: 中重卡驱动因素相关性.....	11
图 13: 房地产-投资额.....	11
图 14: 房地产-新开工量	11
图 15: 中长期消费性贷款增加额增长率	12
图 16: 公路货运量增长率.....	12
图 17: 内河和沿海港口货运吞吐量增长率.....	12
图 18: 轻微卡驱动因素相关性.....	12
图 19: 农村市场-农村人均纯收入.....	13
图 20: 城市市场-城镇居民可支配收入.....	13
图 21: 城市市场-城市化率.....	13
图 22: 整体市场-公路里程数	14
图 23: 整体市场-公路货运量增长率	14
图 24: 大中客驱动因素相关性.....	14
图 25: 宏观-财政预算支出	15
图 26: 宏观-商品房销售面积同比增速.....	15
图 27: 公路运输-公路客运量	15
图 28: 公路运输-铁路投资完成额	15
图 29: 公路运输-公交车保有量	15
图 30: 公路运输-城镇居民可支配收入.....	15
图 31: 公路运输-城市人均拥有道路面积	16
图 32: 公路运输-人均国内旅游花费	16
图 33: 宏观-城镇化率	16
图 34: 出口-石油国 GDP	16
图 35: 轻微客驱动因素相关性.....	16
图 36: 经济活跃度-工业增加值	17
图 37: 经济活跃度-城镇固定资产投资完成额.....	17
图 38: 物流市场-公路运输旅客数量	17
图 39: 物流市场-公路运输货物数量	17
图 40: 购买力-农村人均现金收入.....	18

图 41: 购买力-城镇居民可支配收入	18
图 42: 购买意愿-消费者信心指数	18
图 43: 10 年狭义乘用车呈现阶段性走势	19
图 44: 日本主要耐用消费品的家庭普及过程	20
图 45: 近两年我国汽车市场刺激政策实施时间节点	22
图 46: 10 年重卡市场的持续旺盛走势	23
图 47: 商用车市场演变的关键驱动力	23
图 48: 2001 年至 2009 年产能与产量的匹配始终在波动	24
图 49: 产销增长剪刀差长期存在	25
图 50: 主要 20 家乘用车生产企业产能规划有序	26
图 51: 主要 7 家重卡生产企业产能规划有序	26
图 52: 部分重点乘用车企业 10、11 产能利用率均维持高位	28
图 53: 部分重点中重卡企业 10、11 产能利用率均有所下滑	29
图 54: 上海汽车主要品牌销量及市场份额维持高位	31
图 55: 万里扬 2010H1 收入构成	34
图 56: 公司目前收入集中于华东地区, 二三线城市上升空间大	35
图 57: 乘用车空调业务收入占比迅速增长	36
表 1: 驱动汽车行业规模增长的要素	8
表 2: 中重卡主流企业产能汇总: 单位 (万辆)	27
表 3: 中重卡主流企业产能明细: 单位 (万辆)	27
表 4: 分企业 2011 年产能情况预测	30
表 5: 分省份整车生产资质壳资源不完全统计 (包含专用车生产企业)	30
表 6: 上海汽车近期新车型推出计划	32
表 7: 同合资方共同开发先进节能技术及新能源产品	32
表 8: 公司近期公告主要资产业务及股权梳理明确	33
表 9: 公司近期公告集团零部件资产的进一步注入	33
表 10: 公司近期公告相关外延式增长	33
行业重点上市公司估值指标与评级变化	36

投资概要

主要观点

■ 行业盈利影响因素：成本的压力是个“伪命题”

行业盈利将直接决定行业内企业 EPS 的总体情况。根据我们的分析框架，在影响汽车行业盈利变化的因素中，规模和产能利用率是最关键的两个要素，而成本的波动对于行业盈利影响有限。

■ 2011 年汽车行业销量增速是决定行业盈利的关键要素

我们估计汽车行业 2011 年的增速在 10-15%，其中狭义乘用车 2011 年的增速大约在 15%，中重卡的增速区间在-10%到+5%，中重卡和狭义乘用车的增速将成为市场关注的焦点，关键的时间窗口在 2011 年 2-3 月。

■ 产能利用率保持高位，保证企业盈利提升

产能利用率与行业盈利能力直接相关，比较难以统计，目前没有非常权威的统计机构发布。经过我们的广泛调研，汽车行业 2011 年产能的增幅大致在 15-16%，与行业增速能够实现较好的契合，行业盈利能力仍将保持高位。

■ 投资逻辑：更加关注企业的成长性

汽车行业在连续两年经过高增长后，我们认为，在 2011 年增速放缓是大概率事件。而行业规模的急速放大，给了一些“小”公司非常广阔的表演舞台，这类公司由于具有结构性的投资机会，2011 年值得重点关注。

目前，主流汽车股票 2010 年的 PE 估值已经大约 10 倍，具有较好的安全性，从投资配置的角度来看，可以在“政策退出，利空出尽”时重点关注乘用车龙头企业或零部件平台，如华域汽车、上海汽车；而一些具有结构性机会的“小”公司则可以重点关注，比如符合产业链整合规律，外延式发展的万里扬、松芝股份、兴民钢圈。

风险概要

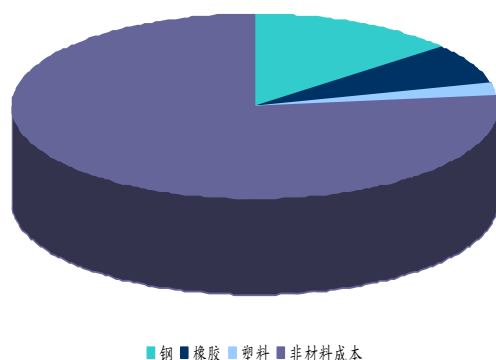
宏观经济形势不确定性带来的需求超预期下滑。

第一部分：行业盈利核心动力：规模 > 供给 >> 成本

企业盈利核心推动力 1：成本？可能是个伪命题

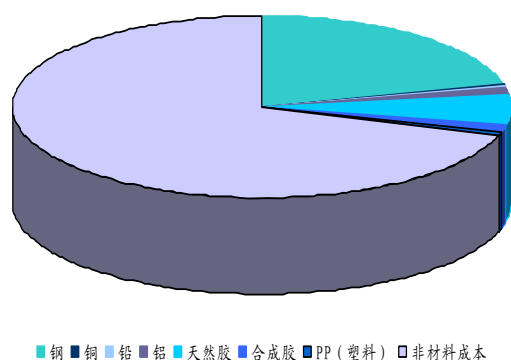
在大宗商品及 CPI 指数上涨时，市场会自然的“担心”价格上涨对于汽车行业盈利能力的影响。我们认为，从汽车行业全行业来说，如果仅仅只是大宗商品的价格波动，而没有发生恶性通胀导致的全社会各项成本急剧上升，那么成本波动的影响可能是“微乎其微”。以一辆 10 万元左右的轿车和一辆典型国产主流重卡来看，按照车辆构成的化学元素及其重量、价格计算出来的材料成本约占总成本的比重大约都仅占 25-30%，其中钢材约占直接材料成本的 70%。我们按照轿车及重卡的历史销量、典型轿车及重卡的成本构成比例，拟合出历史生产成本变化曲线，我们命名为**长江汽车原材料成本指数**。材料成本之外的其他成本主要是全行业的制造费用和利润。若钢铁价格上升 20%，汽车行业总成本仅仅大约上升 4%（ $30\% \times 70\% \times 20\%$ ），考虑到汽车行业具有一定的成本转嫁能力，这部分成本的波动对行业盈利的实际影响其实非常小。

图1：典型 10 万元轿车成本构成



资料来源：专家访谈、长江证券研究部

图2：典型重卡成本构成

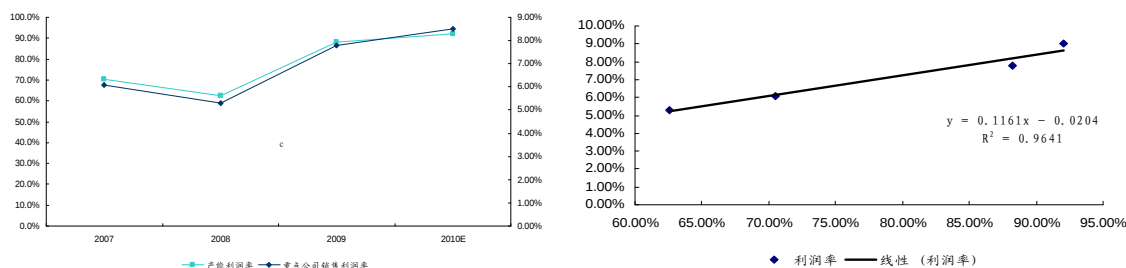


资料来源：专家访谈、长江证券研究部

企业盈利核心推动力 2：规模（销量）和供求关系（产能利用率）

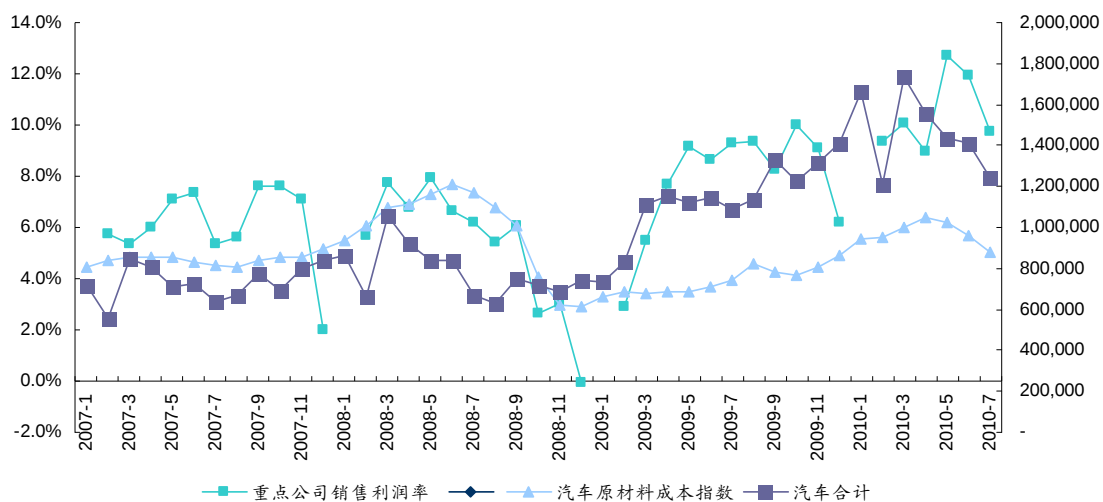
我们根据轿车和中重卡的成本构成拟合出了汽车行业材料成本指数，分析了汽车行业销量、汽车行业材料成本指数、重点企业利润率的相关性，从中可以清晰的看出行业盈利水平与行业盈利材料成本指数的相关性不大，而与行业当年销量关系较大。另外，经过分析行业产能利用率与行业盈利水平，我们发现行业盈利水平几乎与产能利用率线性相关。

图3：产能利用率与利润率强相关



资料来源：长江证券研究部

图 4：企业利润率与销量相关性较大，与长江汽车原材料成本指数相关度较小



资料来源：产销快讯、长江证券研究部

第二部分：行业销量增长要素：

各细分行业规模增长的要素

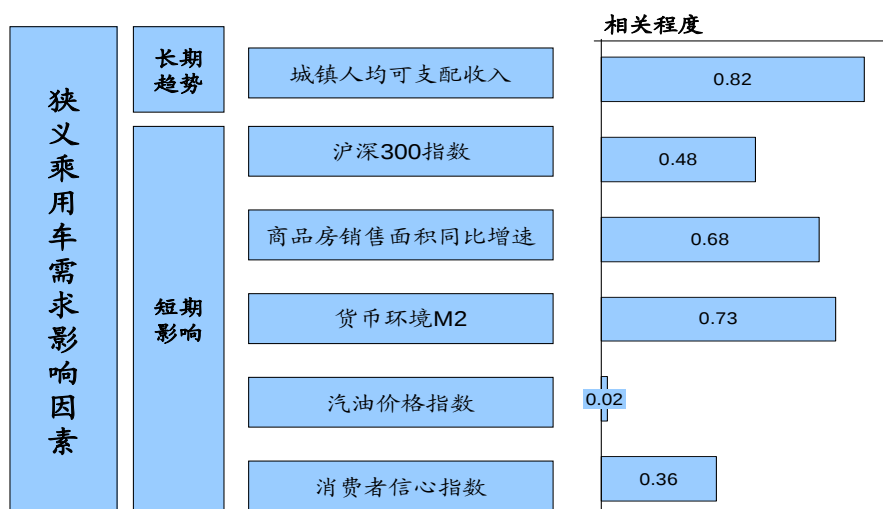
汽车是个大行业，各个细分市场的驱动力差异非常大，同时，各驱动因素往往并不独立，彼此之间还会互相影响。这为我们总结过去、推断未来的增速增加了难度，尽管如此，回顾过去还是非常有价值的。我们按照狭义乘用车、轻微客、轻微卡、大中客、中重卡等几个细分市场的划分，分别寻找了影响各细分市场的主要影响指标，从结果来看，似乎中重卡市场是“最难预测的”，因为几个影响指标与行业增速的相关度都不是很大。

表 1：驱动汽车行业规模增长的要素

子行业	需求影响指标	相关系数	子行业	需求影响指标	相关系数
狭义乘用车	城镇人均可支配收入	0.82	轻微客	工业增加值	0.43
	沪深 300 指数	0.48		城镇固定资产投资完成额	0.38
	商品房销售面积同比增速	0.68		公路运输旅客数量	0.72
	M2	0.73		公路运输货物数量	0.42
	汽油价格指数	0.02		农村人均现金收入	0.40
	消费者信心指数	0.36		城镇居民可支配收入	0.20
				消费者信心指数	0.50
轻微卡	农村人均纯收入	0.94			
	城镇居民可支配收入	0.81	大中客	财政支出	0.66
	城市化率	0.95		商品房销售面积同比增速	0.36
	公路里程数	0.95		城镇化率	0.96
	公路货运量	0.45		公路客运量	0.50
中重卡				铁路投资完成额	0.70
	房地产投资额度增长率	0.46		公路保有量	0.07
	房地产新开工面积增长率	0.67		城镇居民可支配收入	0.69
	中长期消费性贷款增加额增长率	0.43		城市人均拥有道路的面积	0.87
	公路货运量同比	0.52		人均国内旅游花费	0.95
	内河和沿海港口货运吞吐量增长率	0.76		石油国 GDP	0.98

