

2 月汽车销量将出现环比回落

——2011 年 2 月汽车行业动态跟踪报告

研究员：陈亮

执业证书编号：S0570510120055

电话：025-83290960

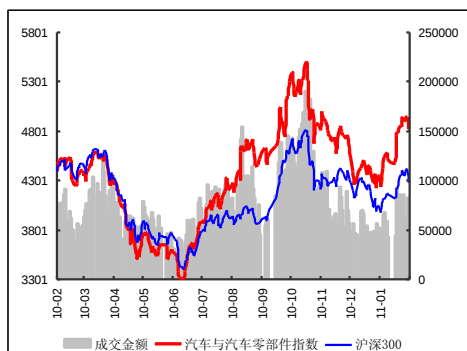
E-mail: xushan841101@hotmail.com

地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：增持(维持)

汽车整车 II

市场走势图



相关研究

投资要点：

1、2011 年 1 月，我国汽车产销分别完成 179.79 万辆和 189.44 万辆，同比分别增长 11.33% 和 13.81%；环比生产下降 3.58%，销售增长 13.67%。1 月的数据证实了我们前期对行业的判断，虽然月销量创历史新高，但整体增速会大幅回落。

2、2 月全行业的销售情况不容乐观，首先 1 月的汽车销量中包含了去年赶政策末班车效应的部分销量；另一方面，2011 年 2 月存在春节长假因素，汽车销量均出现环比负增长的概率大。总体看，购置税优惠等多项政策的退出，北京限购令的示范效应，以及用车成本的增加等都对车市有不利影响，目前我们维持行业增速在 12.5% 左右的判断。

3、乘用车中 SUV 产销均延续 2010 年的高增长，同比涨幅维持在 50% 左右。乘用车中降幅最大的车型是交叉型乘用车，由于该车型主要以微客为主，2009-2010 年在有关政策的促进下呈现了较快的发展，今年政策的退出对此类车型可能会造成较大影响。

4、1 月 1.6L 及以下排量乘用车销售 107.91 万辆，同比增长 14.67%，1.6-2.0L 排量的乘用车销售 30.18 万辆，同比增长 25.69%，明显高于 1.6L 及以下排量的车型。乘用车消费结构上移。由于新车船税法草案初步拟定 2.0L 以下乘用车车主的名义税负不会增加，因此我们认为这一趋势具有持续性。

5、我们预计 2011 年 1-2 月行业利润总额同比仍将保持增长。目前，主板整车和零部件龙头企业 2011 年动态 PE 仍然较低，仅 12 倍左右，我们维持行业的“增持”评级。

重点公司

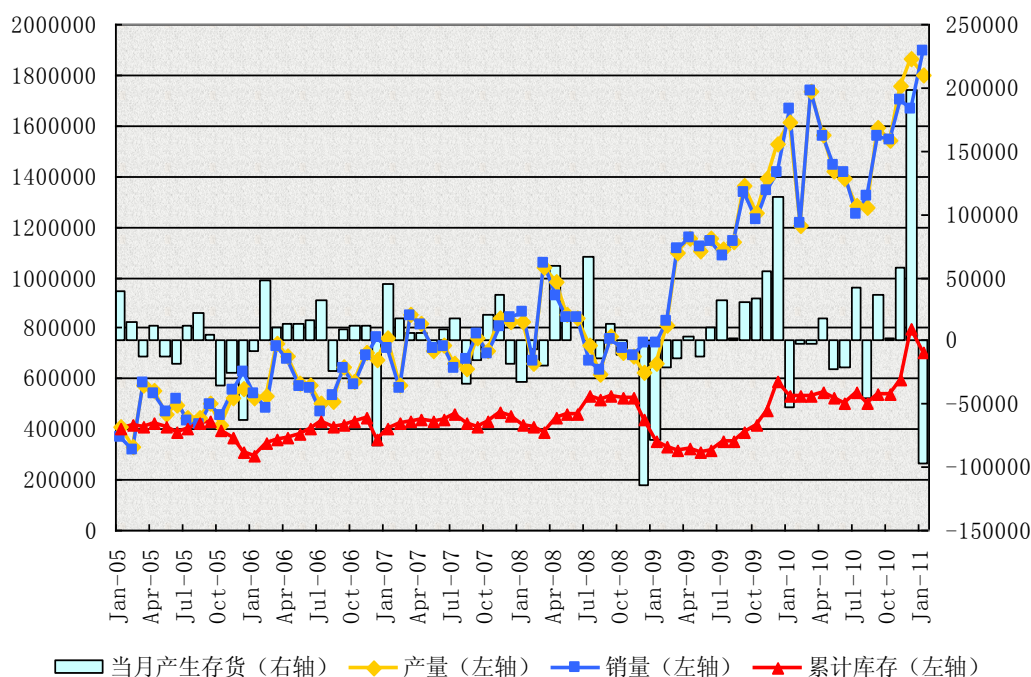
股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E
上海汽车	18.45	推荐	0.78	1.45	1.63	1.78	23.7	12.7	11.3	10.4
一汽轿车	17.56	推荐	1.00	1.33	1.65	1.79	17.6	13.2	10.6	9.8
悦达投资	18.25	推荐	0.59	1.32	1.71	1.96	30.9	13.8	10.7	9.3
福耀玻璃	11.78	推荐	0.56	0.90	1.10	1.26	21.0	13.1	10.7	9.3
华域汽车	12.81	推荐	0.59	0.95	1.16	1.29	21.7	13.5	11.0	9.9
金龙汽车	10.75	推荐	0.34	0.59	0.78	0.86	31.6	18.2	13.8	12.5

