

汽车行业 2011 年 2 季度报告

评级：增持 维持评级

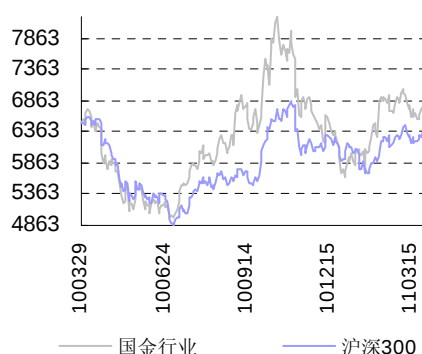
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

整车市场软着陆，零部件出口高增长

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	43.89
市场优化平均市盈率	29.70
国金轿车指数	6774.84
沪深 300 指数	3264.93
上证指数	2948.48
深证成指	12845.53
中小板指数	7457.37



投资建议

- **估值修复行情仍可关注。**汽车板块行情具有突出的波段性特征，尽管 2011 年汽车销量和业绩增速都将面临大幅下滑，但市场对此已有充分预期，一旦行业基本面出现好于预期的变化，估值修复行情或将就此展开。我们预测二季度汽车销量增速将回升，这或许将成为汽车板块阶段性行情的有力触发因素。
- **重点把握受益出口增长和排放升级主线的零部件企业。**整车市场软着陆背景下，零部件板块机会将更多，值得重点把握的公司主要为两类：一是出口比例较高，出口业务有望快速增长的零部件企业；二是具有相应的产品或技术，有望受益 2012 年重型柴油车开始实行国四排放标准的相关企业。
- **推荐组合：**从估值修复和业绩可能超预期角度，重点推荐：江淮汽车（600418）、江铃汽车（000550）；从受益出口业务快速增长角度重点推荐：万丰奥威（002085）、中鼎股份（000887）；从受益排放升级角度重点推荐：威孚高科（000581）、银轮股份（002126）。

行业观点

- **预测一季度汽车总销量增长 11%，二季度增速将回升至 14%，上半年汽车总销量增长 12%，调整全年汽车销量预测至 2022 万辆左右，增长 12%。**
- **SUV 高增长可持续，微车可能持续低迷，重卡市场没想象中那么坏。**受 2010 年迥然不同的销量走势影响，上半年乘用车增速将高于商用车。所有细分车型中，SUV 增速将继续领先，微车受累于政策退出增速可能继续垫底，大中客将保持稳定增长，重卡市场也没想象中那么坏，预计下半年增速将回升且全年仍可实现 10% 左右增长。
- **上半年行业整体利润增速将与销量增速基本一致。**由于行业产能利用率将仅比 2010 年略有下滑且库存水平、价格走势等指标都仍处于合理范围，预计行业整体盈利仍将维持较高水平，利润增速也将与销量增速基本一致。
- **零部件出口快速增长具有高确定性。**零部件出口是我国汽车类产品出口的主力且已恢复快速增长，当前全球经济的确定复苏以及国际产业转移也将继续推动汽车零部件出口的快速增长。

风险提示

- 国内通胀形势失控，汽车销量增速超预期大幅下滑。
- 全球经济复苏受挫，零部件出口增长低于预期。

吴文钊 分析师 SAC 执业编号：s0630511010003
 (8621)61038231
 wuwz@gjzq.com.cn

图表1：汽车行业重点公司最新估值与投资评级

简称	最新股价	EPS				PE			投资评级
		2009A	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
上海汽车	18.45	0.71	1.44	1.75	2.11	12.86	10.53	8.74	买入
一汽轿车	17.61	1.00	1.45	1.62	1.84	12.11	10.90	9.59	买入
长安汽车	9.76	0.40	0.89	1.01	1.21	10.98	9.64	8.08	持有
福田汽车	25.20	0.99	1.74	2.16	2.68	14.48	11.64	9.39	买入
江淮汽车	14.53	0.26	0.89	1.36	1.65	16.27	10.66	8.83	买入
江铃汽车	34.72	1.22	1.99	2.46	2.95	17.47	14.13	11.78	买入
中国重汽	28.24	1.02	1.60	1.93	2.44	17.25	14.40	11.39	持有
潍柴动力	57.25	2.05	3.94	4.69	5.62	14.53	12.20	10.19	买入
星马汽车	25.75	0.44	1.71	1.95	2.47	15.03	13.20	10.40	买入
宇通客车	25.90	1.08	1.70	2.08	2.47	15.20	12.48	10.50	买入
曙光股份	21.66	0.55	0.84	1.14	1.51	25.68	18.94	14.35	持有
整车企业平均值						15.36	12.34	10.15	
华域汽车	12.81	0.69	0.96	1.20	1.44	13.37	10.63	8.87	买入
一汽富维	35.48	1.68	2.71	3.35	4.13	13.08	10.60	8.60	买入
福耀玻璃	12.84	0.56	0.95	1.16	1.42	13.57	11.06	9.01	买入
威孚高科	43.4	0.79	2.36	2.8	3.78	18.39	15.07	11.48	买入
东风科技	15.04	0.10	0.55	0.76	0.95	27.55	19.88	15.89	持有
中鼎股份	24.53	0.48	0.79	1.04	1.36	31.22	23.51	18.03	买入
宁波华翔	14.31	0.63	0.74	0.96	1.27	19.36	14.87	11.25	持有
松芝股份	29.86	0.63	1.11	1.40	1.74	26.85	21.29	17.15	持有
远东传动	31.70	0.70	1.01	1.37	1.73	31.52	23.21	18.32	持有
银轮股份	32.61	0.54	1.31	1.64	2.35	24.89	19.88	13.88	买入
万丰奥威	15.54	0.24	0.47	0.66	0.87	33.06	23.55	17.86	买入
零部件企业平均值						21.98	17.00	13.25	

来源：国金证券研究所

内容目录

二季度销量增速将有所回升	5
预测一季度汽车销量增长约 11%	5
二季度销量增速将有所回升	6
细分车型梳理：SUV 增速将继续领先，微车增速将继续垫底	7
行业整体盈利能力仍将维持较高水平	11
产能利用率将略有下滑，但仍处高位	11
库存水平有所走高，但仍处于合理范围	12
价格体系基本稳定	12
原材料涨价将挤压行业利润空间，但程度将有限	13
预测行业上半年行业整体业绩增长在 10-15% 左右	14
看好零部件出口继续快速增长	15