资料来源：中汽协，CIEC，Wind，Bloomberg 等，长江证券研究部

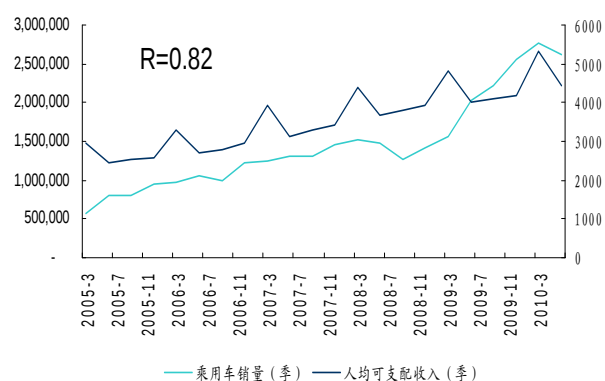
图 5：狭义乘用车驱动因素相关性



资料来源：长江证券研究部

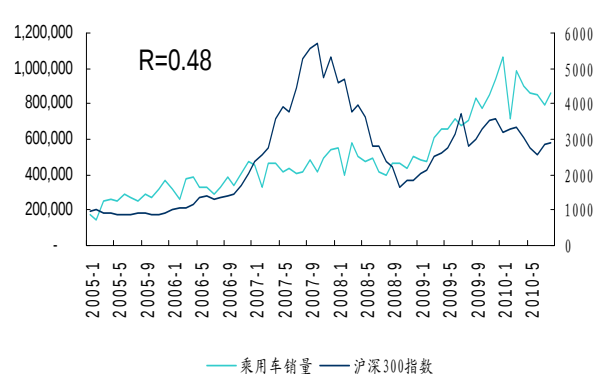
乘用车销量与城镇人均可支配收入两者增速基本保持同步增长，且人均可支配收入的增长带来了乘用车销量的长期增长趋势，是影响乘用车市场需求的重要因素，两者相关程度较高。沪深 300 指数作为经济景气度一个提前指标，与乘用车销量有一定的相关性，且后者略有滞后。乘用车销量同比增速与商品房销量同比增速呈同向变化，前者略有滞后，我们认为一方面楼市作为经济景气度的一个指标影响着乘用车销量，另一方面也是国内消费者房、车一起配置的习惯，两者相关程度较高。我们发现乘用车销量同比增速与 M2 同比增速同向变化，且滞后约 1-2 个月，我们认为这是人们的惯性预期所致，M2 对乘用车需求的相关性影响较大。我们发现在 09 年 4 月前，两者反向变化，符合持有成本高，则需求稍缓，但在这之后两者呈同向变化。基于此，我们认为汽油价格代表的持有成本对乘用车需求会产生一定影响，但并不是核心的影响因素，其相关系数也反映了这一点。乘用车销量同比增速基本与消费者信心指数保持同步同向增长，我们观察 08 年时消费者信心大幅降低使得销量同比增速出现负增长，09 年信心回复和 08 年的低基数带来的较高的销量同比，不过 09 年的超高增速以及 10 年的回落更多是政策刺激和高基数所致，而不是信心指数的体现。

图 6：长期趋势-城镇人均可支配收入



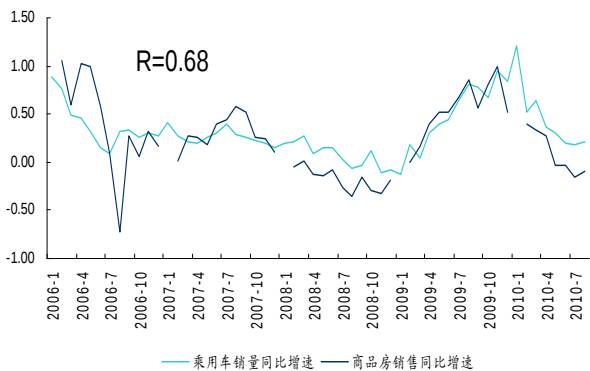
资料来源：CIEC, Wind, 统计局等，长江证券研究部

图 7：财富效应-沪深 300 指数



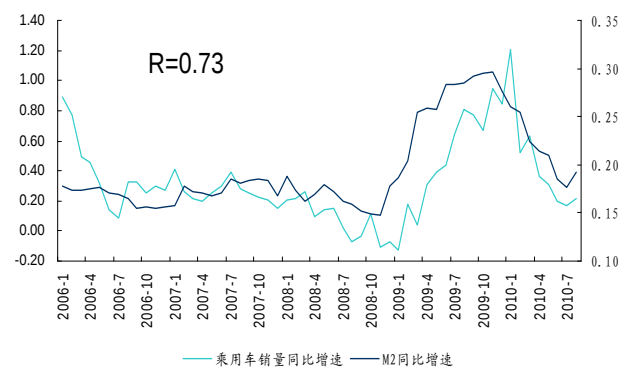
资料来源：CIEC, Wind, 统计局等，长江证券研究部

图 8: 财富效应-商品房销售同比增速



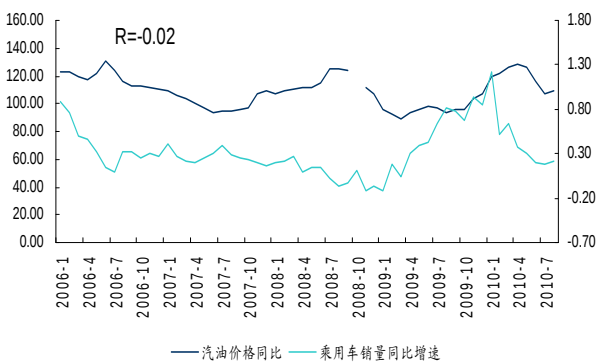
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 9: 货币环境-M2



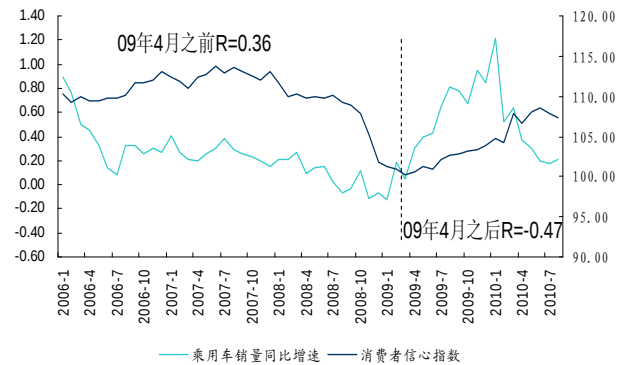
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 10: 持有成本-汽油价格同比



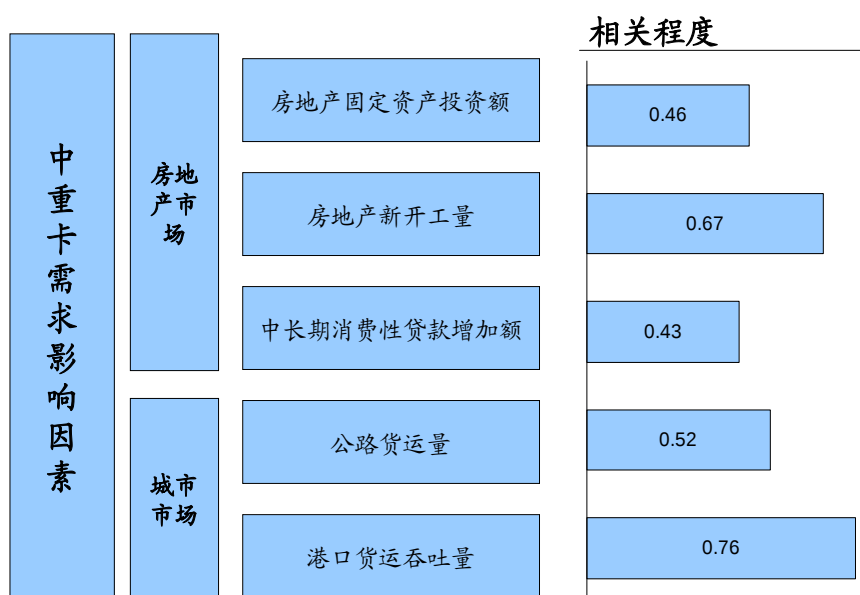
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 11: 心理因素-消费者信心指数



资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

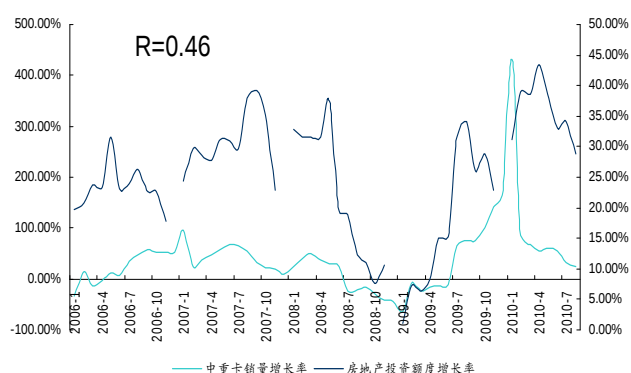
图 12：中重卡驱动因素相关性



资料来源：长江证券研究部

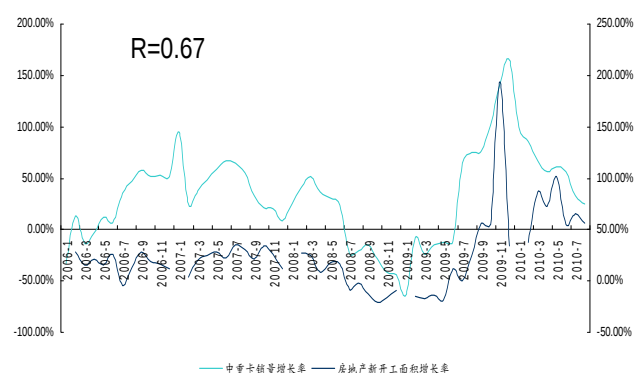
重卡整车及底盘大部分用于自卸车和其他工程类重卡，主要用于固定资产投资过程中，而固定资产中一定的组成部分又是房地产投资。房地产新开工量作为房地产市场景气度一个重要指标，同样影响了重卡的需求。中长期消费性贷款增加额也可以作为房地产市场景气度另一指标，同时，重卡 50%左右时信贷购车，可以直接影响重卡的需求。国内经济回暖带动货运量走出低谷，国内公路的中长途货物运输主要依赖中重卡进行，所以两者之间的相关性还是比较高的。随着国际经济形势复苏，我国进出口回暖，沿海主要港口货物吞吐量已经开始回升，有望对基数已经很高的重卡市场形成一定的支撑。

图 13：房地产-投资额



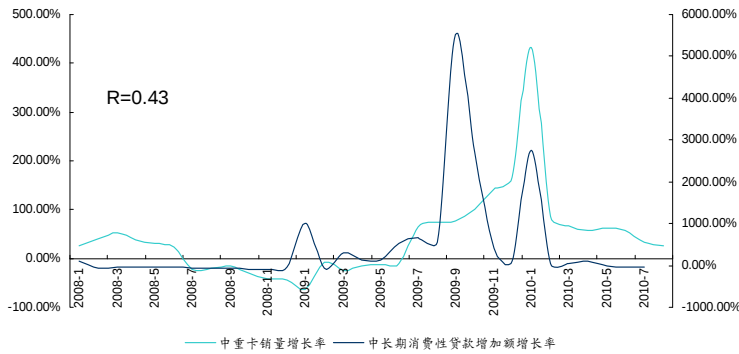
资料来源：CIEC, Wind, 统计局等，长江证券研究部

图 14：房地产-新开工量



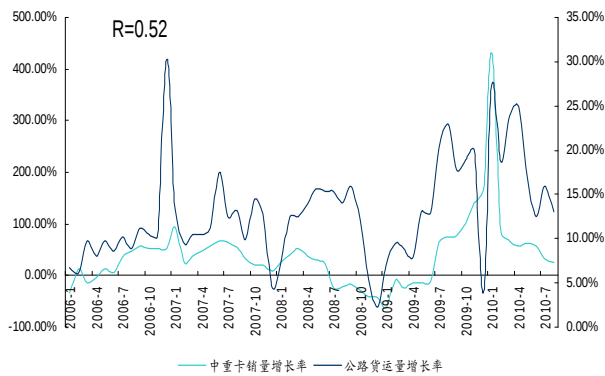
资料来源：CIEC, Wind, 统计局等，长江证券研究部

图 15: 中长期消费性贷款增加额增长率



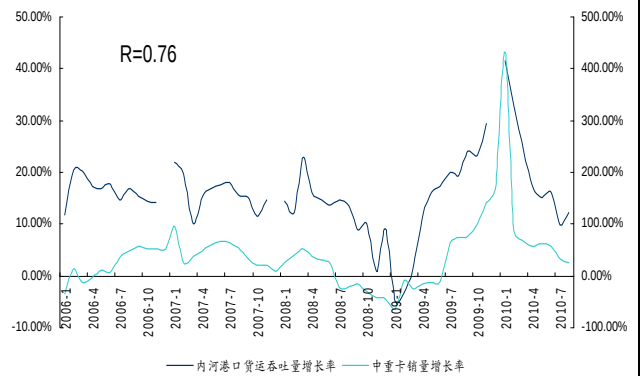
资料来源: 长江证券研究部

图 16: 公路货运量增长率



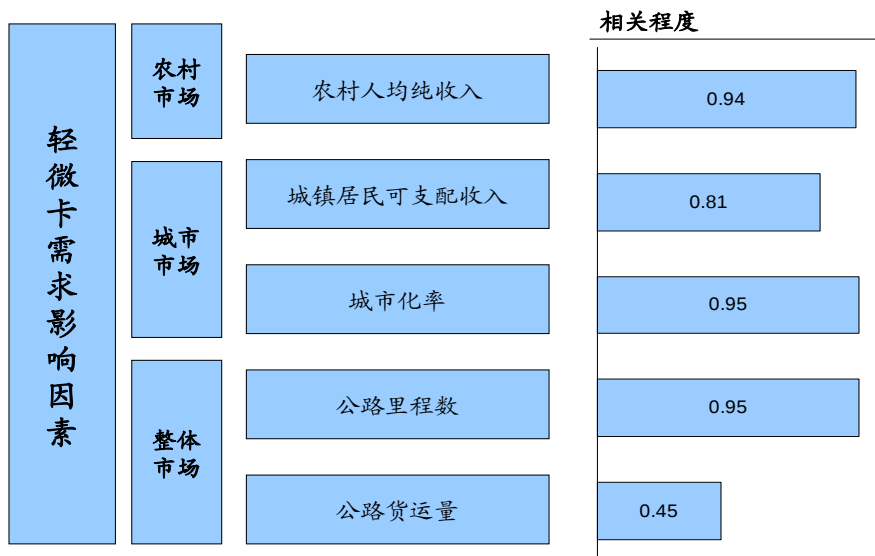
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 17: 内河和沿海港口货运吞吐量增长率



