

2011-01-19

汽车和汽车零部件

维持

增持

后政策时代汽车行业的结构性机会

◇ 催化因素：年报超市场预期

◆ 2010 年汽车行业销量、利润均大幅增长

2010 年国内企业销售汽车 1,804 万辆，同比增长 32.2%。各子行业中 SUV、MPV、重型货车位于前三位，增速分别为 100.0%、78.9%和 59.5%；增速后三位为微型货车、中型客车和中型货车，增速分别为 20.6%、11.3%和 5.7%。2010 年 1-11 月汽车行业利润总额同比增长 69%。

◆ 优惠政策取消引导行业回归理性

2009 年、2010 年国内企业汽车销量增速达到 46%和 32%，金融危机背景下出台的相关刺激政策不存在延续的必要。1.6L 及以下排量乘用车购置税由 7.5%上升至 10%，购买 10 万元一辆汽车，政策变动后增加 2137 元购置税，仅为车价的 2.13%；2010 年 1-10 月，全国共办理汽车以旧换新补贴车辆近 28.4 万辆，占同期国内汽车销量仅为 1.93%。2010 年 1-9 月，全国补贴下乡汽车 208 万辆，发放补贴资金 80 亿元，占同期国内汽车销量的 15.8%。总体来看，政策取消对行业销量影响有限。综合判断，2011 年中国汽车销量增速为 10%-15%，利润增速为 15%-20%左右。

◆ SUV、中高端轿车将继续受益于消费升级和财富效应

2009 年中国轿车保有量 3436 万辆，如果按照 10 年更新计算，每年有 340 万辆更新需求，2010 年 SUV 和 1.6L 以上轿车销量约为 450 万辆。随着消费的逐步升级，2011 年将有越来越多的二次购车者选择 SUV 和中高级轿车。

财富效应，2010 年前 9 个月城镇居民人均可支配收入增长 10.5%，过去 3 年平均增速超过 10%，同时宽松货币政策导致资产的价格上涨，财富的积累将继续推动 SUV 及中高端轿车需求。我们预计 2011 年 SUV 销量增速将达到 30%左右。

◆ MPV、高端轻客、高端轻卡受益于城市物流升级

MPV 及高端轻客除细分市场行业自然的需求增长外，近年来受益于城市卡车行驶的限制，越来越多的中小企业、个人购买 MPV、高端轻客载货兼乘坐。同时，轻卡用户越来越重视卡车的舒适性、节油性，因此轻卡具有一定的高端化趋势。

◆ 行业评级与投资策略

从中长期来看，中国汽车保有量依然处于较低水平，汽车刚刚开始进入家庭，汽车销量增速 15%左右增速依然有望保持 5 年以上，但各年度增速会有一定差异。

前期市场担忧的汽车下乡、以旧换新、购置税优惠政策以及北京治理拥堵措施已经出台完毕，而目前汽车股龙头品种 2010 年 PE 处于 10 倍左右，处于历史 PE8-30 倍区间的底部。同时，2010 年汽车股年报业绩有超预期可能，在此刺激下汽车股有望迎来估值修复行情。

建议关注受益于 SUV、中高端轿车增长的整车及零部件公司上海汽车、悦达投资、一汽富维、宁波华翔、华域汽车；受益于中高端物流用车增长的江铃汽车；受益于排放升级的威孚高科、银轮股份；受益于公交市场增长的宇通客车、松芝股份。

分析师：

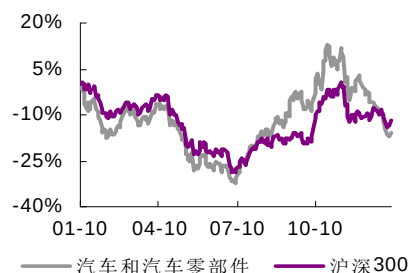
于特：（执业证书编号：S0930510120015）

电话：021-22169158

yute@ebscn.com

名称	金额（亿元）	占 A 股比重
总市值	5,354	2.39%
流通市值	4,443	3.14%

行业与上证指数对比图



相关报告：

政策的最后一击 买点出现	2010-12-24
北京限制措施不改行业基本趋势	2010-12-08
购置税优惠取消改变政策预期	2010-12-06

公司名称	股价	目标价	EPS(元)			投资评级
			09A	10E	11E	
上海汽车	15.69	22.50	0.77	1.50	1.75	买入
悦达投资	15.95	21.5	0.59	1.42	1.70	买入
一汽富维	28.89	40.5	1.68	2.64	3.22	买入
宁波华翔	12.61	22.00	0.72	0.78	1.10	买入
江铃汽车	24.72	39.90	1.22	2.09	2.67	买入