零部件出口是我国汽车类产品出口的主力	15
零部件出口已恢复快速增长	16
全球经济复苏和汽车产业转移将带动零部件出口继续快速增长	17
投资策略	19
估值修复行情仍应关注	19
重点把握受益出口增长和排放升级主线的零部件企业	19
重点公司简介	20
江淮汽车：仍然低估	20
江铃汽车：业绩最有可能超预期	20
万丰奥威：出口比例最高+拟注入资产增厚业绩	20
中鼎股份：出口快速增长+橡胶原材料价格下跌	20
威孚高科：国四升级的最大受益者	21
银轮股份：出口快速增长+受益排放升级	21

图表目录

图表 1：汽车行业重点公司最新估值与投资评级	2
图表 2：2011 年 2 月份汽车销量情况	5
图表 3：近 5 年来仅有金融危机时期出现过汽车销量同比负增长	6
图表 4：汽车销量增速与 GDP 增速走势高度一致	6
图表 5：油价对汽车销量增速的影响不显著	7
图表 6：2011 年汽车季度销量及增速预测	7
图表 7：SUV 增速往往大幅超越乘用车整体水平	8
图表 8：SUV 占乘用车比例逐步提高	8
图表 9：2011 年固定资产投资增速与将 2010 年持平	9
图表 10：2011 年房地产开发投资增速将有所下降	9
图表 11：公路货运量继续稳步增长	9
图表 12：沿海港口集装箱吞吐量保持增长势头	9
图表 13：一、二季度汽车分类型销量与增速预测	10
图表 14：近年乘用车月度销量情况	10
图表 15：近年商用车月度销量情况	10
图表 16：近年轿车月度销量情况	10
图表 17：近年 SUV 月度销量情况	10
图表 18：近年 MPV 月度销量情况	11
图表 19：近年微车（微客与微卡）月度销量情况	11
图表 20：近年重卡月度销量情况	11
图表 21：近年大中客月度销量情况	11
图表 22：整车板块销量净利率与产能利用率高度一致	12

图表 23: 预测 2011 年产能利用率比 2010 年略有下降	12
图表 24: 行业库存水平有所提高但仍处于合理范围	12
图表 25: 汽车价格指数走势保持稳定	13
图表 26: 近期 PPI 指数一路走高	13
图表 27: 近期钢价指数持续攀升	13
图表 28: 钢价上涨对各类车型毛利率影响分析	14
图表 29: 整车板块季度营业收入变化 (亿元)	15
图表 30: 整车板块季度净利润变化 (亿元)	15
图表 31: 整车板块整体毛利率变化	15
图表 32: 整车板块整体净利率变化	15
图表 33: 近年整车出口数量及增速	16
图表 34: 2010 年整车出口分企业构成情况	16
图表 35: 零部件出口额已恢复快速增长	16
图表 36: 近年零部件出口额及增速	17
图表 37: 2010 年零部件出口分类构成情况	17
图表 38: OECD 领先指标显示全球经济已恢复增长	17
图表 39: 美国、欧洲 GDP 已恢复增长	18
图表 40: 日本、韩国 GDP 已恢复增长	18
图表 41: 美国、欧洲 PMI 快速上升	18
图表 42: 日本、韩国 PMI 已恢复扩张态势	18
图表 43: 美国汽车销量正快速增长	18
图表 44: 欧洲重型商用车销量正快速增长	18
图表 45: 汽车板块整体估值变化情况 (TTM)	19

二季度销量增速将有所回升

预测一季度汽车销量增长约 11%

- 在经历了连续两年的高速增长之后，汽车销量增速的下降已经如期而至。2011 年 1-2 月，汽车行业总销量为 316.13 万辆，同比增长 9.93%。其中乘用车销量为 249.62 万辆，同比增长 10.5%，商用车为 66.51 万辆，同比增长 7.8%。

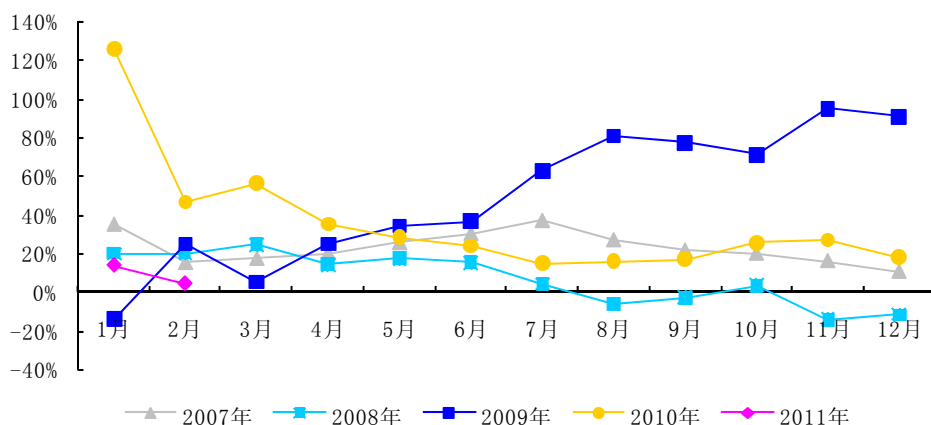
图表2：2011 年 2 月份汽车销量情况

	2 月销量	同比增长	本年累计	累计同比
汽车合计	126.70	4.6%	316.13	9.93%
乘用车合计	96.72	2.6%	249.62	10.5%
轿车	63.37	1.7%	170.41	9.7%
MPV	2.94	16.5%	7.65	18.9%
SUV	10.52	49.6%	25.37	54.1%
交叉车型	19.90	-11.3%	46.19	-3.1
商用车合计	29.98	11.6%	66.51	7.8%
重型卡车	7.53	5.7%	16.06	7.4%
中型卡车	2.09	18.7%	3.98	5.7%
轻型卡车	13.97	17.6%	30.76	11.2%
微型卡车	4.02	1.7%	8.99	-3.1%
大型客车	0.23	-29.9%	0.99	9.9%
中型客车	0.24	-29.3%	1.05	-6.8%
轻型客车	1.90	29.0%	4.83	21.6%