资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 18: 轻微卡驱动因素相关性

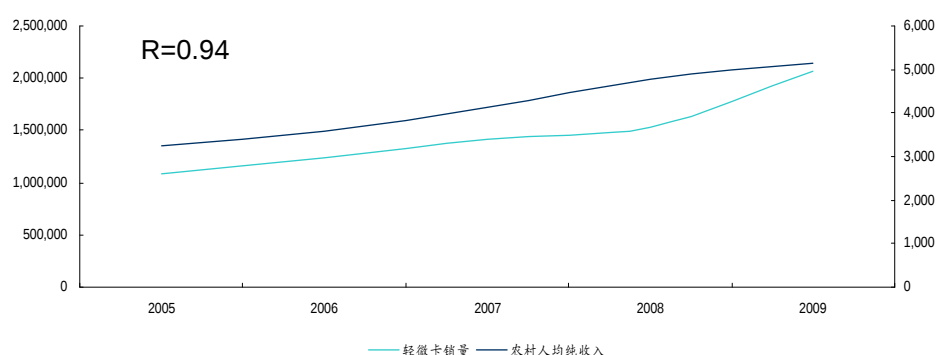


资料来源: 长江证券研究部

轻微卡市场受农村市场消费需求升级影响。我国农村地域广阔，随着农村经济水平的不断提高和农村城市化的进程逐渐加快、乡镇公路网普及、城乡贸易的日益活跃，农民的购买力逐步增强，对运输工具的要求也日益提高。轻型卡车的使用主要以短途运输为主，主要在城市的城区以及农村、小城镇的当地行驶。但随着我国城市物流业的发展，城区内以及短途的货物配送越来越频繁和重要，轻卡在这方面大有可为。城市经济的发展给物流业带来的巨大商机是有目共睹。符合现代物流需求和标准的运输工具有巨大的市场空间。

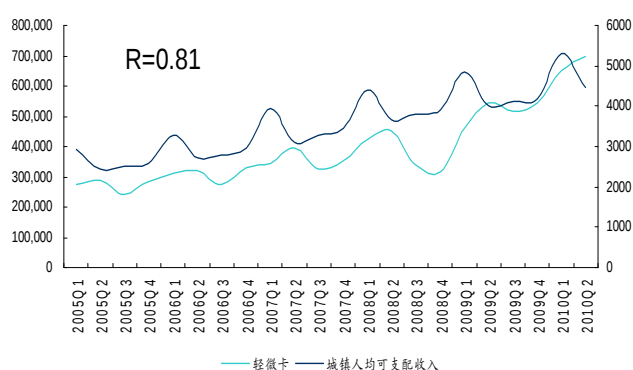
公路里程数与轻微卡相关度极高，除了公路里程数本身对轻微卡销量有正向影响外，两者共同受宏观经济影响增长态势明确。轻卡是一种典型的与其它运输方式共生性强的运输工具，在航运、铁路、公路网络的扩展下，主要作为短途运输的轻卡需求增加。

图 19：农村市场-农村人均纯收入



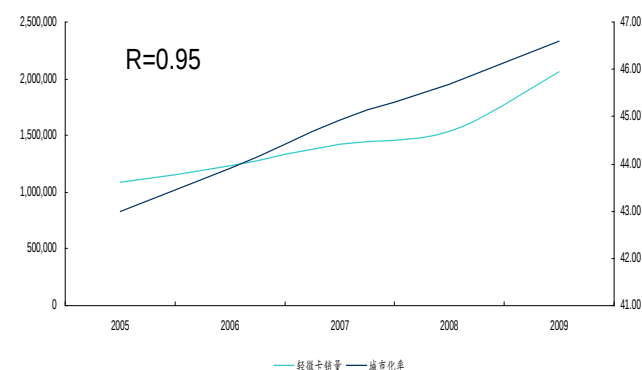
资料来源：CIEC，Wind，统计局等，长江证券研究部

图 20：城市市场-城镇居民可支配收入

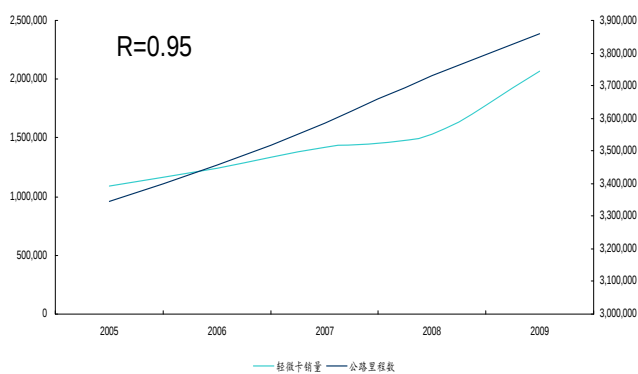


资料来源：CIEC，Wind，统计局等，长江证券研究部

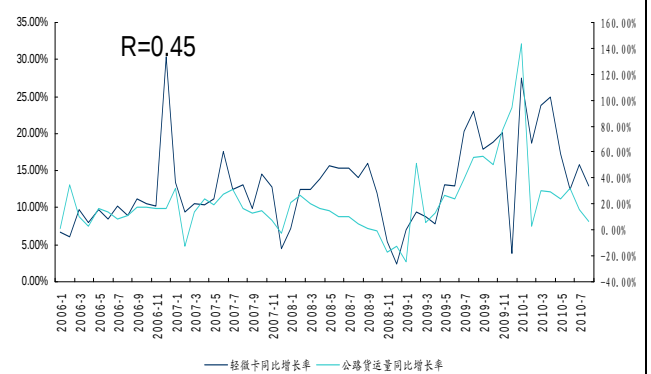
图 21：城市市场-城市化率



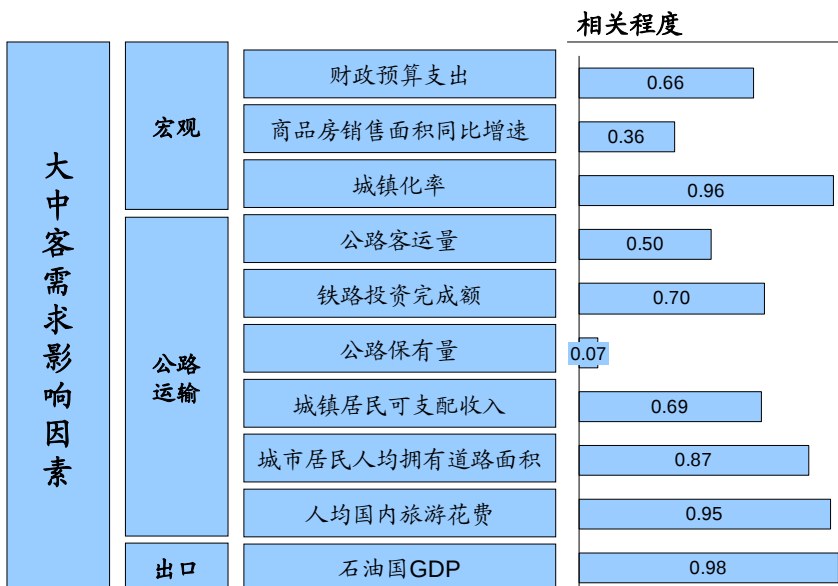
资料来源：CIEC，Wind，统计局等，长江证券研究部

图 22：整体市场-公路里程数


资料来源：CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 23：整体市场-公路货运量增长率


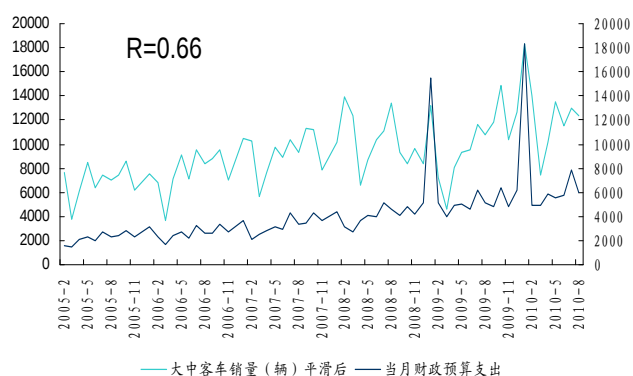
资料来源：CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 24：大中客驱动因素相关性


资料来源：长江证券研究部

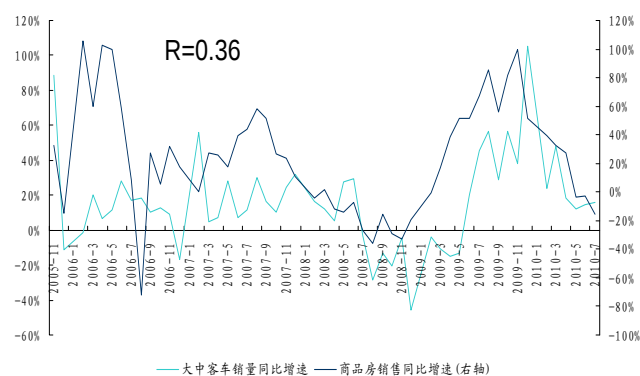
财政预算支出对于大中客车销量有直接的作用，扩张性财政政策直接带动大中客车的销售。在 2008 年后，大中客车销量与楼市变动情况有一定的正相关性。大中客车直接用途就是公路客运，因此公路客运量的增长对大中客车销量有带动作用，但与当年销量并不是特别相关。从图中看出，大中客车销量增长略滞后于公路客运量。从数据看，铁路投资对大中客车销售也有正面作用，我国铁路建设并未对公路客运产生较大的挤出，相反推动了我国公路客运的增长。主要是因为公路客运灵活性较强，可弥补铁路运输因考虑经济性设立站点的不足。另一方面，铁路运输的提速方便了交通，也促进了相关线路沿线的短途客运。城镇居民可支配收入的提高促进大中客车销量。随着城市人均拥有道路面积的提高，大中客车年销售量也在提高。旅游业的兴盛对大中客运的销量有带动作用。城镇化率的提高，是城市发展的重要指标，有助于促进城市公共交通运输的发展。因此对大中客车销量有带动作用。大中客车主要出口的是石油国家，石油国家的 GDP 增长对于大中客的销量有一定的带动。

图 25: 宏观-财政预算支出



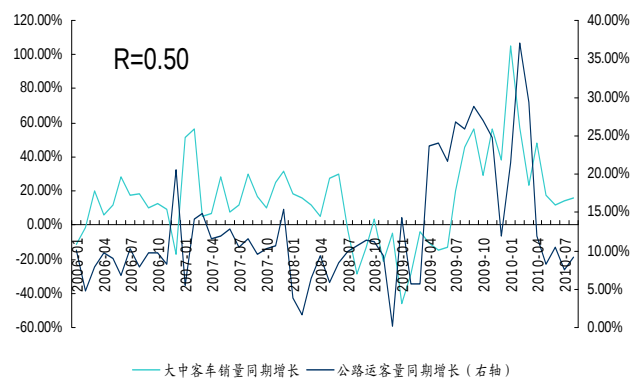
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 26: 宏观-商品房销售面积同比增速



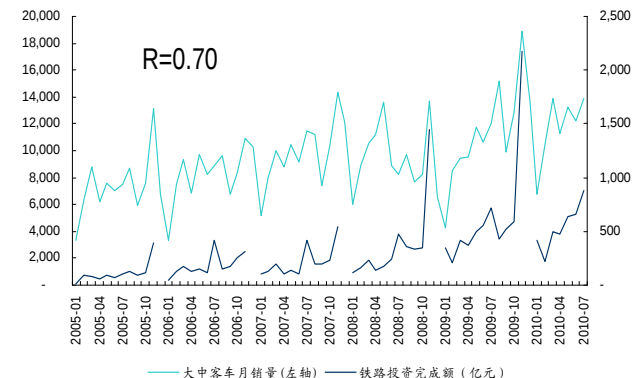
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 27: 公路运输-公路客运量



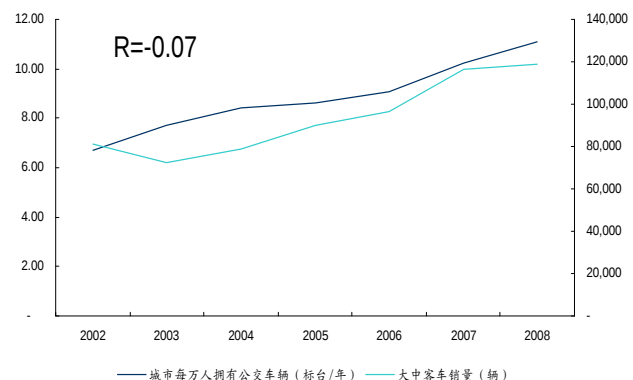
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 28: 公路运输-铁路投资完成额



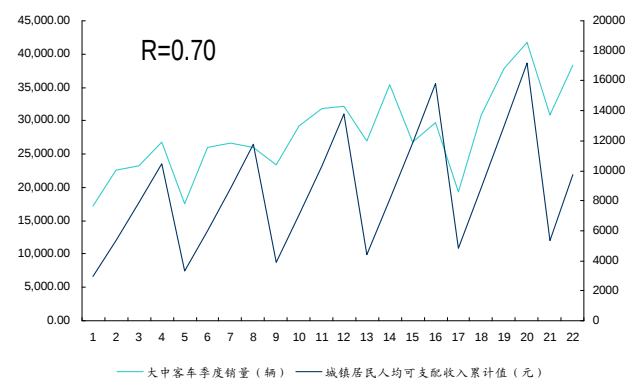
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 29: 公路运输-公交车保有量