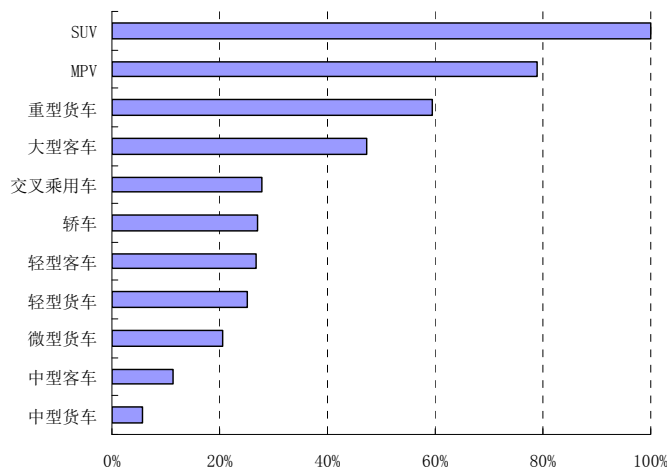
光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、2010 年汽车行业完美收官

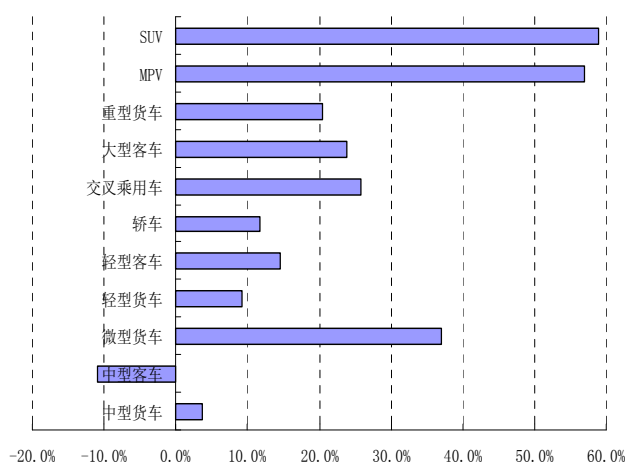
2010 年 12 月国内企业汽车销售 166.7 万辆,同比增长 17.9%;1-12 月累计销售 1804 万辆,同比增长 32.2%。2010 年汽车各子行业中 SUV、MPV、重型货车位于前三位,增速分别为 100.0%、78.9%和 59.5%;增速后三位为微型货车、中型客车和中型货车,增速分别为 20.6%、11.3%和 5.7%。

图表 1 2010 年各子行业销量增速情况



资料来源:中国汽车工业协会

图表 2 2010 年 12 月各子行业销量增速情况



资料来源:中国汽车工业协会

二、优惠政策取消引导行业回归理性

汽车销量攀高,宏观经济走好,具有优惠政策取消基础。2009 年初以来,包括购置税优惠、汽车下乡、以旧换新、燃油税改革等汽车产业政策在金融危机背景下出台,肩负“拉内需、保增长”的目标,因此均让利于民,对行业的发展起到了促进作用。2009 年中国汽车销量达到 1364 万辆,同比增长 46%,2010 达到 1804 万辆,同比增长 32.2%;同时,在国家经济刺激计划实施之后,经济迅速恢复,尤其 2010 年随着 CPI 的上升,经济有过热迹象。目前,无论从宏观经济、还是汽车产业来讲,均具备优惠政策取消的条件。

优惠政策下 1.6L 及以下排量乘用车购置税为 7.5%,如果取消优惠则按照 10%执行。以售价 10 万元一辆汽车计算,政策变动后增加 2137 元购置税,约为车价的 2.13%。1.6L 及以下排量乘用车销售占乘用车总量的 67%,购置税优惠政策取消势必对乘用车行业销量产生一定的影响。但由于新增购置税占车价的比重仅为 2.13%,同时,我们注意到 2010 年 1 月份数据也并没有受到购置税从 5%上升到 7.5%影响,因此我们总体判断购置税上调整体影响不大。2010 年 1-10 月,全国共办理汽车以旧换新补贴车辆近 28.4 万辆,发放补贴资金 40 亿元,占同期国内汽车销量仅为 1.93%。2010 年 1-9 月,全国补贴下乡汽车 208 万辆,发放补贴资金 80 亿元,占同期国内汽车销量的 15.8%。