中国汽车工业协会统计数据显示，2011 年 1 月，我国汽车行业迎来开门红，汽车产销量和出口量均实现了一定幅度的同比增长。总体来看，行业呈现出数量保持高位、增速理性回归的态势。

一、1 月销量创新高，2 月面临环比回落

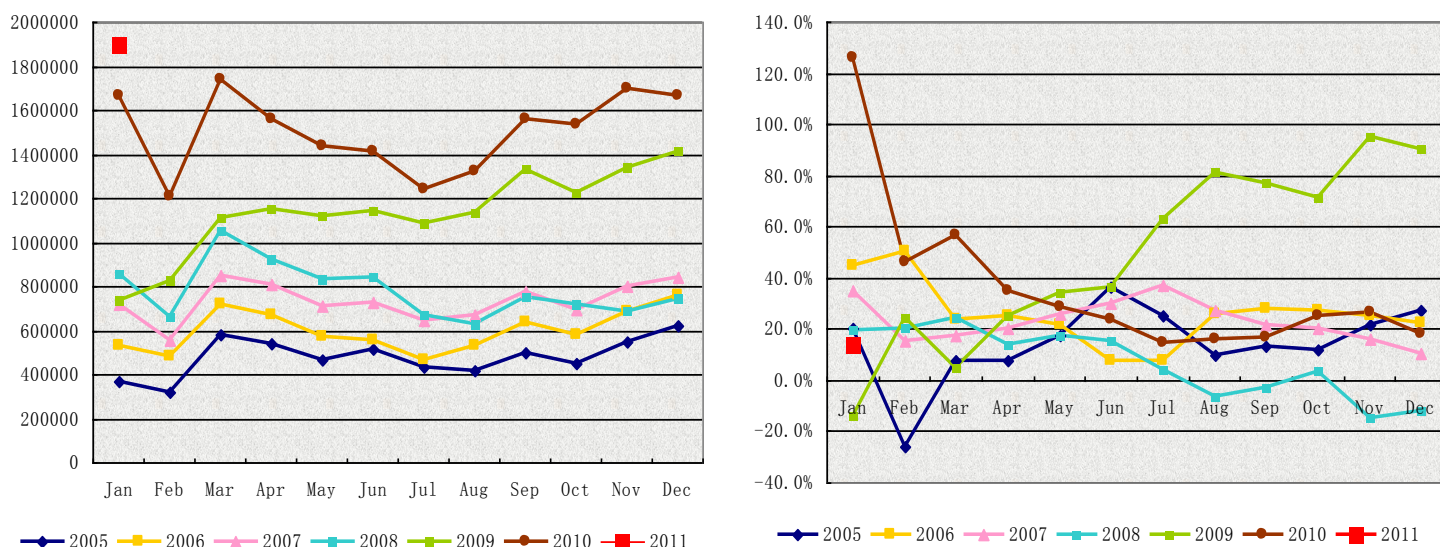
2011 年 1 月，我国汽车产销分别完成 179.79 万辆和 189.44 万辆，同比分别增长 11.33% 和 13.81%；环比生产下降 3.58%，销售增长 13.67%。1 月的数据证实了我们前期对行业的判断，虽然月销量创历史新高，但整体增速会大幅回落。数据显示，行业环比生产出现下降，原因在于去年年底各企业为节日进行了一定的生产储备，2010 年 12 月汽车总产量比总销量多了近 20 万辆，但我们认为这 20 万辆的产销差里有部分是因为整车厂商为了平滑销量，低报了 12 月的销量，被“雪藏”的销量将在 2011 年一季度逐月释放。由于 1 月汽车销售明显大于生产，因此，去年年末高高在上的库存预计将逐月消化，回归正常的库存区间。

图 1：2005 年以来我国汽车月度产销量和库存情况



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

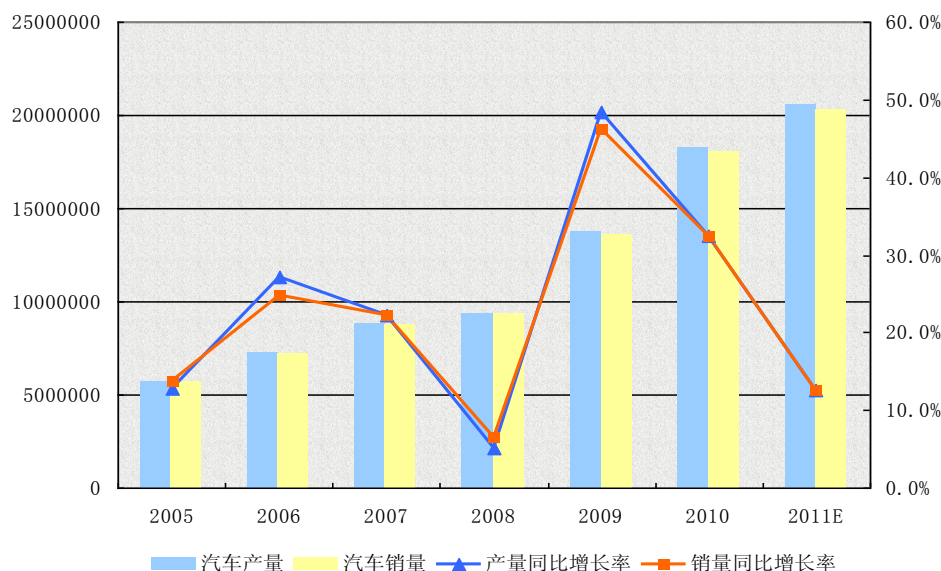
图 2：2005 年以来我国汽车月度销量及增速



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

尽管 1 月我国汽车单月销量超越 2010 年 3 月的记录再创历史新高，但 2 月全行业的销售情况不容乐观，首先 1 月的汽车销量中包含了去年赶政策末班车效应的部分销量；另一方面，2011 年 2 月存在春节长假因素，从 05 年以来的行业历史月销量数据看，春节所在月份（06 年和 09 年为 1 月，剩余年份为 2 月）的汽车销量均出现了环比负增长。3 月应该是 2011 年车市的关键时间节点，届时通过一季度总体的产销水平可以较有依据的评估行业全年的情况。总体看，购置税优惠等多项政策的退出，北京限购令的示范效应，以及用车成本的增加等都对车市有不利影响，目前我们维持行业增速在 12.5%左右的判断。