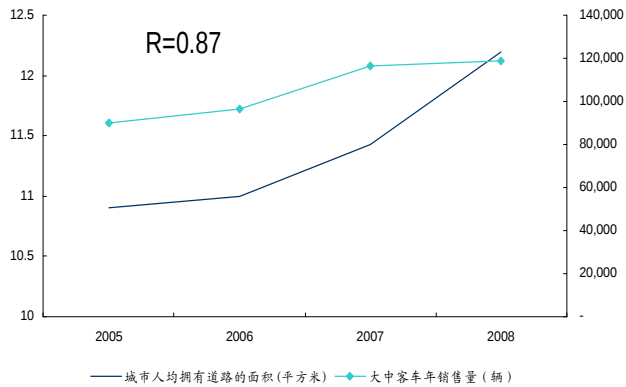
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 30: 公路运输-城镇居民可支配收入



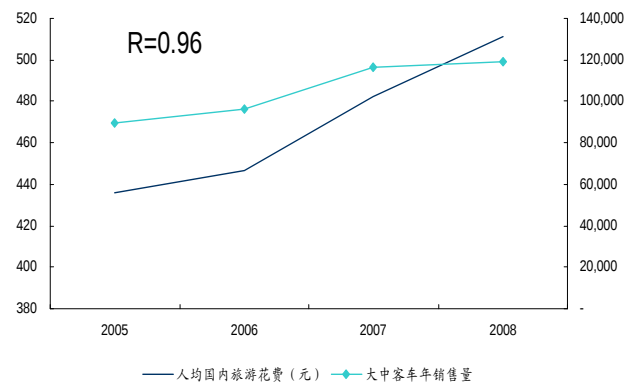
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 31: 公路运输-城市人均拥有道路面积



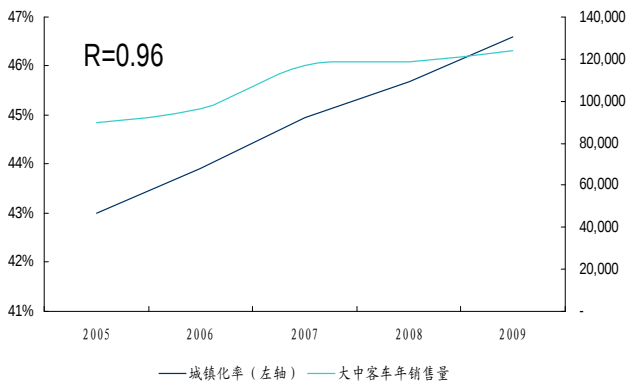
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 32: 公路运输-人均国内旅游花费



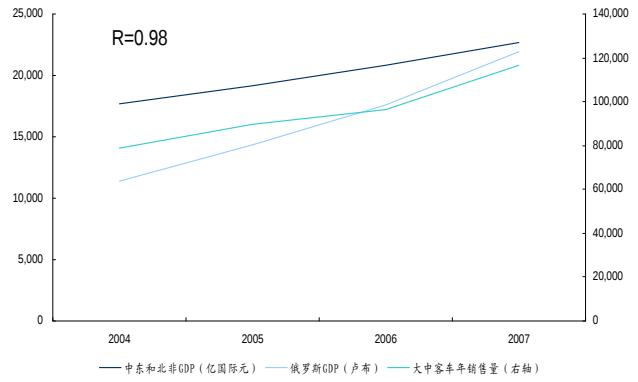
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 33: 宏观-城镇化率



资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 34: 出口-石油国 GDP



资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

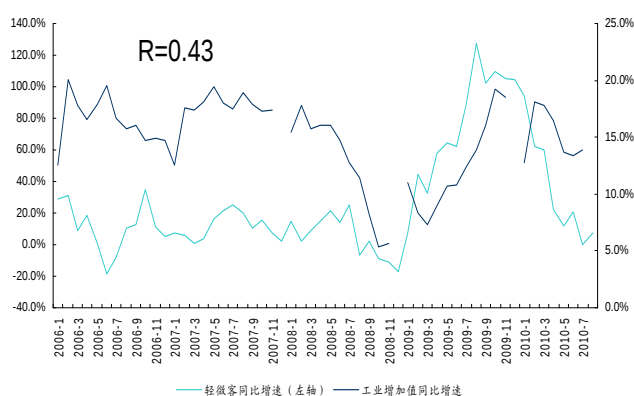
图 35: 轻微客驱动因素相关性



资料来源: 长江证券研究部

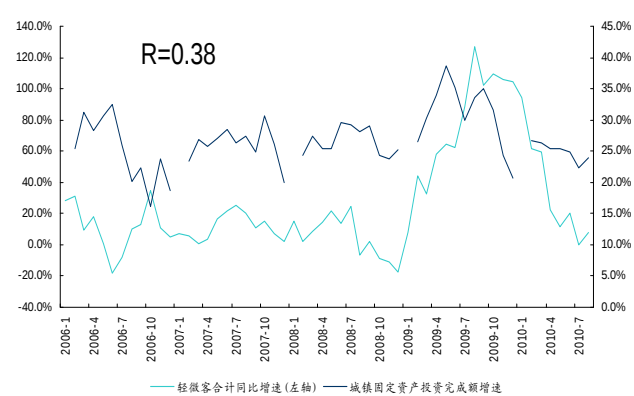
轻微客用于载货、运人，具备了一定的生产资料性质，因此对它的需求与经济生产的活跃程度相关。由于 09 年之后轻微客销量受到了相关政策的刺激，我们比较此前的数据，相关性比较明显。轻微客的销售量由于物流的属性自然与物流市场的景气度有较高的相关性，图中显示轻微客销量略微领先于公路旅客运输量，我们认为这可能是对于运输市场的需求预期带来对轻微客的购买。货运市场的景气度及其预期同样对轻微客销售量有一定影响，但是由于轻微客的货运能力相对不强，因此其影响程度不如旅客运输量。轻微客销售中，微客占据绝大部分比重，而微客的销售市场中农村占据重要位置，因此农村人均收入水平与轻微客的销售有重大关系。在 09 年之后由于政策等刺激因素使得相关关系受到影响而改变。可以看出轻微客销售与农村人均收入增速的相关度强于城镇人均收入增速，主要是因为占据主要销量微客市场主要定位在农村地区。图中可以比较明显的看出消费者信心与轻、微客销量有着一定的相关性，当消费者信心较强时购买意愿也更为强烈。在 09 年后后期开始二者走势背离，这要是轻微客处在历史高点回落造成的。

图 36：经济活跃度-工业增加值



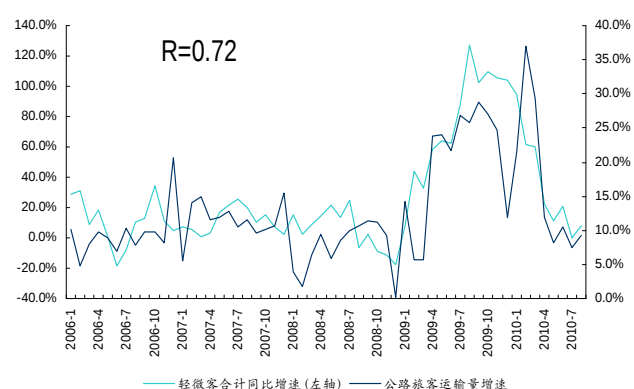
资料来源：CIEC，Wind，统计局等，长江证券研究部

图 37：经济活跃度-城镇固定资产投资完成额



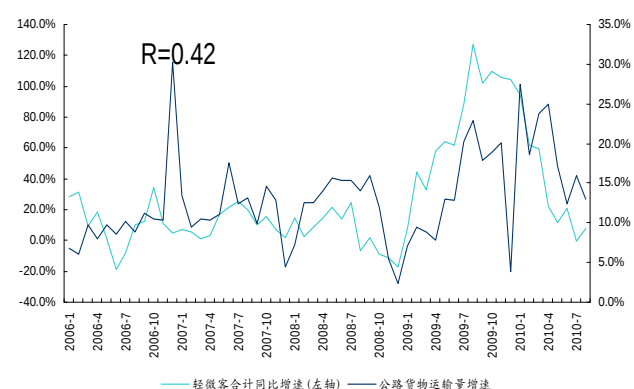
资料来源：CIEC，Wind，统计局等，长江证券研究部

图 38：物流市场-公路运输旅客数量

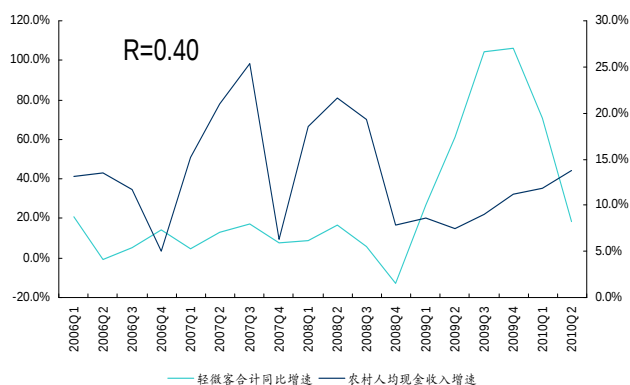


资料来源：CIEC，Wind，统计局等，长江证券研究部

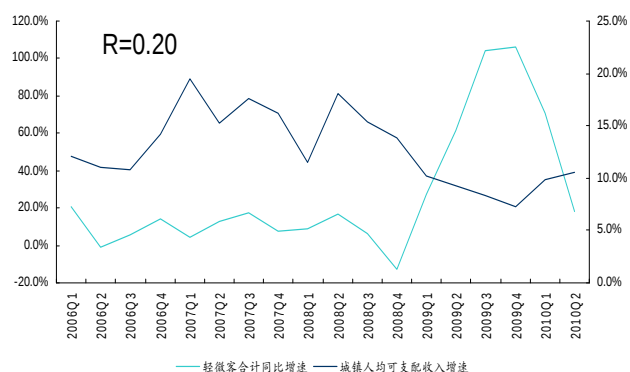
图 39：物流市场-公路运输货物数量



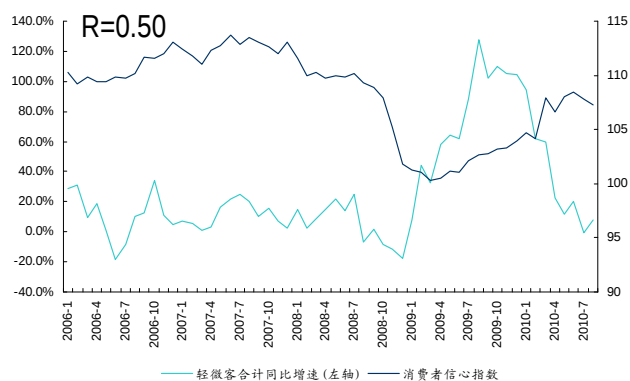
资料来源：CIEC，Wind，统计局等，长江证券研究部

图 40: 购买力-农村人均现金收入


资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 41: 购买力-城镇居民可支配收入


资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

图 42: 购买意愿-消费者信心指数


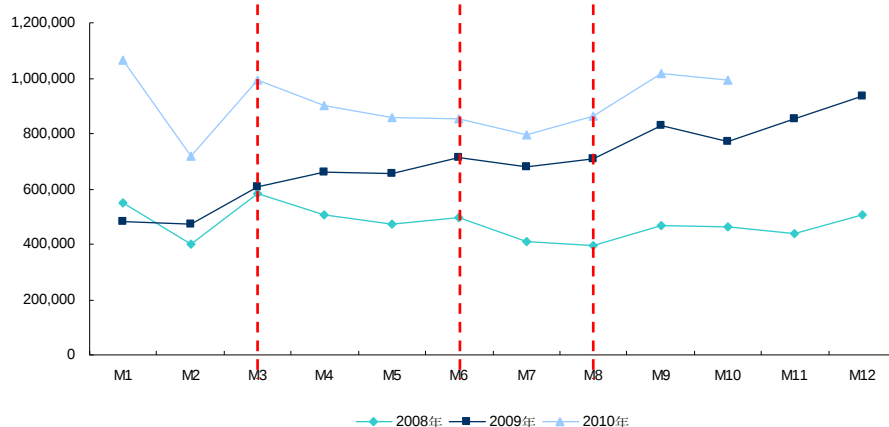
资料来源: CIEC, Wind, 统计局等, 长江证券研究部

消费属性: 乘用车-消费升级+政策推动

最具消费属性的狭义乘用车市场2010年有优于常规季节性的表现:

- 第一阶段: 1-3月, 在2009年年末购置税优惠幅度降低的翘尾因素和年初销售确认的影响下, 10年车市高开, 此后在春节的影响下, 前三个月份共同走出了个强势“V”字。
- 第二阶段: 4-6月, 自09年中开始习惯了轻库存和具备强势议价能力的经销商开始感受到了补库存的压力, 而整车厂的排产也开始根据合理的季节性表现予以相应调整, 但此时由于2009年4月份启动的车市回升而造成同比增长的不断缩紧, 行业悲观情绪显现。
- 第三阶段: 7-8月, 在行业结构性库存压力带来的“以价换量”销售政策和节能汽车补贴优惠的共同作用下, 车市传统的季节性淡季表现偏弱, 基本面看到触底反弹的预期。
- 第四阶段: 9-12月, 走出淡季, 我们认为随着节能车目录不断推出带来的受益车型增长和年末购置税优惠的取消带来的提前消费将再造09年的翘尾。

图 43：10 年狭义乘用车呈现阶段性走势



资料来源：长江证券研究部

从消费品的角度来讲，驱动力主要体现在消费需求增长和结构性政策调整两方面。

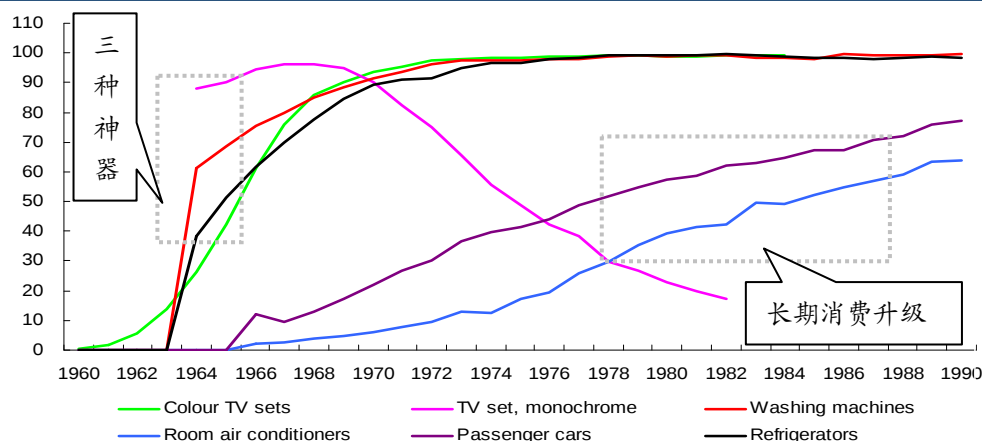
“十二五”提出“努力提高居民收入在国民收入分配中的比重，提高劳动报酬在初次分配中的比重”。这对于社会的均等化消费能力的提升促进较大，私车消费已经逐步进入主流群体，这些主流群体的收入提升和房产投资的动力下降有利于消费。

