



证券研究报告·行业简评

政策、估值双双见底

行业政策见底

1. 购置税减免、汽车下乡、以旧换新等政策退出，行业政策完成“回归正常”。
2. 国内政策退出与日本、欧洲等成熟市场不具可比性
3. “治堵”政策渐趋理性：汽车社会“治堵”将成常态，合理、有效治堵也是汽车产业进一步增长的必要条件。

估值见底

目前一线汽车股尤其是乘用车股，TTM 市盈率 12 倍左右，与 05Q2、08Q3 及去 2010 年 6、7 月的水平相当，预计 2011 年动态 PE 9-10 倍，处于历史底部。

狭义乘用车销量：同比即将向上，增速将明显强于市场预期

11Q1、Q2 季度批发销量的趋势判断如下：1) 11Q1 的批发销量环比有约 5% 的下降，但同比仍有约 9% 的正增长；2) 11Q2 的批发销量环比表现要明显好于 10Q2，即 11Q2 批发销量同比增长率向上是大概率事件，估计会达到约 20% 的同比增长。

在 Q1 季度销量同比触底的判断基础上，我们进一步判断，1、2 月份出现月度同比触底的概率较大，主要是今年的春节更靠前（2 月 3 日），3 月销量较少受到节后景气偏淡的影响，而 2010 年（春节 2 月 14 日）3 月销量受春节因素影响偏低（2007 年情况类似）。

综合以上，我们认为在目前的时点上，汽车销量正处于月度、季度同比低点的概率相当大，即同比趋势即将向上，且增速会明显强于市场预期。

投资建议

买入一线乘用车股票，因：1) 行业政策已出清，实际销量很可能超出市场预期；2) 汽车股历史走势表明，估值底部、行业销量同比触底向上（与上市公司业绩增速一致）是形成股价升势的主要条件，目前已基本具备。重点推荐公司：华域汽车、上海汽车、福耀玻璃、悦达投资、一汽富维、一汽轿车。

汽车行业

维持

增持

陈 政

chenzheng@csc.com.cn

010-85130928

执业证书编号：S1440209090408

刘韧

liuren@csc.com.cn

010-85130966

执业证书编号：S1440210070001

发布日期：2011 年 1 月 12 日

市场表现



相关研究报告

10.07.26	2010 年中期投资策略报告会之汽车行业：淡化触底预期，迎接估值修复
10.08.23	汽车行业：新的产、销、库存均衡形成
10.09.02	汽车行业：新均衡形成，消费特征凸显
10.12.17	2011 年投资策略报告之汽车行业：突破谨慎预期概率大



政策、估值见底，销量同比即将向上，建议买入乘用车一线股

行业政策见底

1. 购置税减免、汽车下乡、以旧换新等政策退出，行业政策完成“回归正常”。下乡补贴取消会对微车、低端轻卡短期销量和毛利构成压力，而购置税退出及节能车政策继续执行的综合效果是乘用车行业补贴额净减少 70-80 亿（按去年销量结构）、且将在整车厂-经销商-消费者-零部件厂商的产业链间分摊，**很难想象这一补贴额的减少会对仅整车环节产值已超过 1.5 万亿、净利润超过 1000 亿的国内乘用车行业的销量和利润产生重要影响。**

2. 国内政策退出与日本、欧洲等成熟市场不具可比性（成熟市场以旧换新补贴政策退出往往引发短期销量负增长）：1）成熟市场以旧换新补贴占车价比一般在 15% 左右，而国内 2.5% 购置税减免仅占相关车型价格的 2.1%；2）成熟市场购车者以换购为主、消费者主要决策何时换车（使用成本持续存在、甚至旧车维护成本更高），而国内购车者仍以首次购买为主、消费者主要决策是否拥有车，车价补贴占整个购置和使用成本的比例很小；3）成熟市场趋势增长率很低甚至为负（如日本）。

3. “治堵”政策渐趋理性：汽车社会“治堵”将成常态，合理、有效治堵也是汽车产业进一步增长的必要条件。从广州公布“不限牌”的“治堵”方案看，已较北京政策更理性。相信随对“限牌”政策公平性（公车与私车、已购车人与未购车人）及阻碍跨区域交通连续性问题的讨论扩大，其他城市出台类似政策可能性大大降低。

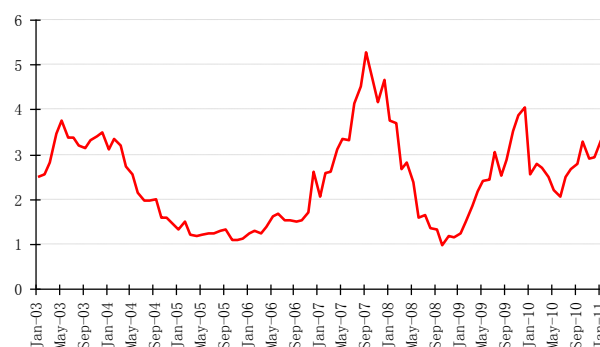
估值见底

目前一线汽车股尤其是乘用车股，TTM 市盈率 12 倍左右，与 05Q2、08Q3 及去 2010 年 6、7 月的水平相当，预计 2011 年动态 PE 9-10 倍，处于历史底部。