图 3：2005 年以来我国汽车产销量情况



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

二、乘用车增速高于商用车

尽管车市在经历了两年高速增长之后，新年第一个月产销增速理性回落，但乘用车产销增长情况明显好于商用车。乘用车产销分别完成 139.81 万辆和 152.90 万辆，同比分别增长 12.39% 和 16.17%，环比生产下降 3.26%，销售增长 16.84%；商用车产销分别完成 39.98 万辆和 36.54 万辆，同比分别增长 7.77% 和 4.89%，环比生产下降 4.68%，销售增长 2.07%。通过对 2005 年以来乘用车和商用车月度销量及增速的对比（见图 4、图 6），我们发现绝大多数年份乘用车在春节前后（一季度）的表现优于商用车，而二季度的情况恰恰相反，1 月车市体现的特征与过往走势相吻合，季节性明显。

从各细分车型销售完成情况看，乘用车中运动型多用途乘用车（SUV）产销均延续 2010 年的高增长，同比涨幅维持在 50% 左右，环比分别增长 11.01% 和 17.65%，在乘用车各车型中表现突出。SUV 的需求主要来自于家庭第二辆休闲用车的消费，以及汽车消费群体年轻化带来的对驾乘乐趣的追求。多功能乘用车（MPV）和基本型乘用车（轿车）的销量增速基本保持行业平均水平的下降，相对较为平稳。在乘用车中降幅最大的车型是交叉型乘用车，尽管销售实现了正增长，但生产环比、同比均出现了一定的下降，由于该类车型主要以微客为主，2009 年、2010 年在有关政策的促进下呈现了较快的发展，今年政策的退出对此类车型可能会造成较大影响。由于一季度为商用车的淡季，1 月的销售情况中各车型也表现的参差不齐，相对而言，客车销售情况好于货车，预计 2 月商用车市场也难以实现增长。

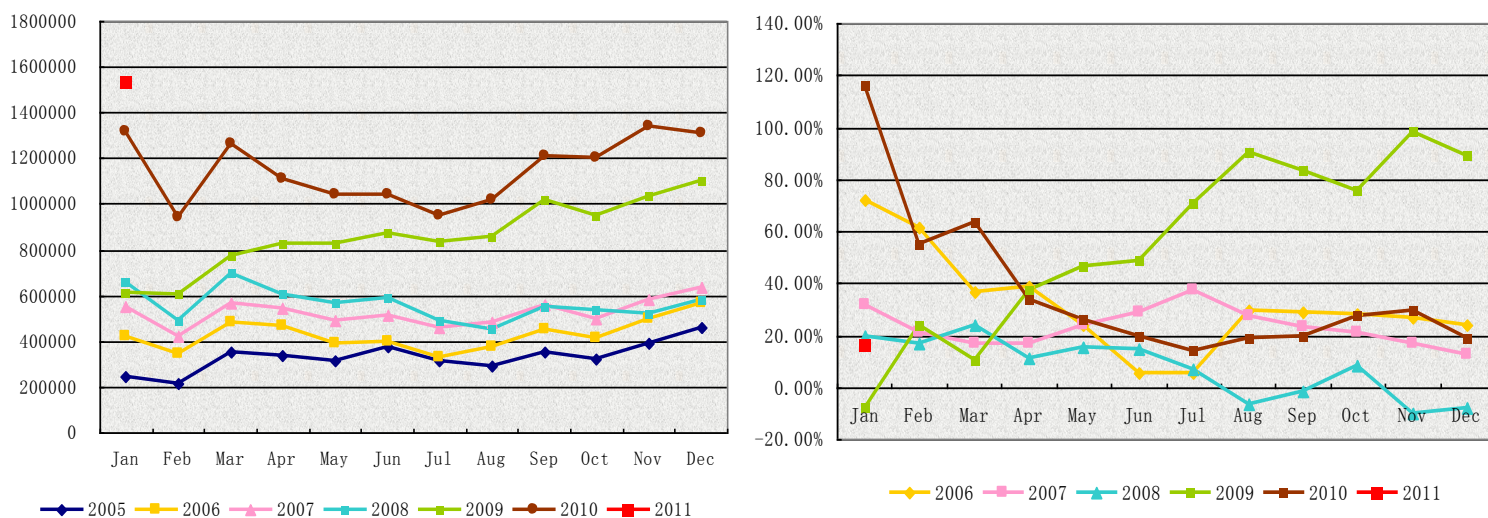
表 1：2011 年 1 月汽车分车型销量

	本月销量	去年同期 销量	上月销量	同比增长	环比增长	累计同比 增长
乘用车：	1528965	1316088	1308575	16.17%	16.84%	16.17%
基本型乘用车(轿车)	1070447	930254	920786	15.07%	16.25%	15.07%
多功能乘用车(MPV)	47163	39153	49091	20.46%	-3.93%	20.46%
运动型多功能乘用车(SUV)	148493	94457	126214	57.21%	17.65%	57.21%
交叉型乘用车	262862	252224	212484	4.22%	23.71%	4.22%
商用车：	365371	348326	358076	4.89%	2.07%	4.89%
大中型客车(含非完整车辆)	15418	13579	19515	13.54%	-20.99%	13.54%
轻型客车(含非完整车辆)	29385	25003	23024	17.53%	27.63%	17.53%