从子行业情况来看,受政策调整影响的主要有交叉乘用车、微型货车、轻型货车、小排量轿车。而 SUV、MPV、中高端轿车、重型货车、大中型客车等主要行业利润贡献子行业未受到政策影响。因此,政策的调整对汽车行业利润增速影响更为有限。综合判断,我们认为 2011 年中国汽车销量增速为 10%-15%,利润增速为 15%-20%左右。

图表 3 汽车行业消费促进政策汇总

优惠政策	事件	发布时间	起始日期	截止时间	主要内容	目前状态	受影响车型
购置税优惠	出台	2009/1/16	2009/1/20	2009/12/31	购置 1.6 升及以下排量乘用车,按 5%的税率征收车辆购置税	取消	交叉乘用车、小排量轿车
	延期	2009/12/9	2010/1/1	2010/12/31	购置 1.6 升及以下排量乘用车,按 7.5%的税率征收车辆购置税		
汽车下乡	出台	2009/1/14	2009/3/1	2009/12/31	国家安排 50 亿元,对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型货车以及购买 1.3 升以下排量的	取消	交叉乘用车、轻型货车、微

					微客，给予一次性财政补贴		
	加强	2009/6/10			将直接购买轻型载货车和总质量 1.8 吨以下的微型载货车纳入补贴范围		型货车
	延期	2010/1/26	2010/1/1	2010/12/31	将汽车下乡政策实施期限由 2009 年 12 月 31 日延长至 2010 年 12 月 31 日，具体政策和操作方法不变		
以旧换新	出台	2009/5/19	2009/6/1	2010/5/31	符合规定提前报废老旧汽车、“黄标车”并换购新车的，按以下标准给予补贴： （一）报废中型载货车，每辆补贴 6000 元； （二）报废轻型载货车，每辆补贴 5000 元； （三）报废微型载货车，每辆补贴 4000 元； （四）报废中型载客车，每辆补贴 5000 元； （五）报废小型载客车，每辆补贴 4000 元； （六）报废微型载客车，每辆补贴 3000 元； （七）报废其他车型，每辆补贴 6000 元。	取消	各种车型
	重启	2010/6/25	2010/6/1	2010/12/31	将汽车以旧换新政策实施期限由 2010 年 5 月 31 日延长至 2010 年 12 月 31 日		
节能惠民工程补贴	出台	2010/6/1	2010/6/1		1) 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。 2) 节能汽车：发动机排量为 1.6 升及以下，综合燃料消耗量达到第三阶段油耗标准	维持	小排量轿车

资料来源：财政部等政府网站 光大证券整理

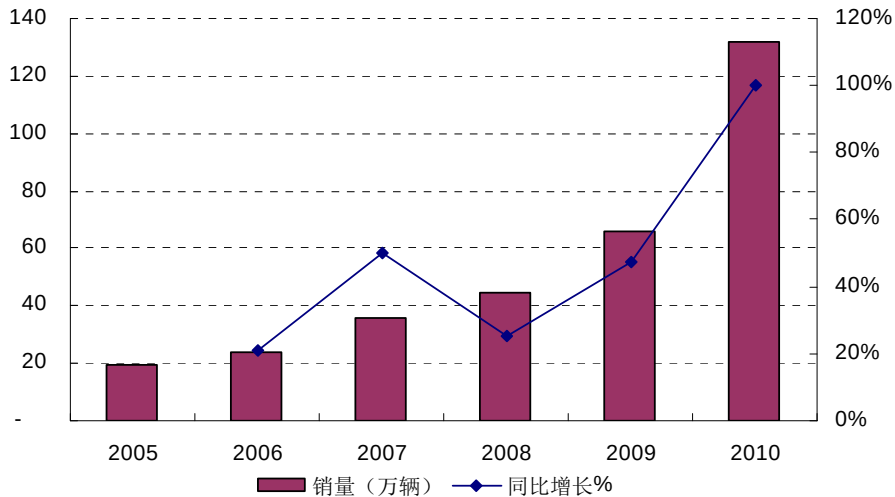
三、看好受益于消费升级、财富效应的 SUV 及中高端轿车

2009 年中国私人汽车保有量为 4575 万辆，其中轿车 3436 万辆，如果按照 10 年更新计算，每年有 340 万辆更新需求，2010 年 SUV 和 1.6L 以上轿车销量约为 450 万辆。随着消费的逐步升级，越来越多的二次购车者选择 SUV 和中高级轿车。