图 1：Wind 整车板块市盈率（TTM）



图 2：Wind 整车板块市净率（当年三季报）



资料来源：WIND，中信建投证券研发部

表 1：核心汽车股的估值水平，1 月 11 收盘价

证券代码	证券简称	收盘价，元	总市值，亿元	PE, TTM	PE, 2010E	PE, 2011E	P/B（三季报）
600104.SH	上海汽车	15.0	1,386	19.5	9.5	8.0	2.3
000800.SZ	一汽轿车	16.2	263	16.2	12.6	11.6	3.0
000625.SZ	长安汽车	9.6	224	21.0	10.4	9.2	2.2
000550.SZ	江铃汽车	25.9	224	21.2	11.9	10.2	3.8
600166.SH	福田汽车	23.1	244	23.6	11.9	10.2	3.1
000951.SZ	中国重汽	25.9	109	25.4	12.1	10.6	3.1
600006.SH	东风汽车	4.9	98	30.5	12.8	9.8	1.7



600418.SH	江淮汽车	10.9	141	42.1	12.6	10.9	2.8
600066.SH	宇通客车	22.4	116	20.7	13.3	13.7	5.4
600686.SH	金龙汽车	9.5	42	17.1	16.1	13.2	2.5
000338.SZ	潍柴动力	47.8	797	11.7	6.2	5.3	4.9
600660.SH	福耀玻璃	10.2	205	18.3	11.4	9.7	3.8
600741.SH	华域汽车	10.9	280	18.4	10.9	9.0	2.1
600742.SH	一汽富维	29.6	63	17.6	11.5	9.8	3.1
合计平均				21.7	11.7	10.1	3.1

资料来源: Wind, 中信建投研发部

狭义乘用车销量: 同比即将向上, 增速将明显强于市场预期

我们对影响季度销量同、环比趋势的主要因素分析如下:

- 1. 10Q4 透支今年销量:** 1) 10Q4 终端订单及成交量可能提前了部分 11Q1 需求, 但由于产能瓶颈 (推迟交付) 及厂商主动平滑 (推迟已发货量的确认), 11Q1 的批发销量及厂商业绩受透支因素影响要远小于终端销售; 2) 透支的边际影响递减, 11Q2 后将基本不受影响。
- 2. 库存变动:** 1) 2010 年底行业的经销商库存已明显偏低, 但以库销比衡量的库存水平应明显高于 2009 年底; 2) 厂商在 2011 年初的态度较 2010 年初更谨慎, 出现去年初大量压库存行为的可能性较小; 3) 由于以上两个因素, 11Q1 批发销量中潜在补库存的因素要明显小于 10Q1, 相应地 11Q2 批发销量的环比受 Q1 补库存因素的压力较小 (与 10Q2 环比 Q1 不同)。
- 3. 终端需求:** 1) 如前面分析, 政策退出对行业真实需求不构成重要影响, 但可能提前部分 11Q1 需求; 2) 11Q2 需求受透支因素影响很小, 由经济形势及消费信心决定, 由于不存在 10Q2 的经济二次探底担忧, 环比会有较好的表现。
- 4. 同比基数:** 10Q1 批发销量由于补库存因素偏高, 10Q2 由于经济二次探底担忧偏低。

综合 1-4, 我们对 11Q1、Q2 季度批发销量的趋势判断如下: 1) 11Q1 的批发销量环比有约 5% 的下降, 但同比仍有约 9% 的正增长; 2) 11Q2 的批发销量环比表现要明显好于 10Q2, 即 11Q2 批发销量同比增长率向上是大概率事件, 估计会达到约 20% 的同比增长。

在 Q1 季度销量同比触底的判断基础上, 我们进一步判断, 1、2 月份出现月度同比触底的概率较大, 主要是今年的春节更靠前 (2 月 3 日), 3 月销量较少受到节后景气偏淡的影响, 而 2010 年 (春节 2 月 14 日) 3 月销量受春节因素影响偏低 (2007 年情况类似)。

综合以上, 我们认为在目前的时点上, 汽车销量正处于月度、季度同比低点的概率相当大, 即同比趋势即将向上, 且增速会明显强于市场预期。

投资建议

买入一线乘用车股票, 因: 1) 行业政策已出清, 实际销量很可能超出市场预期; 2) 汽车股历史走势表明, 估值底部、行业销量同比触底向上 (与上市公司业绩增速一致) 是形成股价升势的主要条件, 目前已基本具备。
重点推荐公司: 华域汽车、上海汽车、福耀玻璃、悦达投资、一汽富维、一汽轿车。

其他问题

- 1. 通胀的成本压力:** 1) 通胀的高峰很可能已经过去; 2) 汽车股周期走势中, 通胀成本压力一直不是一个决定性因素。



2. 信贷紧缩影响汽车消费：1) 历史数据看，信贷与汽车消费有相关性，但没有很强的解释力；2) 2009、2010 年新增信贷分别 9.6、8 万亿，预计 2011 年在 7 万亿左右；而即使按我们对全年汽车销量同比增速 14%（其中狭义乘用车约 17%）的较市场乐观预测，对应销量增量 254 万辆，已隐含较 09、10 年的 426、442 万辆增量下降约 60%，降幅远大于信贷增量降幅。以信贷增量衡量，汽车销量更有可能超出而非低于我们的预期。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

陈 政：北京大学金融学硕士、法学学士，汽车行业首席分析师。大型国企三年战略管理岗位工作经验，精于行业竞争结构和公司竞争力分析，现专注于对汽车等耐用消费品消费升级趋势和短期扰动因素的研究。

刘韧：会计学硕士，汽车行业分析师。3 年汽车及交通运输行业研究员工作经验，专注于从成本、供给与需求趋势和产业链上下游角度研究具有投资价值的公司和行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨 明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任 威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周 李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。