重卡(含非完整车辆)	85311	78469	75465	8.72%	13.05%	8.72%
中卡(含非完整车辆)	17566	19879	20307	-11.64%	-13.50%	-11.64%
轻卡(含非完整车辆)	167955	161656	163290	3.90%	-0.39%	3.90%
微卡(含非完整车辆)	49736	49740	56475	-0.01%	-2.76%	-0.01%
总计:	1894336	1664414	1666651	13.81%	13.67%	13.81%

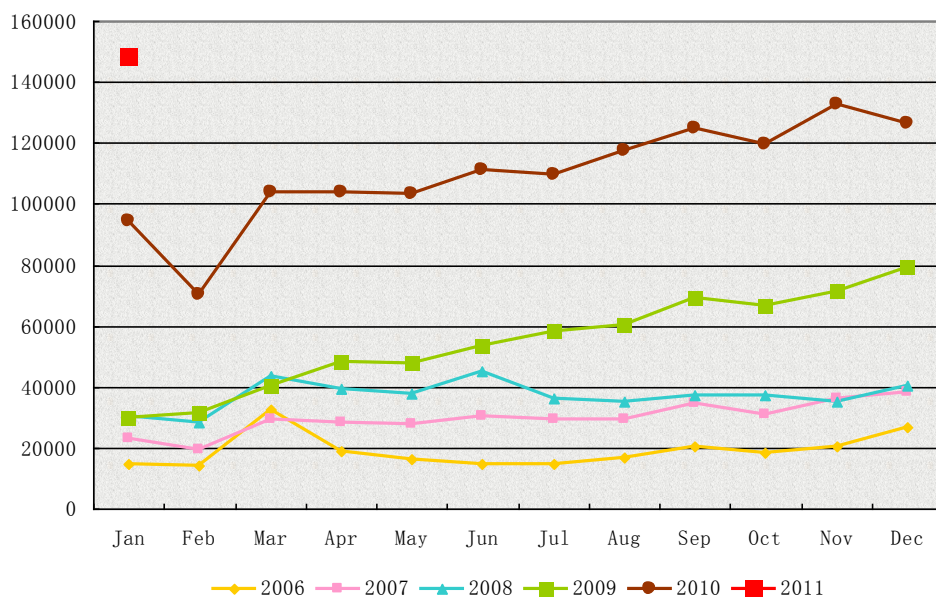
资料来源: CAAM 华泰证券研究所

图 4: 2005 年以来我国乘用车月度销量及增速



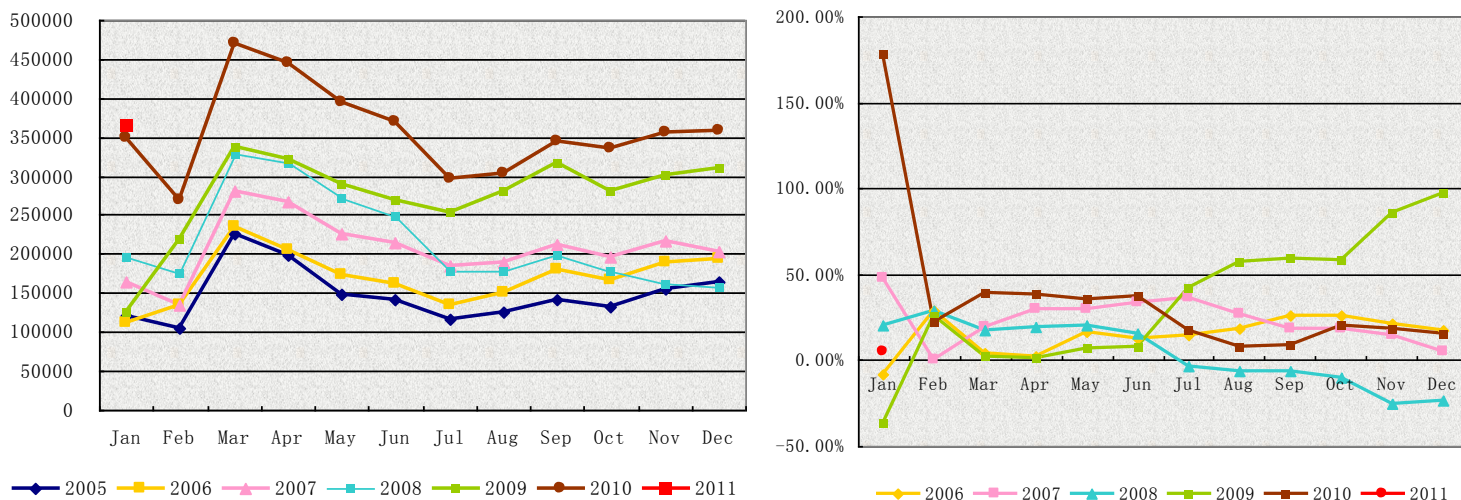
资料来源: CAAM 华泰证券研究所

图 5: 2006 年以来我国 SUV 月度销量情况



资料来源: CAAM 华泰证券研究所

图 6: 2005 年以来我国商用车月度销量及增速

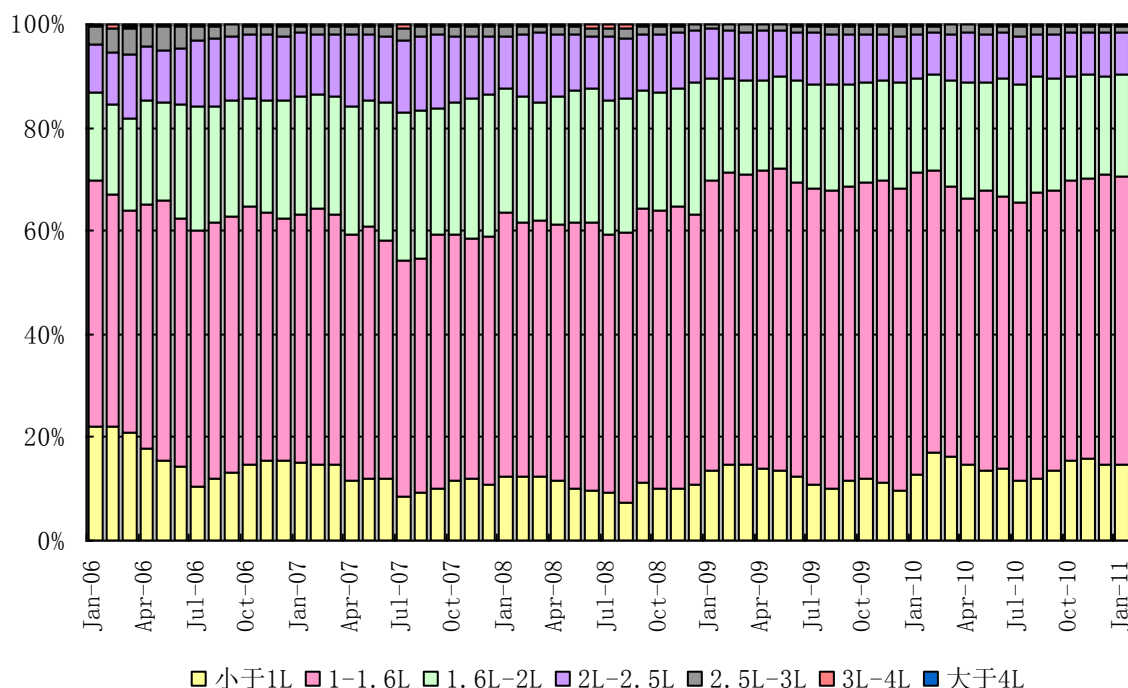


资料来源: CAAM 华泰证券研究所