来源：国金证券研究所

- 我们预测 3 月份汽车销量将为 196 万辆左右，同比增长约 12%；由此，一季度销量将为 512 万辆左右，同比增长约 11%。
 - 2 月份汽车销量增速仅为 4.6%，再继续下降则将面临负增长，而这一情况在近 10 年来仅在 08 年下半年至 09 年初出现过，当前的国内外经济形势显然不能跟金融危机肆虐时同日而语，由此我们认为 3 月份销量增速必然回升。
 - 从当前了解到的情况来看，3 月份汽车销售形势确实较为乐观，按乘联会统计，3 月份前两周乘用车销量整体增速约为 14%。

图表3：近5年来仅有金融危机时期出现过汽车销量同比负增长

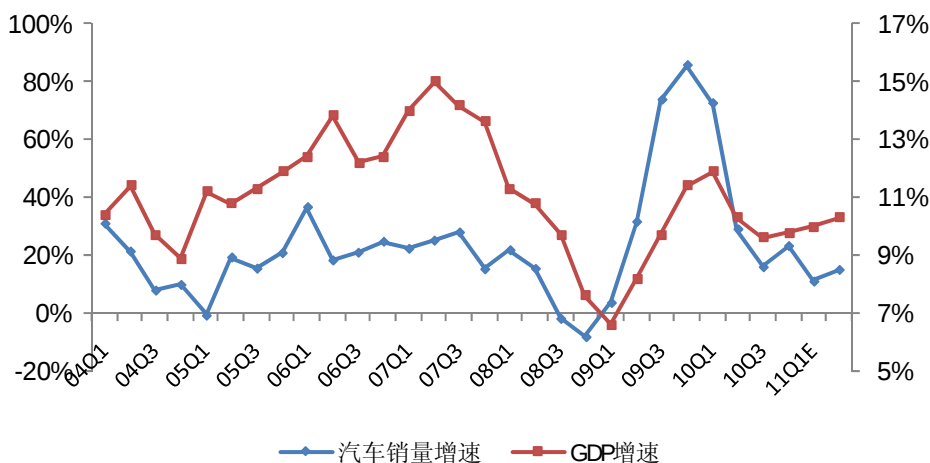


来源：国金证券研究所

二季度销量增速将有所回升

- **GDP 增速走高将带动汽车销量增速回升。**作为典型的周期性行业，汽车行业的景气程度与宏观经济密切相关。从下图中可以发现，**季度汽车销量增速与 GDP 增速走势高度一致（仅单一季度偶尔有背离）。**根据国金宏观团队的预测，二季度、三季度我国 GDP 增速将逐季走高。由此我们预测，汽车销量增速在一季度由于政策退出等影响回落之后也必然回归与 GDP 增速走势的一致性，二季度销量增速将高于一季度。
- 需要说明的是，**二季度增速的回升幅度将是较为有限的。**一方面，根据国金宏观团队预测，GDP 增速的走高将是较为温和的，由此汽车销量增速也不可能大幅上升；其次，在经历了 09-10 年连续两年的高速增长之后，增速大幅回落是必然趋势也是行业周期性规律，今年汽车行业增速不可能回到 20% 以上。

图表4：汽车销量增速与 GDP 增速走势高度一致



来源：CAAM，国金证券研究所

- **油价对汽车消费需求的影响并不显著。**有别于一般认识，我们发现油价对汽车需求的影响并不显著。事实上，近几年来国内油价“涨多跌少”，基本上一直处于震荡攀升的态势，而汽车销量增速的波动要远高于油价的波

动，在很多时候，油价攀升的同时汽车销量增速也一起走高，油价下降时汽车销量增速也可能同步下降。

- 我们认为，造成油价对汽车需求影响不显著的主要原因在于消费者对燃油支出并不敏感。以普通家用轿车为例，按平均每月行驶 1500 公里，百公里油耗 8 升，当前汽油价格 7.1 元/升计算，每月燃油费支出为 852 元，这一数目对于有车一族以及已具备购车能力的消费者而言并不会构成多大压力。而对于商用车用户而言，他们通常也都可以通过提价转嫁燃油成本的上升。

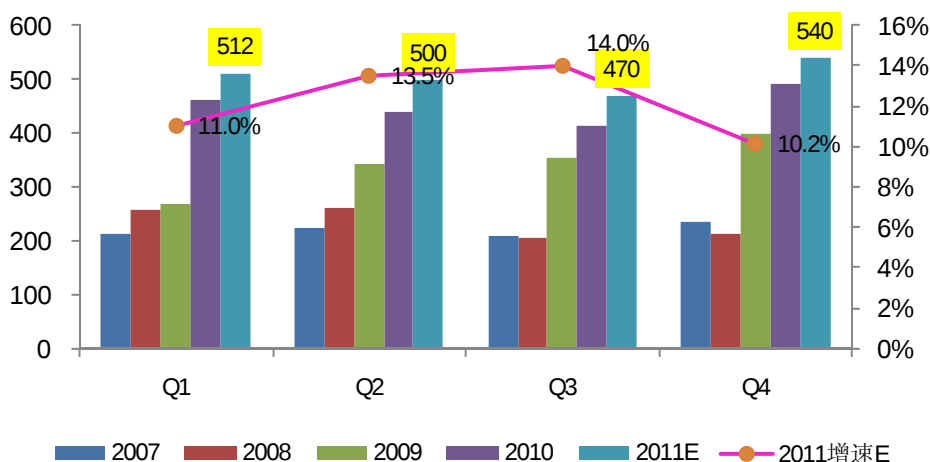
图表5：油价对汽车销量增速的影响不显著



来源：国金证券研究所

- **综合判断，预测二季度汽车销量增速约为 14%，上半年约 12%。**结合我们一季度销量预测以及行业季节性规律，我们预测二季度汽车销量将为 500 万辆左右，低于一季度的 511 万辆，但增速将由一季度的 11% 提升至 15%。
- **调整全年销量预测至 2022 万辆，增长 12%。**根据行业季节性规律，我们预测三季度销量约为 470 万辆，四季度约为 540 万辆，全年合计 2022 万辆。从增速趋势看，全年增速将呈“中间高，两头低”格局，全年销量增长 12%。