“十二五”提出“要把符合落户条件的农业转移人口逐步转为城镇居民作为推进城镇化的重要任务。大城市要加强和改进人口管理，中小城市和小城镇要根据实际放宽外来人口落户条件。”同时提出“防止特大城市面积过度扩张”。这也是与车市发展的中小城市成为主体的趋势一致，未来的诸多县级市和中西部的地级市将有很大的发展机会。

在我们的中期策略中曾经提到，对于未来两年，在国内刘易斯拐点和人口红利结束重叠的背景下，劳动力供求矛盾可能丝毫不弱于日本的情形。劳动力重估首先是低收入群体的重估，他必将改变消费的结构。虽然同样面临劳动力成本上升压力，但是收入差距的缩小必将使得一般消费品需求依然存在较大的增长空间。

就日本而言，其刘易斯拐点发生在上世纪 60 年代后半期（65~70 年），1965 年后是以汽车、空调和彩电（3C）为代表的中高档耐用消费品升级。这一阶段耐用消费品的增长从下图可以看出，在 1960~1965 年间，日本电视普及率从 44.7% 上升到 90%，电冰箱从 10% 上升到 62.4%，洗衣机则从 40% 上升到 70%。至于汽车和空调等高档品，他们的启动虽在增长末期及过渡期，但是在转型成功后的 80 年代仍持续增长。产生这种普及的原因，如前所述，关键在于工资的大幅增长极大的缩小了国内和国外的收入差距，使得低收入阶层也具备了提升消费的物质基础，因此在这个阶段，耐用用品的普及是收入分配公平化和内需充分释放的体现。

图 44：日本主要耐用消费品的家庭普及过程



资料来源：日本统计局，长江证券研究部

我们认为，在刘易斯拐点带来的大消费时代到来的今天，乘用车行业的稳定需求将是长期而持续的，并不会出现明显的衰退。

从政策角度来看，11 年的政策目标与 09 年呈现明显的不同。

09 年政策导向以全面支持行业消费为主：

2008 年下半年以来，随着国际金融危机的蔓延、加深和国际汽车市场的严重萎缩，国内汽车市场受到严重冲击。因此 09 年的汽车行业刺激政策的推出主要目的在于刺激涉及产业链较长的汽车行业消费，以拉动经济增长，主要体现在三大目标：1. 鼓励小排量汽车的销售和使用；2. 鼓励汽车下乡支持农村建设；3. 鼓励汽车以旧换新。

进入了 10 年，情况有了变化，在不断超越预期的车市表现下，城市交通、环境污染等压力不断出现在新闻媒体的聚焦中。我们是否做好了迈入车轮上的国家的准备？

2010 年底，自 09 年 1 月份开始的小排量车购置税减免、自 09 年 3 月份开始的汽车下乡补贴及自 09 年 6 月份开始的汽车以旧换新补贴政策全面退出。

我们分别观察三个补贴政策的实施效果：

1、小排量车购置税减免，自 09 年 1 月份政策实施后，1.6L 及以下小排量乘用车至 2010 年 11 月共销售约 1575 万辆，占同期乘用车销量约 69%，较 08 年该比例提升了约 7%，很好的起到了促进小排量车型消费的直观作用。但小排量其实并不意味着节能，该指标本身与生产技术的先进性存在更大关系，我们认为节能车补贴已经可以较好的替代该政策，从调整消费结构和企业生产结构来看具有更好的调整效果，因此该项政策的退出效应将表现不会过于猛烈。

2、汽车下乡补贴，09 年汽车下乡的主力车型微客共销售约 195 万辆，据工信部统计，其中约 167 万辆受益于汽车下乡政策。2010 年截止 11 月共销售微客约 228 万辆，若按 09 年同比例估算受益车数约 195 万辆。2010 上半年发放补贴资金居前地区是河南、山东、河北、湖南、四川、安徽、浙江、云南、广西和湖北等，合计占发放补贴资金总额的 64%。我们认为连续两年生产资料的大比例升级较好的提升了农村生产效率，该项政策的退出对于购置成本较为敏感的农村市场可能短期将会存在一波较为明显的退出效应，但我们认为刘易斯拐

点后社会收入的再分配必然带来农村市场消费力的提升，未来仍然不改该市场中长期升级成长趋势。

3、以旧换新，2009 年实施以旧换新的用户仅约 1.6 万辆，而 2010 年 2 月在国务院提高相关补贴额度之后出现了较大幅度的增长，10 年 1-11 月供补贴车辆约 35 万辆，补贴车辆数量居前 5 位的是江苏、浙江、山东、河北、四川，合计占补贴总量的 51%。我们认为该政策对拉动和促进汽车消费，加快淘汰高排放、高污染黄标车和老旧汽车，促进节能减排起到了积极作用，但对于全行业而言刺激作用较小。

同时北京市政府 2010 年 12 月 23 日公布缓解交通拥堵措施，主要包括建、管、限三部分，对于市场情绪影响最大的主要是《北京市小客车数量调控暂行规定》开始实施，将以摇号方式分配车辆指标，平均每月两万个，个人占 88%；北京将实施每名驾驶员限购一辆车，24 日起新购车需参加摇号申请指标。个人出售报废小客车可取得更新指标。十二五”期间，本市各级党政机关、全额拨款事业单位不再增加公务用车指标，并严格公务车使用管理。**非京载客车高峰禁入五环**，非本市载客汽车(含临时号牌车辆)需进入五环路(含)以内道路行驶的，须办理进京通行证件(进京客车通行证、北京市区通行证)。持有进京通行证件的非本市进京载客汽车，工作日 7 时至 9 时，17 时至 20 时，禁止在五环路(含)以内道路行驶。

我们认为“暂行规定”对于人们心理上的间接影响远大于其实际产生的效果，人们将纷纷担忧是否其他城市有效仿，导致对车市全面的行政干预的可能性。从我国私家车保有量较高的城市来看，北京、成都、广州、杭州、天津、重庆、上海、苏州、武汉等是第一批实施调控的备选城市。但是我们判断，北京的调控规定更多的是由于政治压力和中央政府对其强大的控制力，调控在其他城市的推进必将涉及当地政府官员、汽车工业企业、市民群体的强烈反弹，我们认为该类议案较难通过。同时，该政策的严格实施需要大量附加的资源，上海外地车牌高峰期不上高架但仍然可以在市区地面行驶，而北京本次直接限制高峰外地车牌不许进入五环，影响深远，各级地方政府的监管是否能够做到行之有效值得持续观察。我们认为对于北京调控规定的实施效果观察是其他城市是否效仿和效仿结果是否产生重大影响的重要因素，不应过早过于“妖魔化”其间接影响。

在为期约两年的“促销费”政策推动下，我国汽车近两年走出了一波发展的高峰，而高速发展的汽车行业与同期发展较为落后的交通规划、道路条件等客观用车条件的不匹配使得国家对于下一阶段的汽车行业发展思路进行了调整。我们认为，3 条直接“促销费”政策的集体如期推出，“调结构”的节能与新能源汽车补贴的继续延续以及“补短板”导向下的汽车产业由做大向做强转变带来的先进核心技术直接企业补贴是政策转变的战略方向。

图 45：近两年我国汽车市场刺激政策实施时间节点

	2009												2010												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1
成品油税费改革																									
小排量购置税减免																									
汽车下乡政策																									
汽车以旧换新补贴标准																									
节能与新能源汽车示范补贴																									
私人购买新能源汽车补贴																									
节能汽车补助																									
车船税草案																									

资料来源：长江证券研究部

我们预计2011年狭义乘用车增速约15%，明年2-3月份是验证行业趋势非常敏感的时间窗口。

投资属性：商用车-宏观经济+政策法规

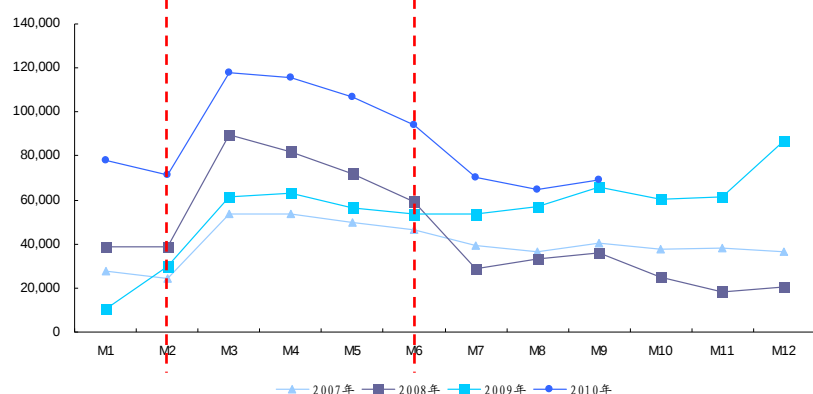
最具投资属性的重卡市场2010年走出了“前高后稳”的走势：

在四万亿拉动的投资狂潮的末尾，重卡市场2010年走势远超市场预期，1-11月累计销量已达94.2万台，我们预计2010年12月的销量大约7.7-8万辆，对应全年销量大约在102万辆，同比增速有望超过59%。市场的走势按照销量大体分为3个阶段：

- 第一阶段：1-2月，继续承袭了2009年下半年以来的高增长态势，2010年1-2月整体销量达到了7-8万台。
- 第二阶段：3-6月，重卡市场急剧升温，各大厂商加班加点也供不应求，用户加价也提不到车，产能潜力大、产业链完整的公司占有率提升，如重汽、解放。积压的订单直到8月中上旬才消化完毕。因此，从销量看，6月淡季重卡行业销量也达到了9.4万辆。
- 第三阶段：7-12月。7-8月的淡季由于此前的订单仍在消化，季节性给磨平，形成了“淡季不淡”的走势，而往年的9月旺季启动后，由于订单池已基本消化完毕，相比7-8月淡季，走出了“旺季不旺”的走势。而从全年的角度来看，基本走出了“前高后稳”的走势。

事实上，重卡行业下半年的走势基本表现出市场正常的需求水平。

图 46: 10 年重卡市场的持续旺盛走势

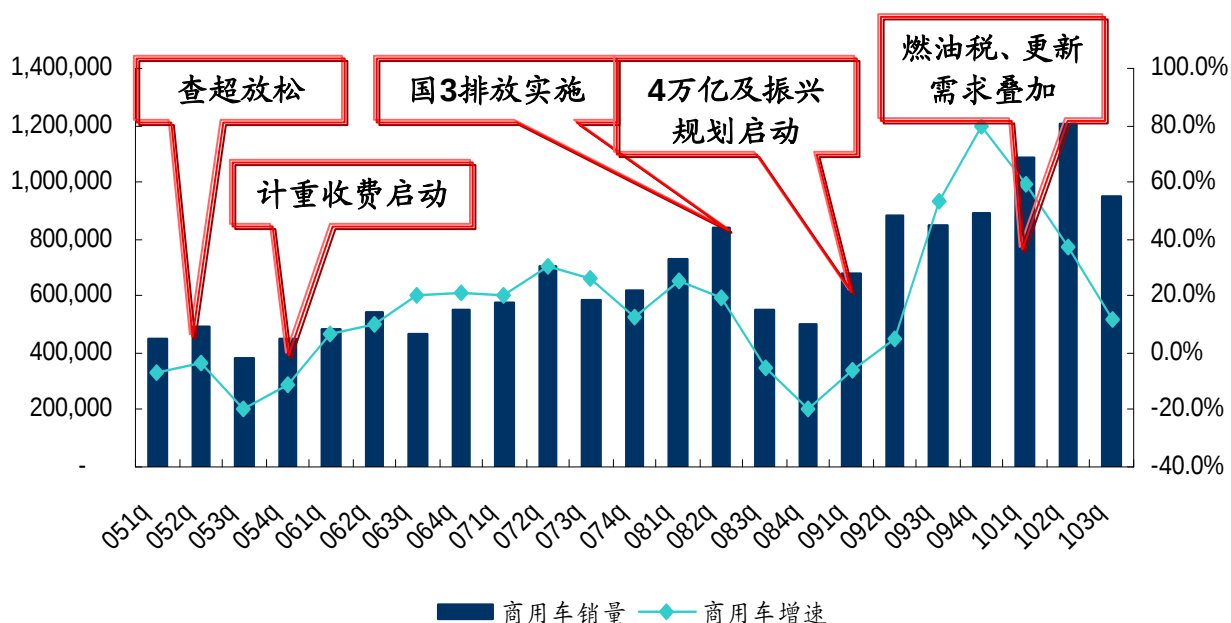


资料来源：长江证券研究部

从投资品的角度来讲：

商用车整体上看与GDP的走势非常相关，其中，轻卡市场与固定资产投资相关性不大，而中重卡则与固定资产投资也有较大的关联。05年以来的走势说明，商用车市场尤其是中重卡市场同时受政策调控影响不亚于宏观周期的影响。

图 47: 商用车市场演变的关键驱动力



资料来源：产销快讯、长江证券研究部

经历了2010年商用车市场的高增长，我们谨慎的看待2011年的商用车市场，对于市场重点关注的重卡市场，我们认为将走出“上半年同比负增长可能性大，下半年不确定性较大，全

年销量与2010年持平或小幅下滑的走势，预计重卡行业全年的销量增速在-10%到+5%。考虑到目前各重卡企业均在加大库存，备战2011年3月启动的旺季，我们预计2011年上半年出现的加价销售2011年出现的可能性不大。由于全行业产能还有所放大，价格竞争将加剧，企业盈利能力也将下降。

不过，从历史走势来看，中重卡的走势向来难以准确预测，2011年中重卡市场的走势能否“超预期”，将成为资本市场关注的焦点，我们估计敏感的时间窗口也是在2011年2-3月。