三、乘用车消费结构上移

1月1.6L及以下排量乘用车销售107.91万辆,同比增长14.67%,环比增长16.50%,分别比乘用车销售增速低1.5和0.34个百分点。1.6-2.0L排量的乘用车销售30.18万辆,同比增长25.69%,环比增长21.49%,明显高于1.6L及以下排量的车型。乘用车消费结构上移。2006年以来乘用车月销售分排量分布情况显示,2009年推出的1.6L及以下小排量汽车购置税减半优惠政策明显推动了小排量汽车销量的市场份额,进入2010年以后优惠幅度减半,1.6L及以下小排量乘用车销量占乘用车总销量的份额呈逐月减少的趋势,而下半年出于对政策退出的忧虑,小排量车的销量占比再次抬头。2011年1月,购置税优惠等政策取消,1.6-2L的乘用车销售占比有所提升,由于新车船税法草案初步拟定2.0L以下乘用车车主的名义税负不会增加,因此我们认为这一趋势具有持续性。另一方面,奔驰和宝马等“豪车”的热销和全国海关统计的汽车进口数据也都佐证了乘用车消费结构上移的判断。奔驰1月在华销售1.5万辆,同比增长90%,宝马1月在华销售2.03万辆,同比增长70%。2010年汽车整车进口81.36万辆,同比增长93.33%,整车进口金额为306.40亿美元,同比增长99.73%。