图表6：2011 年汽车季度销量及增速预测

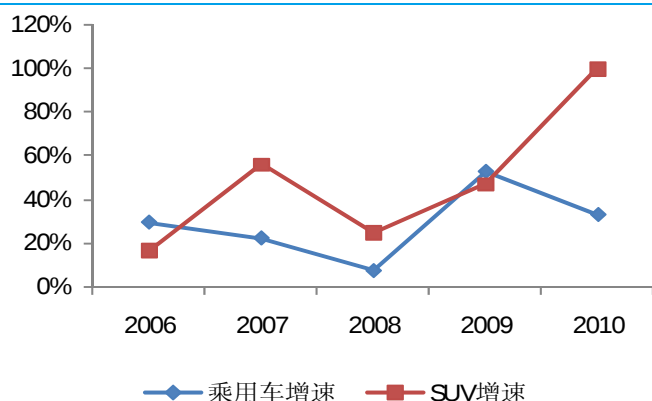


来源：CAAM，国金证券研究所

细分车型梳理：SUV 增速将继续领先，微车增速将继续垫底

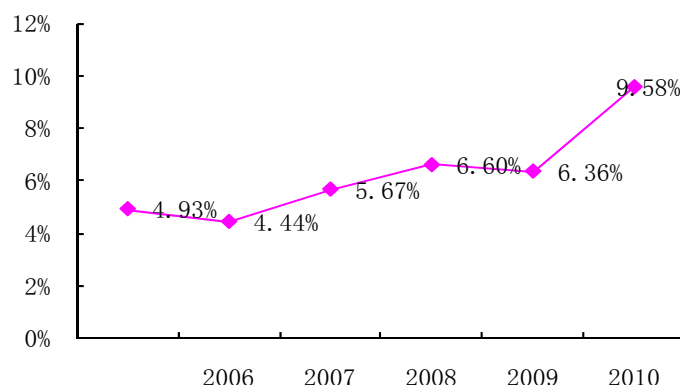
- **上半年乘用车增速将高于商用车。**2010 年乘用车市场走势为前低后高，上半年销量为 672 万辆，下半年则为 702 万辆，而商用车市场走势正好相反是前高后低走势，上半年销量为 230 万辆，下半年则为 199 万辆。受此，影响我们认为今年上半年乘用车增速将高于商用车。预测上半年乘用车增速约为 13%，而商用车约为 9%。
- **SUV 增速将继续领跑。**06 年以来，SUV 始终保持了高速增长，且增速往往大幅超越乘用车整体水平。我们认为这正是 SUV 产品自身优势的体现，其兼具良好运动性与舒适性且富于个性化的特征正赢得越来越多消费者的青睐。另一方面，SUV 在我国仍属于小众车型，占乘用车比例不足 10%，其销量基数还较低，由此我们认为 SUV 车型的高速增长势头仍可延续，预测上半年 SUV 增速将达 42% 左右，继续领跑汽车行业。

图表7：SUV 增速往往大幅超越乘用车整体水平



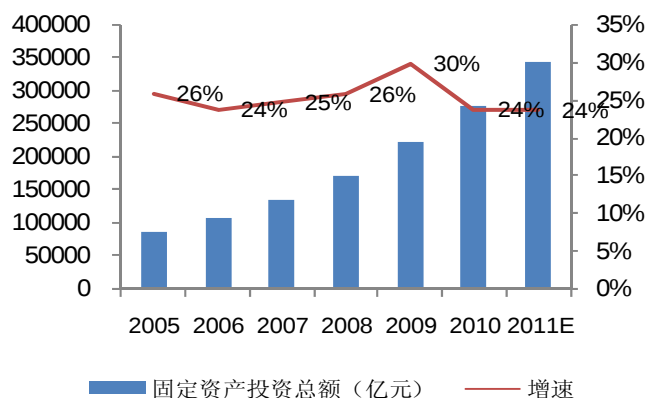
来源：CAAM，国金证券研究所

图表8：SUV 占乘用车比例逐步提高



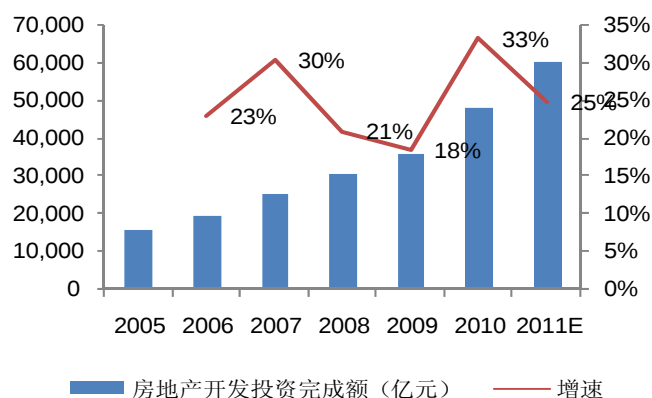
- **政策退出影响大，微车低迷将继续。**微车市场的低迷已在普遍预期之内，由于价格较低且可同时享受购置税减征和汽车下乡补贴，这一车型成为了 09-10 年间政策扶持汽车消费的最大受益者。政策退出后，短期内其需求大受影响也自然不足为奇，预测微客上半年销量将为 137 万辆左右，增速仅约 3%。
- **大中客将稳定增长。**大中客市场增速一直较为平稳，其国内需求增长已不具备高速增长的条件，出口市场则值得期待。预测上半年大中客销量将为 12% 左右，与行业整体增速持平。
- **重卡市场没有想象的那么坏。**市场普遍对上半年重卡销量较为悲观，对重卡销量可能转为负增长的担心也一直存在。我们认为，尽管由于基数原因上半年重卡增速将较低，但负增长的可能性微乎其微，且下半年重卡增速将明显回升，从全年看重卡仍将实现 10% 以上的较快增长。
 - 工程类重卡需求主要与固定资产投资相关。根据国金宏观团队的预测，2011 年我国固定资产投资增速将为 23.9%，与 2010 年基本持平，由此可见工程类重卡需求增长仍具备坚实的基础。
 - 物流类重卡主要用于公路货物运输，且其中相当一部分用于集装箱运输。而当前我国公路货物运输量以及沿海港口集装箱吞吐量也都保持增长势头，物流类重卡的需求也将继续增长。
 - 我们认为，今年 1-2 月重卡增速的低迷主要是去年同期基数较高所致，2010 年重卡市场是突出的“前高后低”走势，而今年行业季节性波动将相对平缓，因此增速也将呈“前低后高”走势，这一判断同我们近期一些草根调研了解的信息也是一致的。