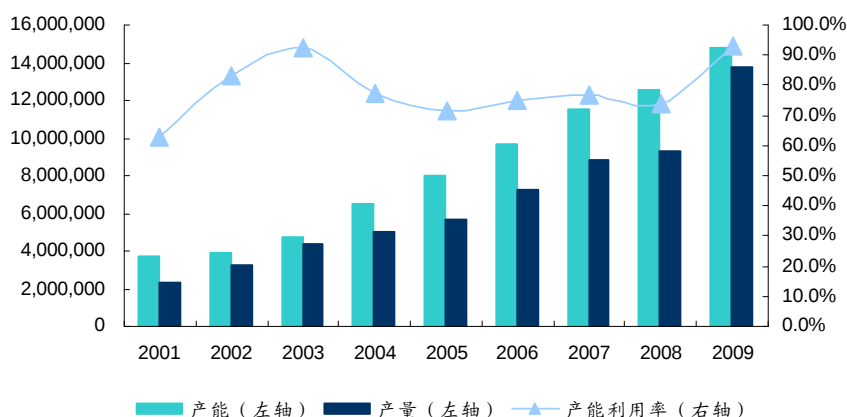
第三部分：行业产能预期：结构性紧缺延续

以史为鉴：产能周期的历史

过去十年，尽管我国汽车行业一直保持了快速增长，我国汽车行业产能利用率大体在60%-95%区间波动。

2009年汽车行业产能约1480万辆，约为2001年时的4倍，复合增长率约19%，而产能利用率在2003年达到约92.4%的阶段高点后经历了5年71%至77%之间的低位徘徊，直到2009年在政策推动的市场爆发中重新回到了93%的高位。

图 48：2001 年至 2009 年产能与产量的匹配始终在波动



资料来源：WIND，中国汽车工业协会，长江证券研究部

我们根据产能利用率与产能增速的关系，将过去10年分为4个阶段，每个阶段的影响因素各有不同。

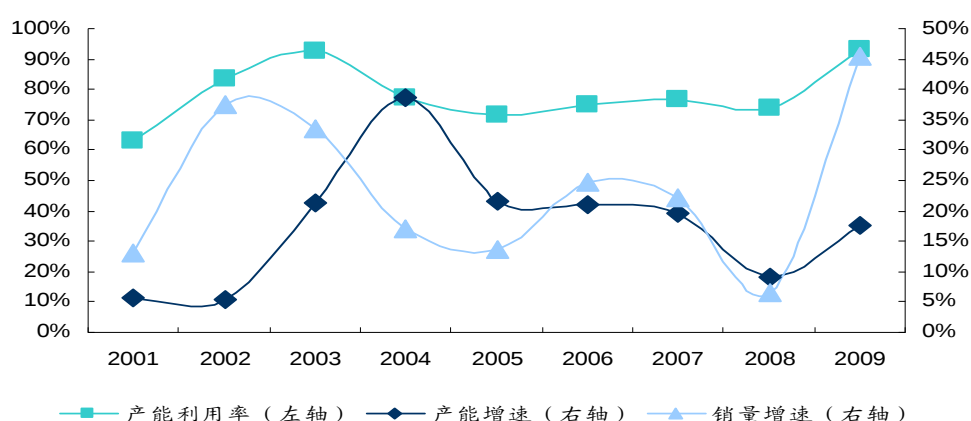
- 第一阶段：2001年我国汽车行业产能利用率仅约63%，而当年的销量增速也仅为约13.1%，企业扩张热情不高，01、02两年的产能增速仅为约5.6%和约5.3%的水平。
- 第二阶段：此后的02、03年开始进入由一二线城市需求拉动的第一轮车市爆发期，两年销量增长分别为约37.5%和约33.5%，产能利用率迅速攀升至约83.4%和约92.4%的高水平，旺盛的市场带动企业扩产情绪高涨，造成03、04年的产能扩张速度大大加快，增速分别到达约21.4%和约38.7%。
- 第三阶段：03/04年产能的快速增长及销量的增长放缓使得产能利用率开始步入约71%到77%的低位徘徊的阶段。直至2008年金融危机影响下，产能增速降到了约9.1%的

最低点。

- 第四阶段：09 年在积极政策刺激和三四线城市需求双重推动下超预期的火爆市场表现使得产能利用率再次回升至约 93% 的高峰，而旺盛的销售使得车企扩产意愿重拾，年底大量的扩产计划使得当年的产能增速也回升至约 17.6%。

我们认为，产能利用率（供求关系）在一定的范围内波动是市场经济条件下的正常现象。过去近十年汽车行业发展历史揭示了“产能利用率高点——大量扩产——产能利用率下降——产能扩张趋缓”的发展过程，符合市场规律。由于影响汽车行业的因素很多，从宏观经济周期到政策规划及实施均会产生影响，因此哪怕是业内企业准确预测市场变化都较为困难，市场反应滞后造成的产销增长剪刀差将长期存在。

图 49：产销增长剪刀差长期存在

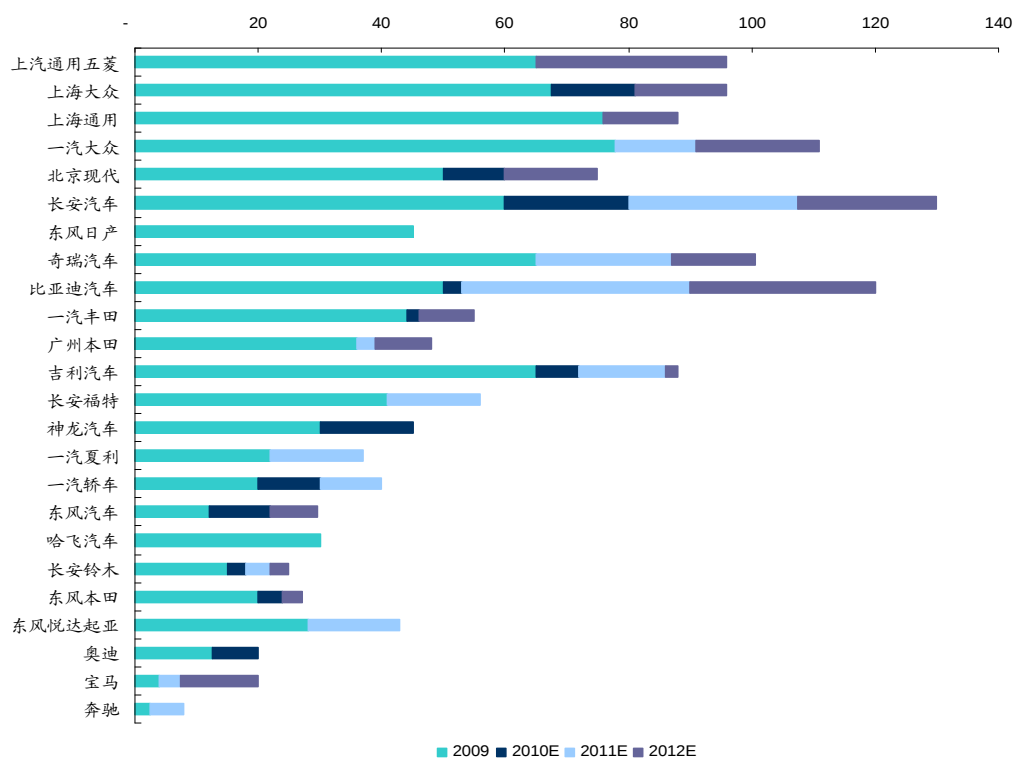


资料来源：WIND，中国汽车工业协会，长江证券研究部

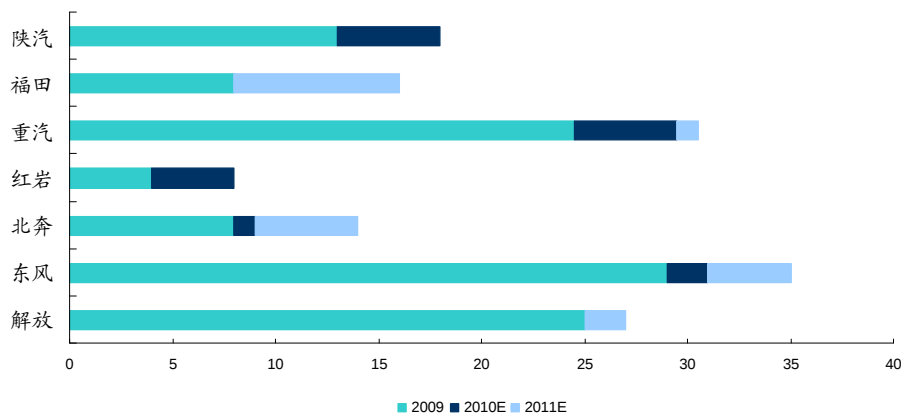
那么，09 年的产能利用率已经略微超过 03 年时高点，而产能增速也随之回升。新一轮产能扩张周期是否将再现，扩张的规模究竟如何？有何影响？

供给规划：有力扩张的产能

由于发改委并未公布具体汽车企业的产能规划情况，我们根据公开信息，对 2009 年销售排名靠前的 20 家乘用车企业及前 7 家中重卡企业的产能规划情况作了统计（由于统计来源地多样及乘用车和商用车在部分车型上存在共线生产，产能数据谨供参考）：

图 50：主要 20 家乘用车生产企业产能规划有序


资料来源：长江证券研究部

图 51：主要 7 家重卡生产企业产能规划有序


资料来源：长江证券研究部

根据我们的测算，2010 年乘用车主要 24 家企业产能约为 1030 万辆，至 2011 年将达到约 1180 万辆，2012 年将达到约 1400 万辆；

而中重卡市场的壁垒实际上是相当高的，具体原因在此前的深度报告《汽车行业运营研究之公告品种篇》中已有详细论述，此不再赘述，我们认为，新进入者的产能扩张不用过多关注，应该重点关注主流企业的产能扩张。2009 年中重卡前 7 家企业产能约 111.5 万辆，2010 年约 128.5 万辆，2011 年将达到约 148.5 万辆，考虑到中重卡行业 2011 年增速有限，因此中重卡行业 2011 年竞争会更加激烈，盈利能力将受到一定的影响。

表 2：中重卡主流企业产能汇总：单位（万辆）

	2009	2010E	2011E
解放	25	25	27
东风	29	31	35
北奔	8	9	14
红岩	4	8	8
重汽	24.5	29.5	30.5
福田	8	8	16
陕汽	13	18	18
汇总	111.5	128.5	148.5
增速		15.2%	15.6%

资料来源：专家访谈、长江证券研究部

表 3：中重卡主流企业产能明细：单位（万辆）

	2009				2010				2011			
	分部	生产线	单条	合计	分部	生产线	单条	合计	分部	生产线	单条	合计
解放	长春	2	5	10	长春	2	5	10	长春	2	5	10
	内蒙	2	0.5	1	内蒙	2	0.5	1	内蒙	2	0.5	1
	青岛	2	4	8	青岛	2	4	8	青岛	2	4	8
		1	2	2		1	2	2		1	4	4
	成都			2	成都			2	成都			2
	柳特			2	柳特			2	柳特			2
	小计			25				25				27
	本部	3		12		3		14		4		18
	随州、特底等 3 厂	3		4	随州、特底等 3 厂	3		4	随州、特底等 3 厂	3		4
	柳汽			5	柳汽			5	柳汽			5
东风	新汽			1	新汽			1	新汽			1
	杭汽			1	杭汽			1	杭汽			1
	云汽			2	云汽				云汽			2
	南充			2	南充			2	南充			2
	东风实业			2	东风实业			2	东风实业			2
	小计			29				31				35
	包头	1	1	1	包头	1	2	2	包头	2		7
北奔	铁马	1	2	2	铁马	1	2	2	铁马	1	2	2
	蓬莱	1		5	蓬莱	1		5	蓬莱	1		5
	小计			8	小计			9	小计			14
	本部	1	4	4	本部	2	4	8	本部	2	4	8
红岩	小计			4	小计			8	小计			8
中国重汽	济南卡车	2	5	10	济南卡车	3	5	15	济南卡车	3	5	15
	商用车	1	5	5	商用车	1	5	5	商用车	1	5	5
	济宁商用	1	2	2	济宁商用	1	2	2	济宁商用	1	2	2
	济宁商用				济宁商用				济宁商用	1	1	1

福田	成都王牌	3	6	成都王牌	3	6	成都王牌	3	6
	福建永安	1	1	福建永安	1	1	福建永安	1	1
	特种车	1	0.5	特种车	1	0.5	特种车	1	0.5
	小计		24.5	小计		29.5	小计		30.5
	一工厂	2	8	一工厂	2	8	一工厂	2	8
	二工厂			二工厂			二工厂	2	8
	小计		8	小计		8	小计		16
	本部	1	5	本部	2	5	本部	2	5
	特种车	1	1	特种车	1	1	特种车	1	1
	华山	1	2	华山	1	2	华山	1	2
陕汽	长沙	2	2.5	长沙	2	2.5	长沙	2	2.5
	小计		13	小计		18	小计		18