图 7：2006 年以来乘用车月销售分排量分布情况



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

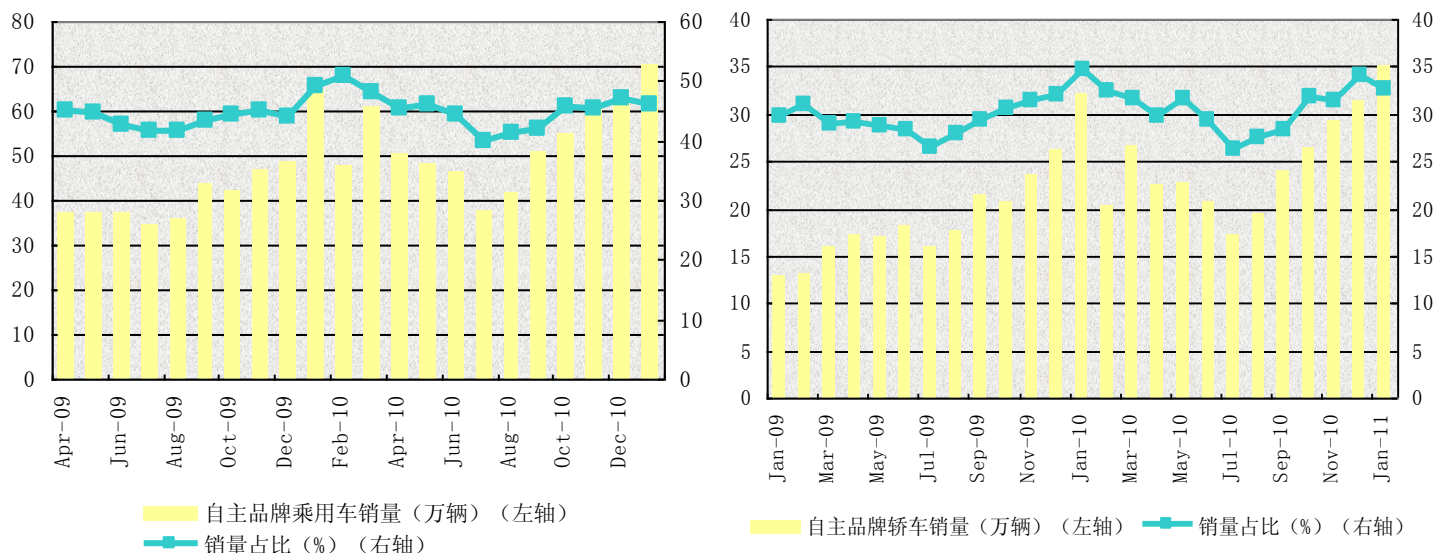
四、自主品牌市场份额稳中略降

2009 年以来，自主品牌乘用车的销量走势与 1.6L 及以下小排量乘用车的销量走势较为一致，2009 年和 2010 年不仅是中国汽车工业飞速发展的两年，同时也是中国自主品牌汽车高歌猛进的两年。2011 年 1 月我国共实现自主品牌乘用车销售 70.34 万辆，创历史新高，占乘用车销售总量的 46.01%，销售占比数据环比和同比均稳中略降。日系、德系、美系、韩系和法系分别销售 27.31 万辆、22.88 万辆、17.06 万辆、11.12 万辆和 4.19 万辆，分别占乘用车销售总量的 17.86%、14.96%、11.16%、7.27%和 2.74%，与上月相比，德系和美系占有率有所增长。

1 月自主品牌轿车共销售 34.99 万辆，占轿车销售总量的 32.69%，分别比上月和上年同期下降 1.43 和 2.03 个百分点。日系、德系、美系、韩系和法系轿车分别销售 22.18 万辆、20.83 万辆、16.38 万辆、8.47 万辆和 4.19 万辆，占轿车销售总量的 20.72%、19.46%、15.30%、7.91%和 3.92%，与上月相比，德系和美系市场表现较好。相比自主品牌轿车而言，我们更加担忧自主品牌微客的前景，因为微客的消费群体对价格的敏感度较高，其需求情况与优惠政策息息相关，政策退出后自主品牌轿车尚可通过一定幅度的降价促进销量

而微客的毛利率已经不高，降价空间十分有限。

图 8：自主品牌乘用车、自主品牌轿车月销量及销售占比



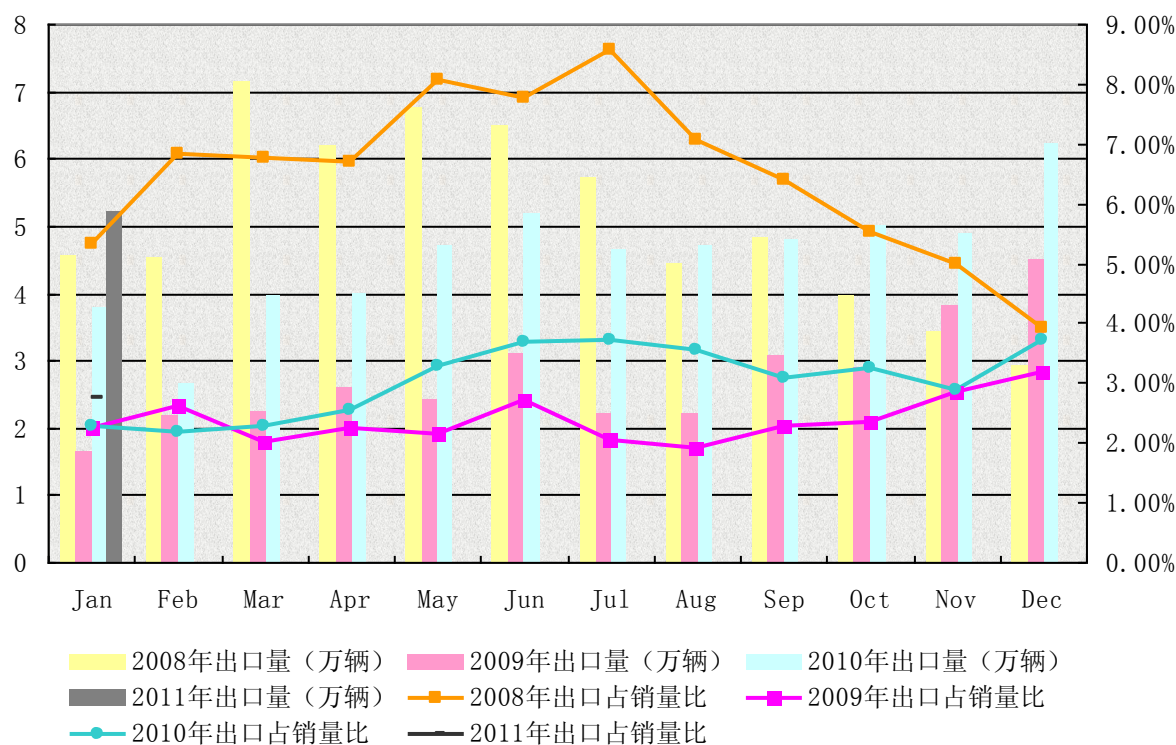
资料来源：CAAM 华泰证券研究所

五、汽车出口量持续增长

2009-2010 年，中国汽车出口量呈逐月攀升的趋势，渐渐走出金融危机的阴霾，到 2010 年下半年，汽车出口量基本复苏至危机前的水平，但两年间汽车出口占销量比仍维持在 2008 年的低点位置，主要原因在于汽车出口增速跟不上销量的快速增长。根据全国海关统计数据，2010 年我国汽车整车出口 56.62 万辆，同比增长 53.17%，整车出口金额 69.86 亿美元，同比增长 34.68%。