图表9：2011年固定资产投资增速与将2010年持平

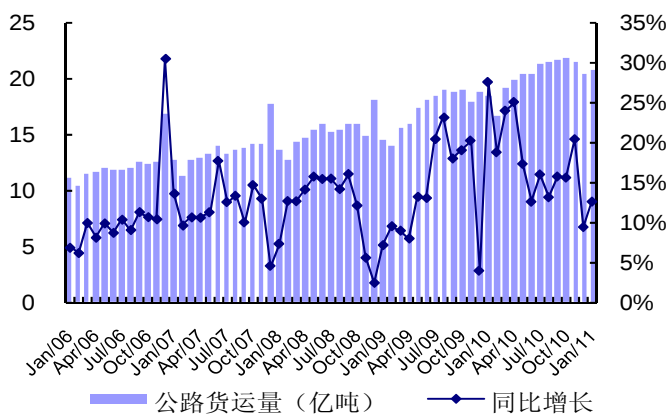


来源：Wind，国金证券研究所

图表10：2011年房地产开发投资增速将有所下降

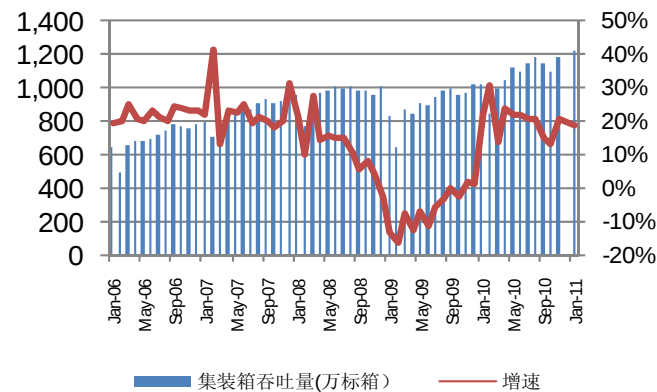


图表11：公路货运量继续稳步增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表12：沿海港口集装箱吞吐量保持增长势头

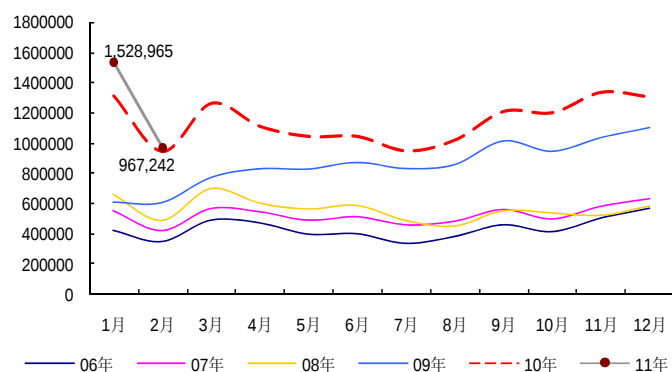


图表13：一、二季度汽车分类型销量与增速预测

	1-2 月累计	Q1E	Q2E	H1E	Q1 增速 E	Q2 增速 E	H1 增速 E
汽车合计	316.13	511.69	500.09	1,011.78	10.98%	13.51%	12.21%
乘用车合计	249.62	394.62	367.40	762.02	11.98%	14.92%	13.38%
轿车	170.41	265.91	251.02	516.93	10.66%	14.90%	12.68%
MPV	7.65	12.15	12.52	24.67	18.46%	17.27%	17.85%
SUV	25.37	40.37	42.79	83.16	50.28%	34.38%	41.66%
交叉车型	46.19	76.19	61.07	137.25	1.63%	4.03%	2.69%
商用车合计	66.51	117.07	132.69	249.76	7.71%	9.78%	8.80%
重型卡车	16.06	28.46	32.73	61.19	6.39%	3.33%	4.73%
中型卡车	3.98	7.64	8.33	15.98	6.35%	6.19%	6.26%
轻型卡车	30.76	55.26	61.90	117.16	10.51%	14.74%	12.70%
微型卡车	8.99	14.99	16.34	31.34	-1.73%	3.27%	0.82%
大型客车	0.99	1.48	1.81	3.29	11.44%	14.07%	12.87%
中型客车	1.05	1.76	2.73	4.50	0.59%	21.30%	12.24%
轻型客车	4.83	7.63	8.85	16.47	18.96%	14.34%	16.44%