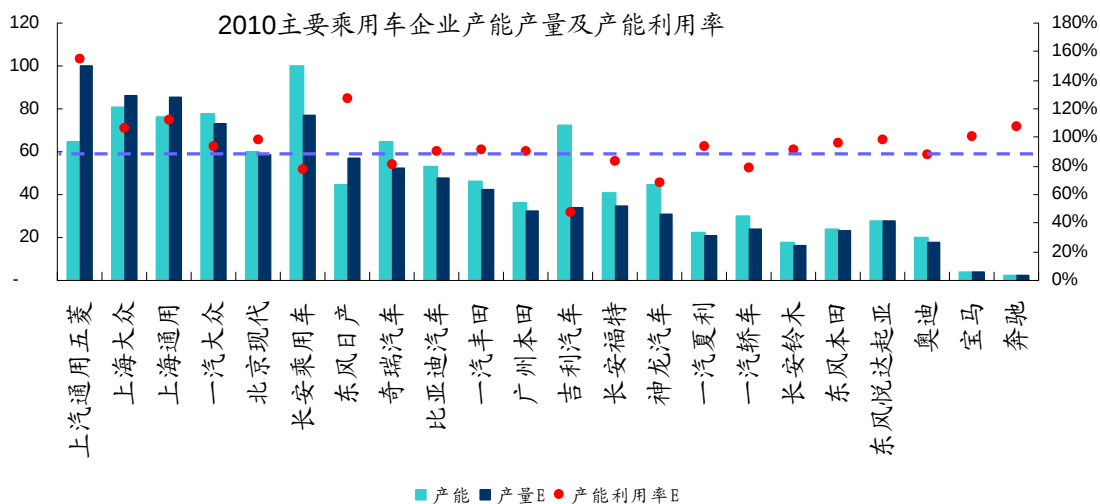
资料来源：专家访谈、长江证券研究部

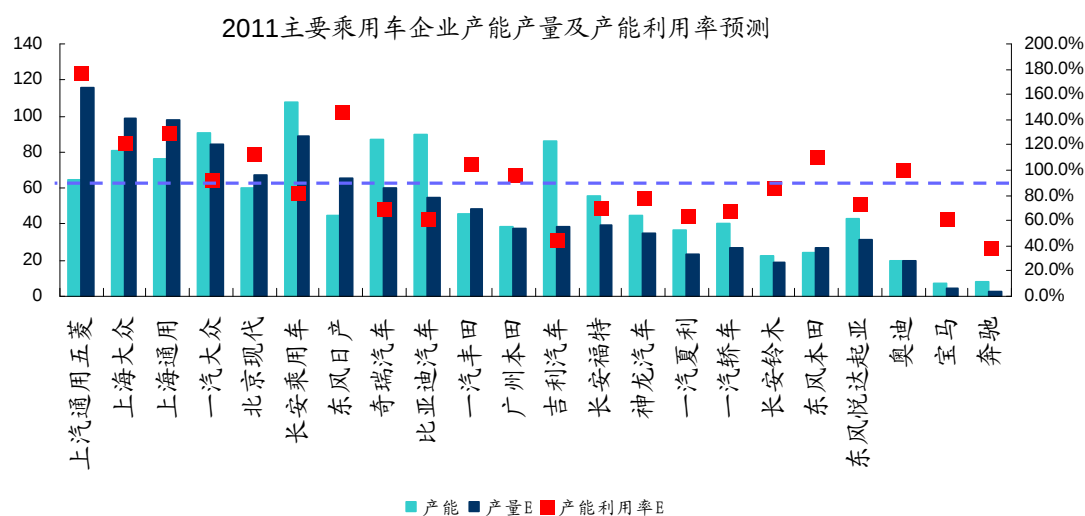
供需匹配：产能紧俏的常态

我们认为，就产能而言，企业的优势主要体现在两个方面，第一是现有产能的紧俏程度，第二是对于整车资质的获取能力，三是在行业整合的大背景下，上市公司的市场地位、盈利能力的改变。

我们按照乘用车与中重卡分别来衡量乘用车的产能利用率加以统计可以得出结论：

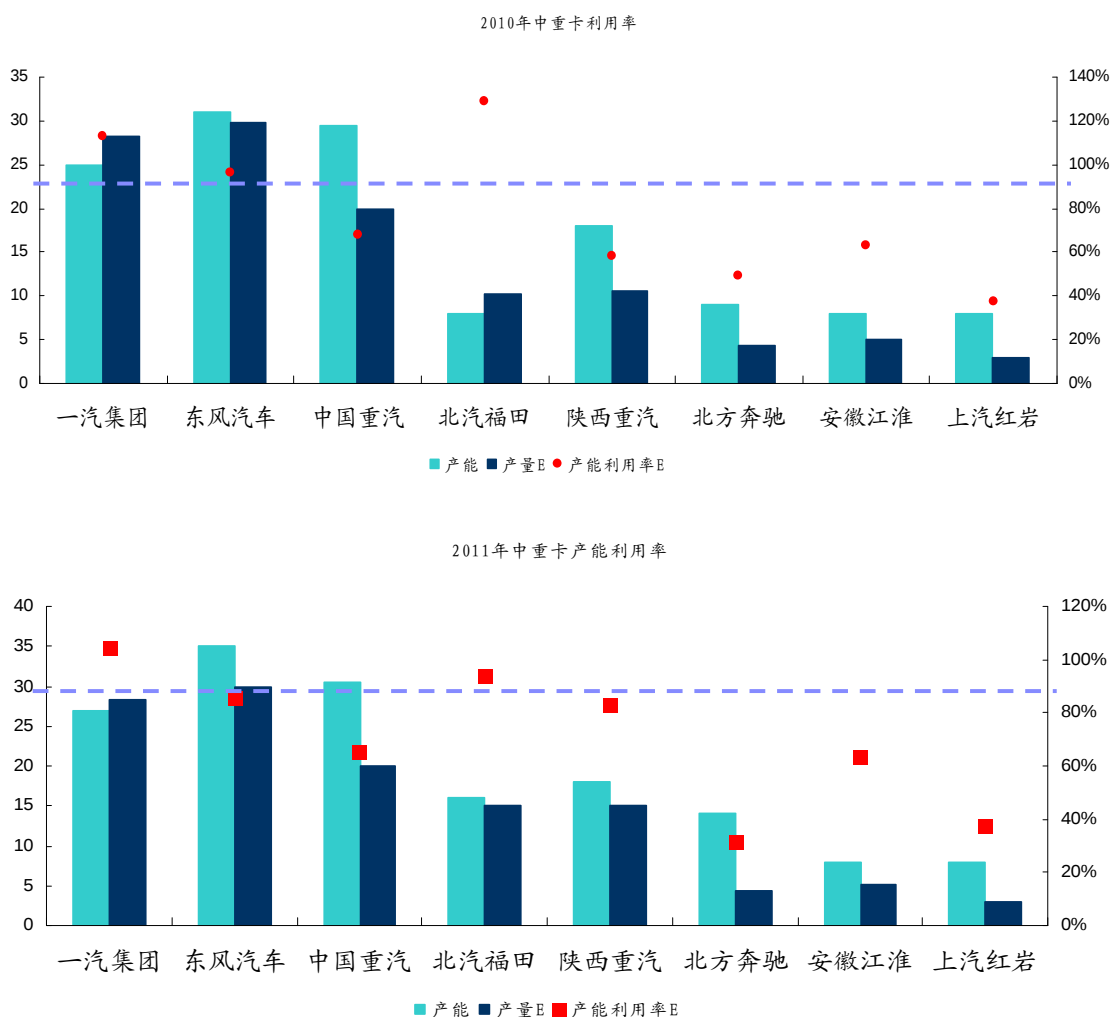
图 52：部分重点乘用车企业 10、11 产能利用率均维持高位





资料来源：中国汽车工业协会，长江证券研究部

图 53：部分重点中重卡企业 10、11 产能利用率均有所下滑



资料来源：中国汽车工业协会，长江证券研究部

表 4: 分企业 2011 年产能情况预测

2011 产能利用率 E		2011 产能利用率 E	
乘用车			
上汽通用五菱	177.5%	长安福特	70.4%
东风日产	145.9%	奇瑞汽车	69.5%
上海通用	129.0%	一汽轿车	67.6%
上海大众	122.2%	一汽夏利	63.8%
北京现代	112.3%		
东风本田	110.7%	重卡	
一汽丰田	105.2%	一汽集团	105%
奥迪	100.2%	北汽福田	94%
广州本田	95.5%	东风汽车	85%
一汽大众	92.7%	陕西重汽	83%
长安铃木	86.2%	中国重汽	66%
长安乘用车	82.2%	安徽江淮	63%
神龙汽车	78.3%	上汽红岩	38%
东风悦达起亚	73.5%	北方奔驰	31%

资料来源：长江证券研究部

由于《振兴规划》中对于生产企业和异地设立分厂，必须在兼并现有汽车生产企业的基础上进行做了规定，因此我们认为在具备汽车产业基础且具备整车生产资质壳资源的地方进行产能的补充，将成为地理战略分布的重要考虑因素。同时对于新建产能在当地经济贡献和税收贡献中的博弈也将成为未来产能扩建的主要矛盾所在。

我们认为从长远的未来看，投资机会部分决定于对于整车生产资质壳资源的利用能力。

我们以整车公告目录为基础，去除中汽协统计的主要整车生产企业，得出生产较少甚至不生产，仅具备整车生产资质的资源的公司，即壳资源的数目。从统计中可以看出，主要的汽车消费区域，如华北，华东，西南，华南等均具备较丰富的整车生产壳资源，但该统计包含了不生产底盘而只生产上装的众多改装车厂，因此数目偏大，若考虑到上述《商用车生产企业及产品准入管理规则》要求的货车及客车制造类企业还需具有整车、车身、底盘等多重制造能力所限制，则数目会大大减少。据我们对于底盘公告的整理，具备底盘生产资质且不隶属于主要汽车工业集团的仅几十家，分布区域也仅局限于山西、山东、辽宁、湖南等 13 个省份。未来随着企业产能紧张，可获取壳资源少，将严重限制各企业增加新产能，造成结构性企业产能扩张遇到壳资源瓶颈，壳资源价值突出。依托企业背景获取生产资质壳资源的能力决定了其未来产能扩张的难易程度。

表 5: 分省份整车生产资质壳资源不完全统计（包含专用车生产企业）

省份	壳资源数	省份	壳资源数
山东省	103	陕西省	24
江苏省	94	福建省	21
湖北省	65	重庆市	17
河北省	57	天津市	15
北京市	41	江西省	13
河南省	35	广西省	10
广东省	33	山西省	10

黑龙江省	33	云南省	7
四川省	33	甘肃省	5
浙江省	32	贵州省	5
上海市	31	新疆	4
湖南省	28	内蒙古	3
安徽省	27	青海省	2
辽宁省	26	宁夏	1
吉林省	25	总计	800

资料来源：长江证券研究部

总体来看，基于我们整理的产能数据及预测情况来看，10年至12年的主要企业产能扩充复合增长率约为16%，而市场需求预测增长约为15%，我们认为行业整体在未来几年的规划产能增长在一定程度上可以被景气的销售状况消化，不会出现大规模的企业产能利用率下降导致汽车行业盈利大幅下滑的情形。

第四部分：投资逻辑：稳健成长+结构演变

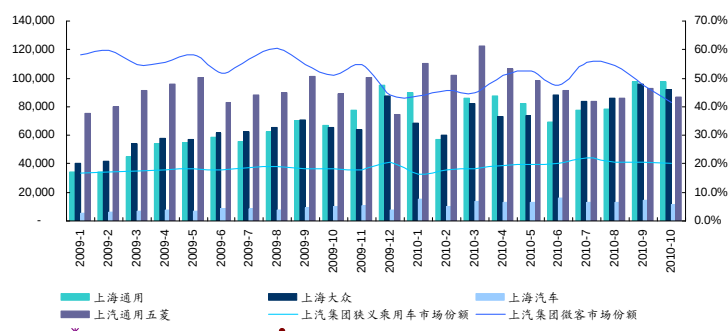
汽车行业的市场表现与行业景气度息息相关。对于行业性机会，我们认为来源于两部分，跟随行业整体表现的系统性机会和在销量增速放缓下具备超越行业平均表现的优质企业的高位认同。对于结构性机会，我们认为行业内部的结构变化是其根本驱动力，而在衡量结构性机会中，最重要的是要重视成长的确切性。

行业性机会：标配的选择

航母远航万里-上海汽车（600104.SH）

公司在乘用车市场龙头地位彰显。公司旗下定位中高端的上海大众和上海通用以及自主品牌均有不少车型布局在中高排量、中高价位市场。受益于该类车型销量的稳定走强，公司上半年不仅在销售数据、更在产品结构上表现优秀。同时，在以价格划分的各个细分市场，公司也均有主力车型，新赛欧、朗逸、科鲁兹、新君越、新君威、新领驭、GL8、途观等均在各自市场展现出强大的销售能力。2010年以来主要品牌销量及市场份额均维持高位，稳定占据中国汽车集团乘用车市场份额第一位。

图 54：上海汽车主要品牌销量及市场份额维持高位



资料来源：CAAM, 长江证券研究部

从发展模式上看，公司合资品牌健康发展，自主品牌有望扭亏。上海通用自08年末开始对

老车型进行更新换代来，新车型销量一路走强，大面积收复了 08 年的失地。上海大众坚持对每款新车都进行本地化改进，使得其车型往往更贴近国内市场，本土化这一可复制的成功模式令我们看好其未来前景。上汽通用五菱虽受市场影响，增速回落，但销量仍居高位，在下半年季节因素和政策因素影响下全年销量仍将保持增长。自主品牌的中华元素已取代原有英伦风格，真正适合国内市场，其销量也一路走强，扭亏为盈已值得期待。

从 2010 年的销售情况来看，公司产能全线告急，上海大众公告产能统计依据为 20 小时 250 天，预计 2010 年产能 81 万辆左右，截至三季度末已实现销量 71.6 万辆；上海通用的产能以 16 小时 250 天的口径计算，基本保持在 74 万辆左右，然后 2010 年累计销量已经超过了 74 万辆，产能压力巨大；上汽通用五菱的产能供给同样已经满负荷运转。整体来看，公司供不应求态势明显，目前公司已经规划了一系列的扩产项目，以全面缓解产能压力，实现销量升级。

在产能的高位运行下，公司将长期保持和享受高利润率。在未来新车型的规划上，公司将积极在全产品线上引入或退出新车型，改款车包括 polo，乐风，乐驰，荣威 750 等，全新车型包括大众 NMS、新君越混合动力、雪佛兰 Malibu，新科帕奇，MG A 级、A0 级车等。我们认为改款车型和国内外新车型的不断引进和推出将牢牢把握各级别消费者，将给予公司持续的竞争力，引领市场表现。

表 6：上海汽车近期新车型推出计划

产品系列		大众	通用	自主品牌
轿车		VW 斯柯达	别克 雪佛兰	MG 荣威
	A0	polo 晶锐	新乐风新乐驰	A0
	A			A
	B 级及以上	NMS	新君越混动 Malibu	750 混合动力
SUV			新科帕奇	

资料来源：长江证券研究部

表 7：同合资方共同开发先进节能技术及新能源产品

合资方	先进技术或合作
上海大众	涡轮增压车型 27，占总车型 20%，其中 TSI+DSG 7 款
上海通用	2010-08-18，联合开发新一代环保节能动力总成技术，包含高效能小排量系列发动机和干式双离合变速器。 2010-11-03，在新能源汽车基础技术研发和新一代车型开发等核心领域进一步加强合作。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为 1.48 元、1.91 元，维持“推荐”投资评级。股价的催化剂在于行业增长放缓下其盈利能力的维持和先进节能技术进一步发展伴随可能的政策性补贴发放。