财富效应，2010 年前 9 个月城镇居民人均可支配收入增长 10.5%，过去 3 年平均增速超过 10%，同时宽松货币政策导致资产的价格上涨，财富的积累推动了中高端乘用车的消费。

2010 年 SUV 销量 132 万辆，同比增长 100%；2009 年销售 66 万辆，同比增长 47%；过去 2006 年-2010 年销量复合增长率达到 46%，而同期乘用车行业复合增长率为 28%，SUV 子行业增速高于乘用车行业 18 个百分点。

图表 4 2005 年-2010 年国内汽车企业 SUV 销量

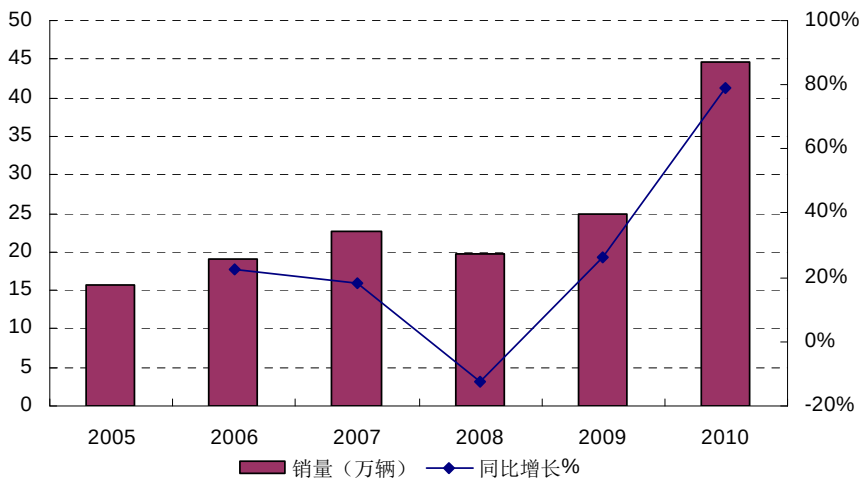


资料来源：中国汽车工业协会

四、MPV、高端轻客、高端轻卡受益于城市物流升级

MPV 及高端轻客除细分子行业自然的需求增长外，近年来受益于城市卡车行驶的限制，越来越多的中小企业、个人购买 MPV、高端轻客载货兼乘坐。同时，轻卡用户越来越重视卡车的舒适性、节油性，因此轻卡具有一定的高端化趋势。2010 年国内汽车企业 MPV 销售 44.5 万辆，同比增长 79%。