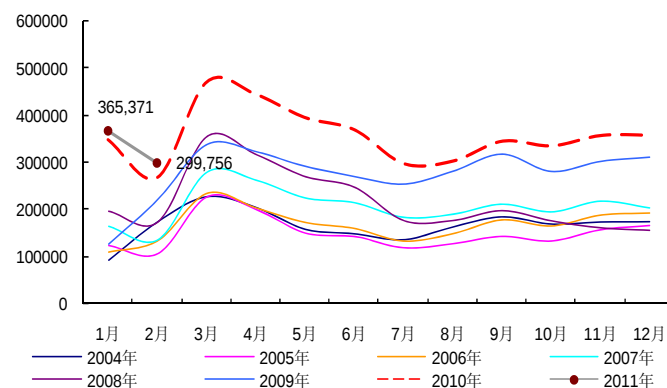
来源：国金证券研究所

图表14：近年乘用车月度销量情况

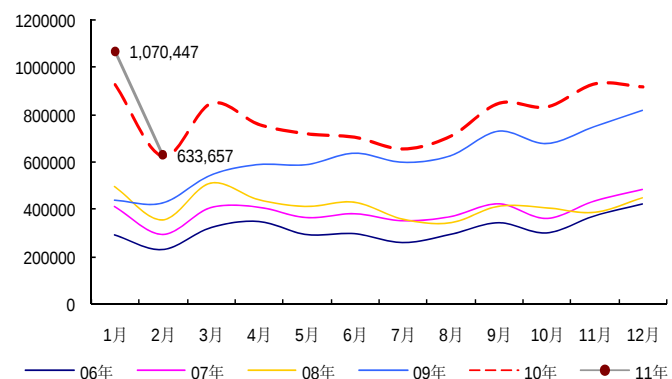


来源：CAAM，国金证券研究所

图表15：近年商用车月度销量情况

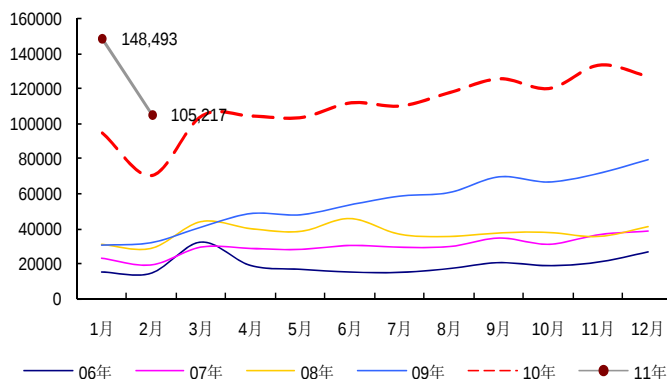


图表16：近年轿车月度销量情况

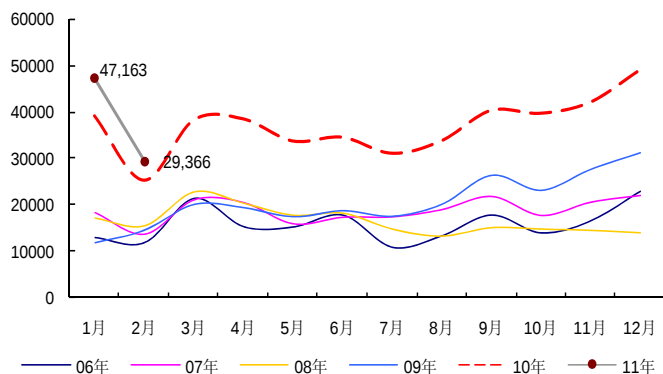


来源：CAAM，国金证券研究所

图表17：近年SUV月度销量情况

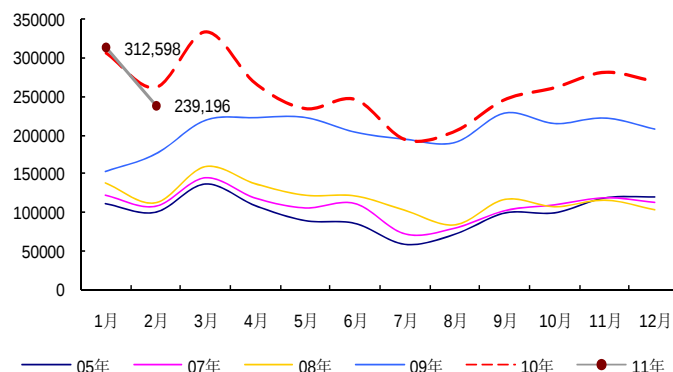


图表18: 近年MPV月度销量情况

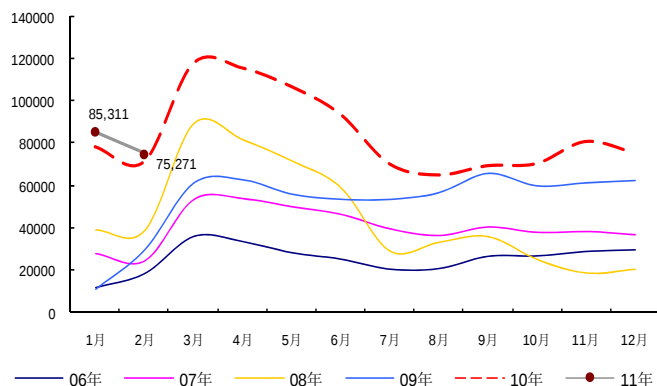


来源: CAAM、国金证券研究所

图表19: 近年微车(微客与微卡)月度销量情况

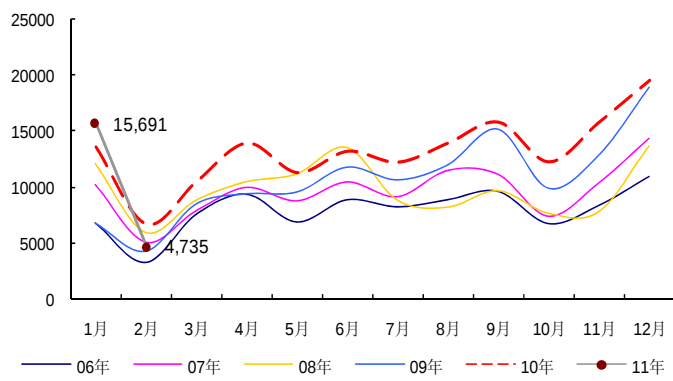


图表20: 近年重卡月度销量情况



来源: CAAM、国金证券研究所

图表21: 近年大中客月度销量情况

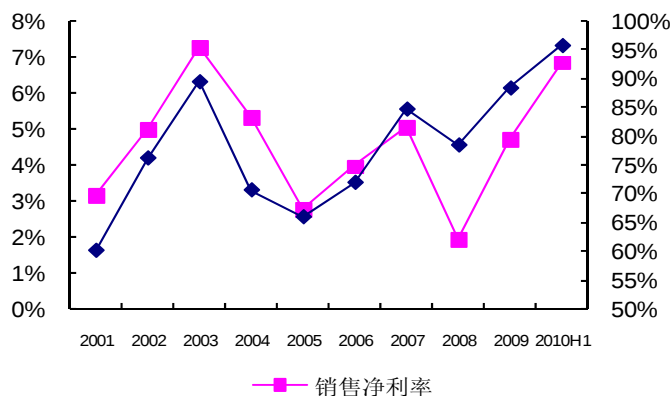


行业整体盈利能力仍将维持较高水平

产能利用率将略有下滑,但仍处高位

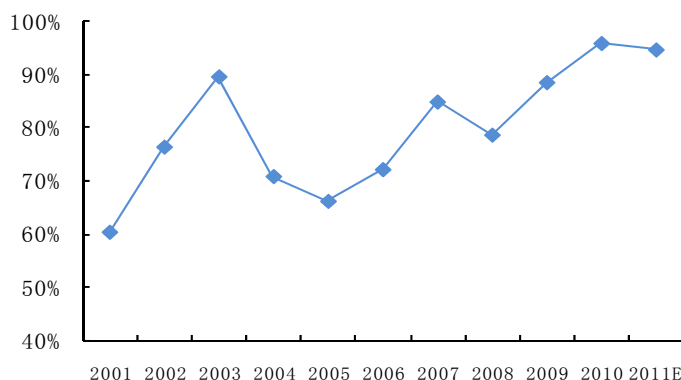
- 汽车行业是规模经济效益非常显著的行业,产能利用率是决定行业盈利能力的核心因素。从历史数据来看,整车板块整体净利率走势也与产能利用率高度一致。2010年,汽车行业产能利用率已创出历史新高,相应地行业整体盈利水平也已接近2003年时的最高峰。
- 根据我们今年汽车销量增长12%的假设,2011年行业产能利用率将为95%,较2010年下降1个百分点,但仍处于历史性峰值附近。由此我们预测今年汽车行业整体盈利水平虽将比2010年有所下降,但仍可维持相当高位。