投资风险主要在于乘用车行业景气度下行、行业竞争加剧，宏观经济下滑影响可选消费品消费等。

大树底下好乘凉-华域汽车（600741.SH）

公司配套企业均为国内乘用车领先者，包括上海汽车、上海大众、上海通用、长安福特马自达、东风神龙、广汽丰田等，公司必将稳步分享行业增长。

我们将公司的发展归纳为三个层次：

1、对于已上市资产业务及股权的梳理。

经过了约一年三个月的经营，公司在各项业务步入正轨后逐步依据业务规划和发展战略对下属企业进行整合，包括对于拖内、锻造的整合，制动系统的整合及拖拉机工贸的整合等。目前协同效应显现，各费率稳健下降，各公司间整合和协同效应正在逐步显现。

表 8：公司近期公告主要资产业务及股权梳理明确

项目名称	项目金额（万元）	项目进度
收购上海汽车制动系统有限公司 1%股权	1,500	进行中
增资上海联谊汽车拖拉机工贸有限公司	4,126	进行中
增资上海拖拉机内燃机有限公司	9,094.40	已完成

资料来源：公司公告，长江证券研究部

2、对于集团其他零部件资产的进一步注入。

近日公司公告将集团下圣德曼铸造有限公司、萨克斯动力总成部件系统有限公司和集团下另一零部件资产幸福摩托车有限公司补充至上市公司，对于集团零部件平台的完整性是一个有力的补充。至此，公司已经控制或参股了集团官方网站上的所有提名零部件资产。

表 9：公司近期公告集团零部件资产的进一步注入

公司名称	持股比例	主要产品	主要客户
上海圣德曼铸造	100%	为汽车铸造类零部件	上海大众、上海通用、上海汽车、上汽通用五菱、上海汇众、上海制动系统、德国大陆公司等
上海萨克斯动力总成部件系统	50%	液力变矩器、离合器等	上海通用、上海大众、上海采埃孚变速器、长安福特、长安马自达等
上海幸福摩托车	100%	汽车制动主缸体机加工、汽车机油泵制造、再制造发动机和变速箱等	为上海大众、上海汽车、上海制动系统、德国大陆公司等

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们判断，集团下仍有大量二级、三级等零部件子公司，按照现在的规划，未来公司对于其中业绩良好且与公司现有业务具备较高契合度的子公司进一步进行整合是大概率事件。

3、外延式增长的大步发展。

依据发展战略进行适用于公司主营业务的目标标的的合资及收购。外延式的增长将为公司提供更大的业绩弹性，主要体现可能包括：1. 加大集团外配套市场开拓；2. 进行适用于公司主营业务的目标标的的合资及收购。2010 年在汽车行业进行资源整合、结构调整的大环境下，我们认为公司将充分利用其资源优势完成相应动作。

表 10：公司近期公告相关外延式增长

项目名称	项目金额（万元）	项目进度
投资设立上海大陆汽车制动系统销售有限公司	980	进行中
合资成立华域汽车电动系统有限公司	4200	进行中

资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为公司未来将进一步加强对其下子公司的控制能力和依据发展战略进行适用于公司主营业务的目标标的的合资及收购，三个层次业务的不断重叠发展是未来核心能力不断提升的潜力。我们预计公司 10 年 11 年 EPS 分别为 1.05 元和 1.2 元。股价催化剂在于行业增长放

缓下其依托于大集团超越整车的盈利能力及合理目标标的的整合。

投资风险主要存在于原材料上涨对应的传导渠道风险，公司业务整合风险，外延式发展风险及汽车行业景气度的影响。

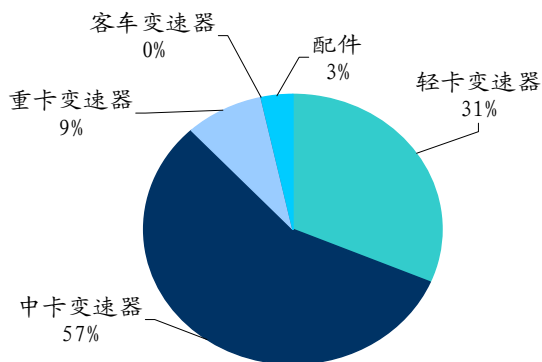
结构性机会：重视成长的确定性

行业产业链变革-万里扬（002434.SZ）

公司是商用车变速器领军企业，主要为北汽福田、东风汽车、成都王牌、资阳南骏等国内大中型商用汽车厂家提供配套，目前已形成年产约 30 万台商用车变速器的生产规模，是中国机械 500 强企业。

公司董事长夫妇、总经理、董秘等多位高管是上世纪 80 年代重点名牌大学如浙江大学、中山大学的本科毕业生，在当年千军万马挤独木桥的年代能够闯出重围，算是同龄人中的佼佼者。现在经过多年的积累，因思路清晰、作风踏实，在实业界和资本市场均获较佳的评价。

图 55：万里扬 2010H1 收入构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

2010 年上半年公司实现营业收入 4.6 亿元，其中中卡变速器和轻卡变速器是公司收入的主要来源，分别占营业收入的 57%和 31%。公司近三年一期的综合毛利率接近 30%，其中重卡变速器和客车变速器的毛利率更高一些。

有别于市场认为产能是公司重卡变速器突破关键要素的观点，我们独到的观点在于对公司成长的时间窗口和关键任务的把握。

公司 09 年的销售额为 7.27 亿，我们估计 2010-2014 年，公司最大的看点在重卡变速器的突破将为公司带来超越行业周期的成长，在轻中卡变速器配套不增长的假设情况下，公司盈利年均复合增长率有望达到 30-50%。而 2015 年及以后，若福田汽车在乘用车领域能够有效突破，那么公司乘用车变速器将为公司的成长“空中加油”。

公司重卡变速器业务的成长，我们认为将分为 3 个阶段：

第一个阶段，主要是在 2010 年，公司重卡变速器实现单点突破。

我们估计公司重卡变速器 2010 年的销量大约在 1 万 2 千台到 1 万 5 千台，主要是在福田北方工程车市场“单点突破”，据 2010 年 9 月我们赴诸城的草根调研结果，公司重型变速器产品在市场推广初期表现尚可。

第二个阶段，即 2011 年，公司重卡变速器市场突破面临“多点开花”和“质量过市场关”两大任务。

公司若想在福田汽车大批量配套，必须在重型工程车（低端自卸车）市场和外围重卡厂家有一定的市场保有量，并经过市场的验证。我们预计公司 2011 年重型变速器有望在包括南、北方工程在内的重型工程车市场实现突破，年销量将达到 3-5 万台，不排除有进一步超预期的表现。

另外，重卡市场由于普遍存在的“超载”、“重载”现象的存在，行业龙头企业法士特由于双中间轴技术路线的变速器具有较好的可靠性赢得了市场，我们认为，可靠性是重卡用户选择变速箱的关键依据，据我们的草根调研，法士特变速箱在不超载的情况下，通常三年内无大故障，而在超载的情况下基本上一年内无大的故障。我们认为，公司产品在可靠性与法士特相比具有相当或略低的品质是其在主流重卡大范围推广的必要条件，考虑到 2010 年是公司重型变速箱产品大规模推出的第一年，那么 2011 年将成为公司产品品质的检验年。若公司产品能够经过市场的检验，且上到足够的批量，比如 3-5 万台，公司市场的后续大幅上量可期。

第三个阶段，在上个阶段打下了良好的基础后，公司的重型变速器有望在包括福田欧曼在内的主流重卡进行配套。我们认为顺利的话，时间节点在 2012-2013 年。

我们预计 2010-2012 年公司基本每股收益为 1.02、1.43 和 1.85 元，调高公司投资评级至“推荐”，建议投资者密切关注公司重型变速器业务的推进。

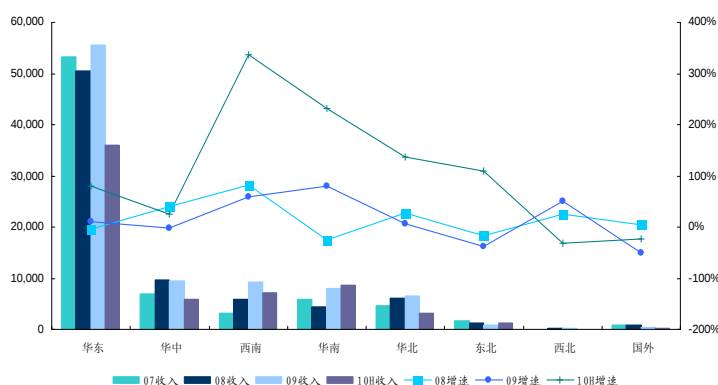
同心多元发展-松芝股份（002454.SZ）

公司是一家专业的车辆空调制造商，车辆空调是车辆的重要部件之一，公司产品广泛应用于大中型客车、乘用车、货车、轻型客车和轨道车等各类车辆。

我们认为公司在对于产业链完善，终端销售风险规避、乘用车市场份额提升和同心多元业务开辟上具备较好的发展战略。

业务的爆发式增长主要来源于几个方面：

图 56：公司目前收入集中于华东地区，二三线城市上升空间大



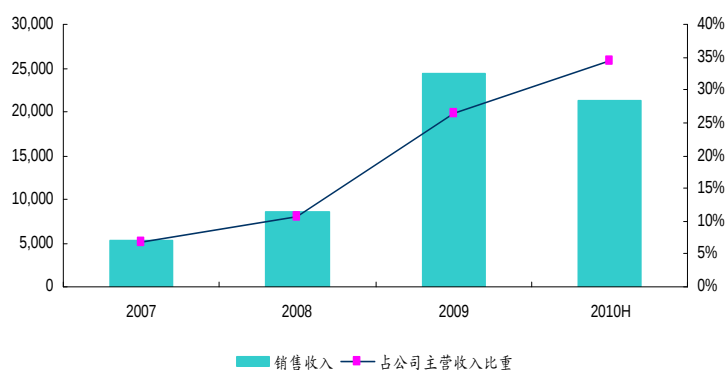
资料来源：CAAM，长江证券研究部

1、中大客业务（稳定发展）：在传统客户较为稳定的新增和更新公交车需求之外，国内大型活动对于公交车的提前更换和新增采购对于公司销售规模起到了较好的刺激，同时二三线城市

市空调公交市场行业趋势增长和公司业务布局的开拓也带来了额外的弹性。此外我们认为十二五期间城市拥堵带来的一线市场进一步提高公交补贴及采购将对公司产生持续利好。

2、小车空调业务（确定成长）：原有客户配套的供应量逐步提升对于公司带来的不仅是规模成长为收入和利润率带来的提升，更重要的是信赖感的逐步增强。同时公司发展中与核心下游建立股权合作基础是配套业务稳定成长的强有力保证。我们认为，公司乘用车空调业务将逐步从该领域的新进入者，过渡到自主品牌空调通用件的有力竞争者，现有客户和新客户新车型的配套和既有车型不符项目的整改都将为公司带来新的机会，同时通过配套量的提升带来的信誉增长，未来有望进一步渗透合资品牌，从而由于产品配套范围扩大而带来业绩增长。而公司商用车空调（主要是驾驶室与乘用车类似的卡车和轻型客车空调等）业务也在于福田成立合资公司后有望打开市场，低成本带来的空调配套差价优势今后有望大大提高商用车空调配套比例。

图 57：乘用车空调业务收入占比迅速增长



资料来源：CAAM, 长江证券研究部

3、多元发展（催化爆发）：轨交空调-一二三线全面布局+二三线城市轨配套市场突破。

我们认为，公司未来业务拓展可能主要集中于城轨空调的配套方面，目前在积极争取。依托公司在公交空调客车建立的良好客户渠道，未来将积极通过争取该类城市城轨新建配套及现有线路的更新配套机会。

公司目前正在进行自有压缩机逐步替换；同时开拓新市场，多元发展；与终端客户紧密合作，以公司合作为中心；将注意力集中在有效利润的获取上。我们预计公司 10 年 11 年 EPS 分别为 1.04 元和 1.25 元。投资风险主要存在于乘用车配套低于预期，未来市场开拓低于预期等。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
000800	一汽轿车	16.05	1.00	1.40	1.80	16.1	11.5	8.9	4.1	3.3	2.6	推荐	推荐
600104	上海汽车	14.68	1.01	1.48	1.91	14.5	9.9	7.7	2.3	1.9	1.7	推荐	推荐
600418	江淮汽车	10.63	0.26	0.87	1.03	40.9	12.2	10.3	3.2	2.8	2.3	谨慎推荐	谨慎推荐

600166	福田汽车	24.28	1.13	1.90	2.22	21.5	12.8	10.9	5.4	3.9	3.1	推荐	推荐
600742	一汽富维	30.21	1.68	2.44	3.04	18.0	12.4	9.9	3.9	3.1	2.5	谨慎推荐	谨慎推荐
600741	华域汽车	10.21	0.59	1.05	1.20	17.2	9.7	8.5	2.1	1.8	1.6	推荐	推荐
600841	上柴股份	15.86	0.15	0.25	0.27	105.7	64.7	59.4	4.7	4.1	4.0	中性	中性
000338	潍柴动力	52.37	2.05	4.17	4.48	25.6	12.6	11.7	7.4	5.4	4.3	推荐	推荐
000903	云内动力	17.60	0.45	0.57	0.58	39.2	30.9	30.3	2.6	2.4	2.3	推荐	推荐
000581	威孚高科	37.15	0.79	1.51	1.85	47.0	24.6	20.1	7.4	6.2	5.4	推荐	推荐
600081	东风科技	12.64	0.10	0.69	0.75	130.3	18.3	16.9	11.0	7.3	5.3	谨慎推荐	谨慎推荐
002434	万里扬	32.37	1.08	1.02	1.43	30.0	31.7	22.6	9.8	6.8	6.7	谨慎推荐	推荐
002454	松芝股份	30.50	0.84	1.04	1.25	36.3	29.3	24.4	11.9	2.7	3.2	谨慎推荐	推荐
000887	中鼎股份	24.40	0.47	0.77	0.95	51.9	31.7	25.7	12.4	9.3	7.1	谨慎推荐	谨慎推荐
002355	兴民钢圈	16.49	0.50	0.56	0.85	33.2	29.3	19.4	7.2	5.6	4.2	推荐	推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。