2011 年 1 月，中国汽车整车企业出口量超越 5 万辆大关，实现出口 5.19 万辆，同比增长 37.71%，环比下降 16.36%。其中乘用车和商用车分别出口 2.72 万辆和 2.47 万辆，同比分别增长 37.35%和 38.09%，环比分别下降 19.74%和 12.29%。1 月汽车整车出口量出现环比负增长符合历史走势规律，年初受春节因素影响，出口量较上年年末有一定程度的下降。

图 9：2008 年以来中国汽车出口量及出口占销量比

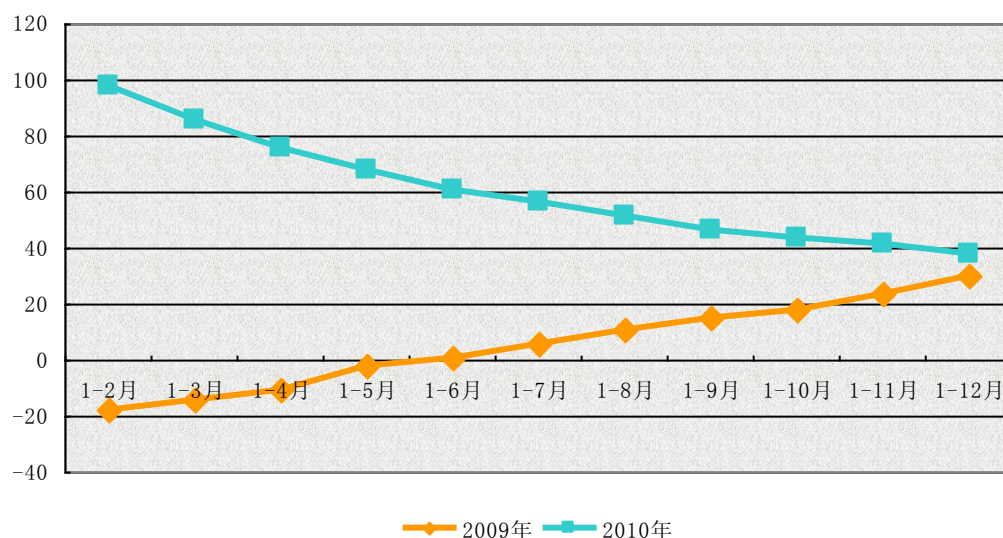


资料来源：CAAM 华泰证券研究所

六、2010 年行业利润高增长，增幅回落明显

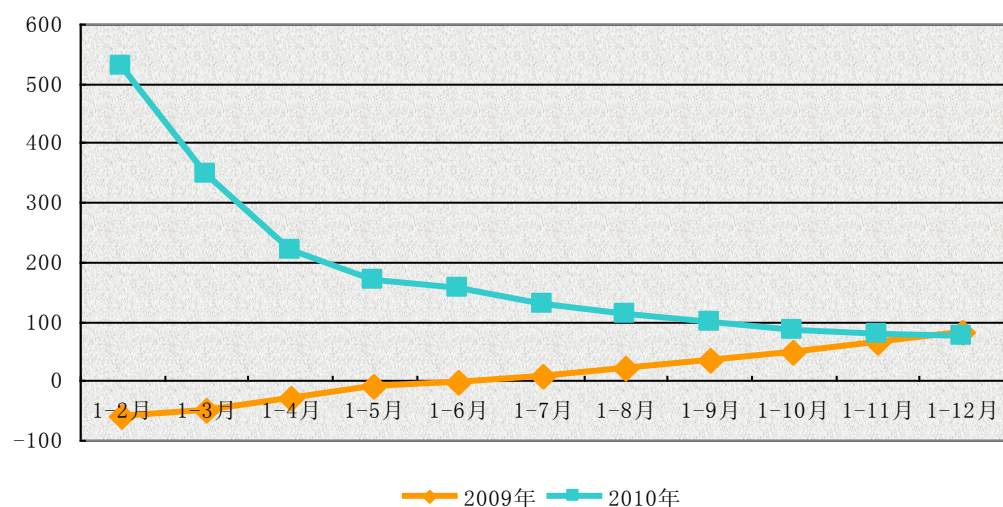
2010 年，汽车工业重点企业（集团）累计实现营业收入 20993.95 亿元，同比增长 37.87%，增幅同比提高 8.11 个百分点，从行业内 17 家重点企业的经营情况来看，实现的营业收入均高于上年。汽车工业重点企业（集团）累计实现利润总额 1987.83 亿元，同比增长 74.14%，增幅同比回落 8.05 个百分点。从图 11 看到，2010 年各月行业利润增速虽较快，但受上年同期基数不断抬高的影响，增幅回落比较明显。行业内 17 家重点企业（集团）中，16 家企业实现利润总额超过上年。

图 10: 2010 年汽车工业重点企业（集团）营业收入增长率（%）



资料来源: CAAM 华泰证券研究所

图 11: 2010 年汽车工业重点企业（集团）利润总额增长率（%）



资料来源: CAAM 华泰证券研究所

12 月份单月 17 家汽车重点企业（集团）实现营业收入 1870 亿元，同比增长 17.9%；实现利润总额 104 亿元，同比降低 3.7%。由于存在厂家平滑销量的可能性，因此 12 月及四季度行业销量和利润均低于我们此前预期。我们预计 2011 年 1-2 月行业利润总额同比仍将保持增长。

表 2: 2010 年 17 家重点企业（集团）经济指标累计值

	1-9 月	同比增长	1-10 月	同比增长	1-11 月	同比增长	1-12 月	同比增长
--	-------	------	--------	------	--------	------	--------	------