- 我们对32家乘用车企业(合计约占2010年乘用车销量的97%,汽车总销量的75%)近几年的产能规划进行了统计,2011年乘用车产能较2010年增加约190万辆,而2010年我国乘用车销量为1375万辆,2011年乘用车销量若增长14%即可完全覆盖新增产能,由此也可看出今年行业产能利用率并不至于大幅下滑。

图表22：整车板块销量净利率与产能利用率高度一致



来源：国金证券研究所

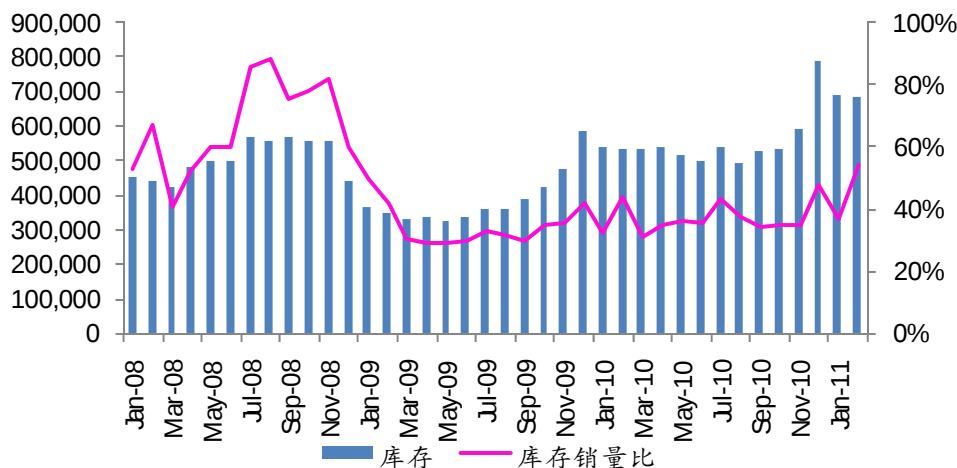
图表23：预测2011年产能利用率比2010年略有下降



库存水平有所走高，但仍处于合理范围

- 10年底以来，汽车行业库存水平有所上升，但仍处于合理范围之内。截止2011年2月，全行业库存（均指汽车生产企业库存）约为68.5万辆，对应库存销量比为54%，处于合理区间上方。
- 判断行业库存水平是否合理不是看库存的绝对量，而是看其与当期销量的比例。根据行业经验，库存销量比在40-60%区间为正常水平，60-80%之间为偏高，80%则可视作为警戒线，超过则可视作为行业库存水平已经到达危险境地。
- 业界对今年汽车销量增速下滑已有普遍预期，各大厂商计划销售目标也普遍比较谨慎，且当前库存水平仍非常健康，离警戒线水平则更远，我们预测二季度行业库存水平仍将维持在合理区间之内。

图表24：行业库存水平有所提高但仍处于合理范围



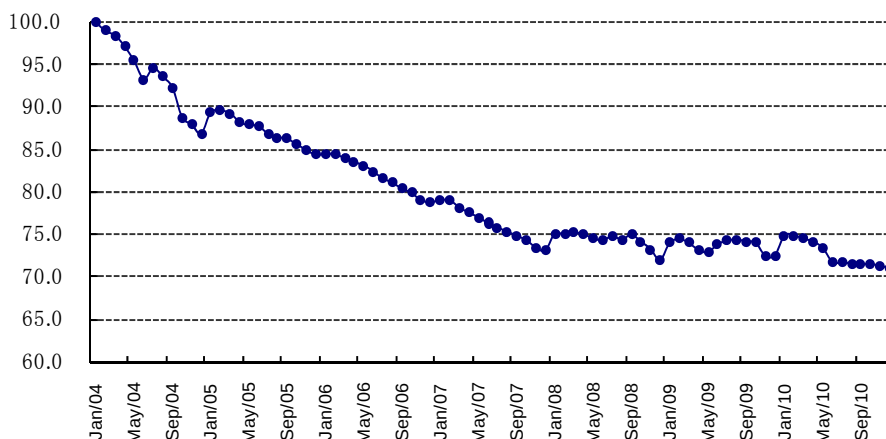
来源：国金证券研究所

价格体系基本稳定

- 08年以来，我国汽车价格体系已经基本稳定。这一方面是因为经过04年以来的连续降价，汽车行业整体利润率已经到达较低水平，汽车产品早已告别“暴利”时代，利润空间不大；另一方面，近几年原材料价格的震荡上涨也增加了生产企业的成本压力，从而进一步封杀了汽车价格的下降空间。