图表 5 2005 年-2009 年国内汽车企业 MPV 销量情况



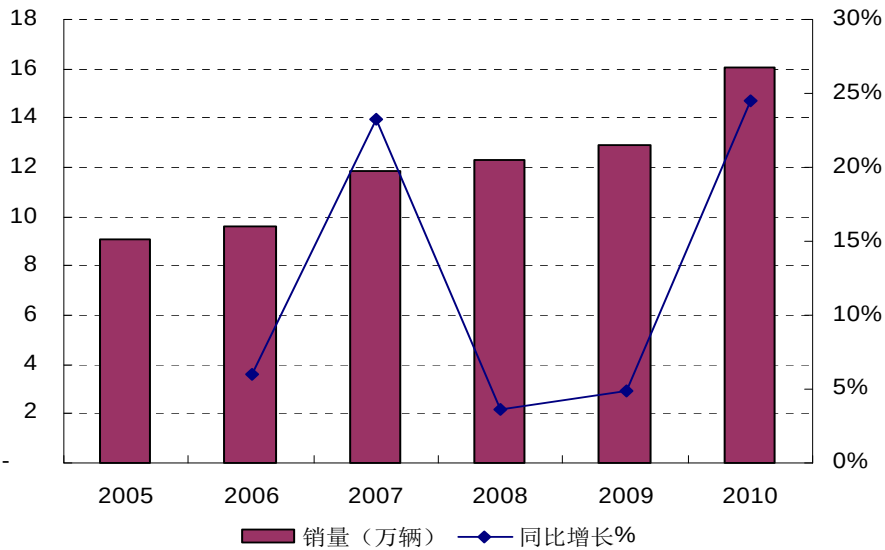
资料来源：中国汽车工业协会

五、城市拥堵公交先行 大中客车有望迎来第二春

2010 年大中客车销售 16.1 万辆，同比增长 24%，2009 年、2008 年增速分别为 5%和 4%，连续 3 年增速低于整个行业。我们认为这其中有两个重要原因：一是出口市场变动，2008 年金融危机前大中客车出口比例曾达到 30%，金融危机之后出口市场虽有所恢复，但依然没有达到历史最好水平；二是客车作为生产工具，与经济增长相关，具有一定稳定性，而乘用车行业正处于爆发期则拉高了整个行业增速水平。

大中客车中大约有 40%左右用于公交客运，过去几年受到私家车迅猛发展影响，同时地方政府财政投入有限，发展速度明显减缓。随着各大城市拥堵现象的出现以及北京限制私家车政策的出台，大力发展公交车提升日程。

图表 6 2005 年-2010 年国内汽车企业大中客车销量情况



资料来源：中国汽车工业协会

六、行业评级及投资策略

从中长期来看，中国汽车保有量依然处于较低水平，汽车刚刚开始进入家庭，汽车销量增速 15% 左右增速依然有望保持 5 年以上，但各个年度增速会有一定波动。

前期市场担忧的汽车下乡、以旧换新、购置税优惠政策以及北京治理拥堵措施已经出台完毕，而目前汽车股龙头品种 2010 年 PE 处于 10 倍左右，处于历史底部区间。同时，2010 年汽车股年报业绩有超预期可能，在此刺激下汽车股有望迎来估值修复行情。

我们建议关注受益于 SUV、中高端轿车市场增长的整车及零部件公司上海汽车、悦达投资、一汽富维、宁波华翔、华域汽车；受益于中高端物流用车增长的江铃汽车；受益于排放升级的威孚高科、银轮股份；受益于公交市场增长的宇通客车、松芝股份。

分析师介绍

于特，北京大学金融学硕士，3 年汽车行业上市公司工作经历，4 年汽车行业研究经验。

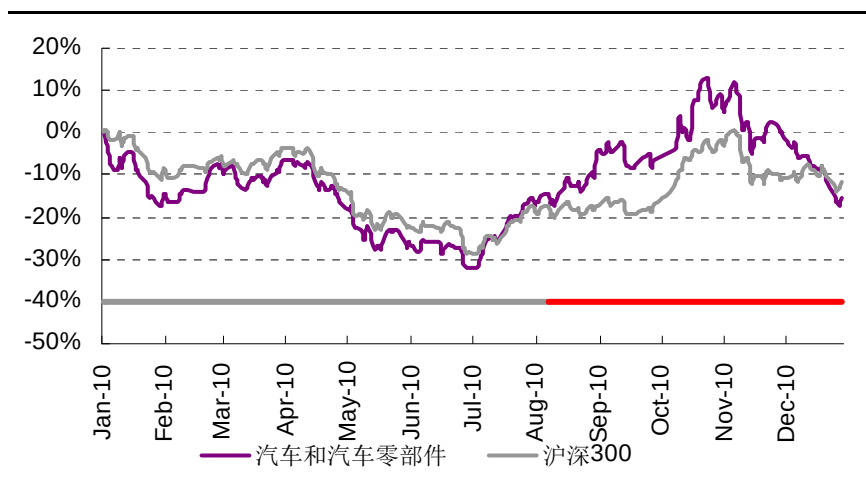
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

汽车和汽车零部件

分析师：于特



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-08-08	增持
2010-08-16	增持
2010-08-24	增持
2010-09-15	增持
2010-10-13	买入
2010-11-11	买入
2010-12-06	买入
2010-12-08	增持
2010-12-14	买入
2010-12-24	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。