行业销量（万辆）	1314	36.00%	1468	34.80%	1640	33.70%	1806	32.37%
营业收入（亿元）	15496	47.90%	17218	45.10%	19124	42.80%	20994	37.87%
营业成本（亿元）	12753	45.30%	14159	42.40%	15766	40.90%	17329	36.27%
利润总额（亿元）	1574	99.80%	1732	87.00%	1884	76.90%	1988	74.14%
毛利率	17.70%		17.80%		17.60%		17.46%	

资料来源：CAAM 华泰证券研究所

表 3：2010 年 17 家重点企业（集团）经济指标单月值

	9 月	同比增长	10 月	同比增长	11 月	同比增长	12 月	同比增长
行业销量（万辆）	156	17.10%	154	25.10%	172	25.00%	167	17.90%
营业收入（亿元）	1845	20.50%	1722	23.90%	1906	24.80%	1870	7.72%
营业成本（亿元）	1525	21.90%	1406	21.20%	1608	28.60%	1563	7.28%
利润总额（亿元）	177	39.90%	158	13.90%	152	9.50%	104	-3.70%
毛利率	17.40%		18.40%		15.70%		16.42%	

资料来源：CAAM 华泰证券研究所

七、维持行业“增持”评级

前期 A 股市场演绎了一波汽车股的估值修复行情，目前，主板整车和零部件龙头企业 2011 年动态 PE 仍然较低，仅 12 倍左右。3 月政策退出后的行业前景将逐渐明朗，好于预期可能性很大。鉴于此，我们仍然维持行业的“增持”评级，重点推荐上海汽车、一汽轿车、悦达投资、福耀玻璃、华域汽车和金龙客车。

表 4：整车企业发布的月度销量数据整理

企业	产品/分部	1 月销量	同比	环比	1-1 月销量	同比
上海汽车	上海大众	113,000	65.7%	20.9%	113,000	65.7%
	上海通用	132,783	47.2%	48.3%	132,783	47.2%
	乘用车分公司	20,127	34.1%	43.1%	20,127	34.1%
	上汽通用五菱	133,250	10.7%	58.1%	133,250	10.7%
	上海汇众	202	-53.0%	-67.3%	202	-53.0%
	申沃	85	-38.4%	-77.0%	85	-38.4%
	上汽依维柯红岩	3,197	53.1%	174.0%	3,197	53.1%
	南汽依维柯	13,090	18.9%	113.4%	13,090	18.9%
	汽车合计	415,734	35.2%	43.6%	415,734	35.2%
一汽轿车	轿车	26,587	12.8%	-10.5%	26,587	12.8%
东风悦达起亚	轿车	28,520	3.7%	22.6%	28,520	3.7%
	SUV、MPV	10,338	58.4%	23.0%	10,338	58.4%
	合计	38,858	13.7%	22.7%	38,858	13.7%
长安汽车	重庆长安（本部）	64,551	-11.4%	19.5%	64,551	-11.4%
	河北长安	24,897	-7.7%	29.1%	24,897	-7.7%
	南京长安	23,450	15.4%	56.9%	23,450	15.4%

	长安福特马自达	41,732	-0.2%	-2.8%	41,732	-0.2%
	重庆长安铃木	22,139	10.1%	37.3%	22,139	10.1%
	江铃控股有限公司	22,845	40.2%	47.3%	22,845	40.2%
	合计	199,614	0.6%	22.6%	199,614	0.6%
一汽 夏利	夏利系列	29,267	32.5%	55.1%	29,267	32.5%
	威系列	8,193	-12.1%	61.4%	8,193	-12.1%
	合计	37,460	19.3%	56.4%	37,460	19.3%
东风 汽车	轻型车	17,408	36.6%	7.6%	17,408	36.6%
	SUV、MPV 和皮卡	9,407	29.0%	-23.7%	9,407	29.0%
	汽车总计	26,815	33.9%	-5.9%	26,815	33.9%
	发动机总计	23,201	30.0%	32.0%	23,201	30.0%
江淮 汽车	轿车	19,143	25.7%	79.0%	19,143	25.7%
	MPV	8,666	14.8%	197.0%	8,666	14.8%
	SRV	2,260	11.8%	89.1%	2,260	11.8%
	轻卡	20,244	10.1%	87.4%	20,244	10.1%
	中重卡	2,934	79.9%	95.2%	2,934	79.9%
	底盘	2,866	68.6%	53.0%	2,866	68.6%
	合计	56,113	20.7%	93.6%	56,113	20.7%
	发动机	29,603	109.7%	162.9%	29,603	109.7%
中国 重汽	重卡	7,892	73.8%	-5.0%	7,892	73.8%
江铃 汽车	福特品牌商用车	6,071	51.2%	35.5%	6,071	51.2%
	JMC 品牌卡车	8,002	39.5%	69.8%	8,002	39.5%
	JMC 品牌皮卡及 SUV	6,893	31.1%	20.6%	6,893	31.1%
	合计	20,966	39.7%	40.6%	20,966	39.7%
宇通 客车	大型客车	2,306	49.9%	-10.2%	2,306	49.9%
	中型客车	2,058	13.7%	-23.7%	2,058	13.7%
	轻型客车	298	-8.3%	-17.2%	298	-8.3%
	客车合计	4,662	26.9%	-17.1%	4,662	26.9%
东安 动力	本部发动机	28,694	-38.4%	-25.3%	28,694	-38.4%
	哈尔滨东安发动机	30,313	-53.1%	201.5%	30,313	-53.1%

数据来源：公司公告、CAAM

华泰证券行业投资价值等级评判标准

一报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

一投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。