- 从商务部统计的汽车价格指数可以看出，08年以来汽车价格指数走势表现非常稳定，仅在08年下半年以及10年上半年出现过小幅下滑。我们认为，在行业产能利用率仍然高企且通胀压力加大的背景下，汽车价格体系将继续保持稳定，这将有利于企业维持较好的盈利水平。
- 春节之后，诸多媒体报导了比亚迪开始新年首次大范围降价的消息，似乎价格战已经爆发在即。但据我们了解，比亚迪大部分产品降价实质上是将以往经销商普遍的优惠政策转为了官方降价而已，实际终端销售价格变化不大。而且，比亚迪的高调“降价”更多是在其未完成10年销售目标背景下而采取的一种主动姿态而已，迄今为止，其竞争对手也未跟进降价，“价格战”的出现还言之过早。

图表25：汽车价格指数走势保持稳定

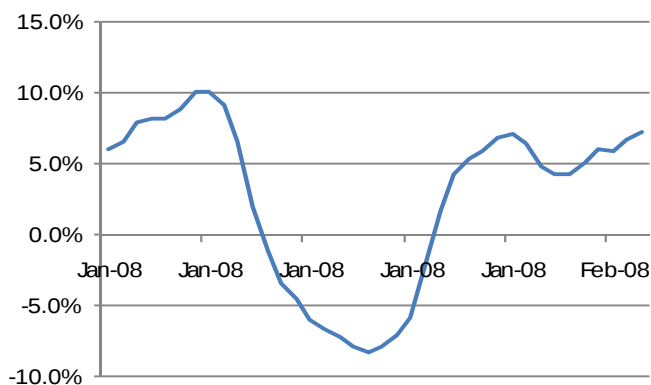


来源：国金证券研究所

原材料涨价将挤压行业利润空间，但程度将有限

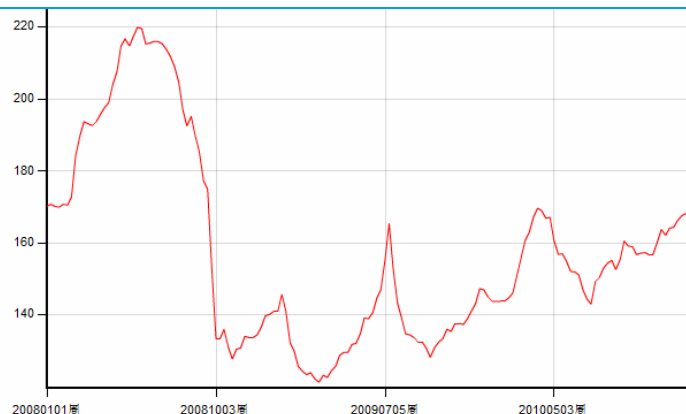
- 伴随着经济的强劲复苏，我国通胀形势也日趋严峻。2011年2月，PPI指数已攀升至7.2%，创下09年以来新高。从与汽车制造更为密切的钢材、橡塑等价格走势来看，10年下半年以来也是一路上涨。汽车制造企业的成本上升压力正在加剧，这有可能在一定程度上挤压行业的获利空间。

图表26：近期PPI指数一路走高



来源：wind、国金证券研究所

图表27：近期钢价指数持续攀升



- 整体而言，由于原材料成本占比较低且普遍生产规模较大，对原材料以及零部件厂商具有更强的溢价能力，规模效应也更为显著，原材料成本上升对乘用车企业的影响相对较小。以钢材价格为例，我们测算钢材价格若上涨 10%，轿车企业毛利率下降幅度不会超过 0.5 个百分点。
- 对商用车厂商而言，原材料价格上涨的影响较大。但可喜的是，重卡、大中客等行业集中度较高的行业都具备较强的提价能力，08 年原材料价格大涨时，大多数企业也都进行过集体提价，由此至少可部分覆盖原材料价格上涨带来的压力，其盈利能力下降也将较为有限。

图表28：钢价上涨对各类车型毛利率影响分析

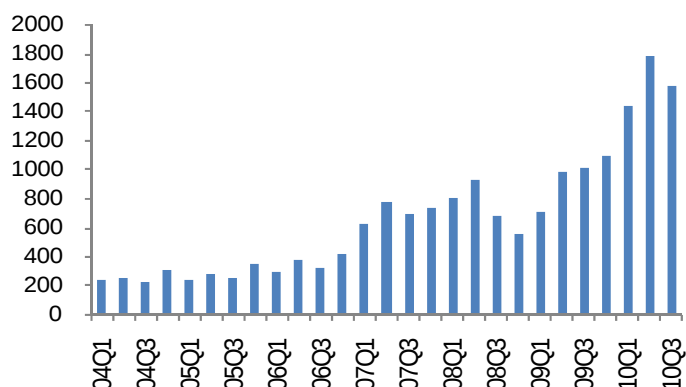
车型		平均采购钢材重量（吨）	采购钢材的成本占比	行业平均毛利率	钢价上升 10% 后毛利率	变化幅度	钢价上升 20% 后毛利率	变化幅度
客车	轻客	1	10.00%	8.00%	7.54%	-0.46%	7.08%	-0.92%
	中客	3	10.00%	12.00%	10.86%	-1.14%	9.71%	-2.29%
	大客	5	10.00%	15.00%	13.73%	-1.28%	12.45%	-2.55%
货车	轻卡	1	12.00%	12.00%	10.94%	-1.06%	9.89%	-2.11%
	中卡	2	10.00%	9.00%	8.09%	-0.91%	7.18%	-1.82%
	重卡	3	10.00%	9.00%	9.10%	0.10%	8.20%	-0.80%
轿车	A00 级轿车	0.4	7.60%	8.00%	7.30%	-0.70%	6.60%	-1.40%
	A0 级轿车	0.5	4.40%	12.00%	11.61%	-0.39%	11.23%	-0.77%
	A 级轿车	0.6	3.40%	15.00%	14.71%	-0.29%	14.42%	-0.58%
	B 级轿车	0.8	3.10%	20.00%	19.75%	-0.25%	19.50%	-0.50%
	C 级及以上	1	2.00%	25.00%	24.85%	-0.15%	24.70%	-0.30%

来源：国金证券研究所

预测行业上半年行业整体业绩增长在 10-15%左右

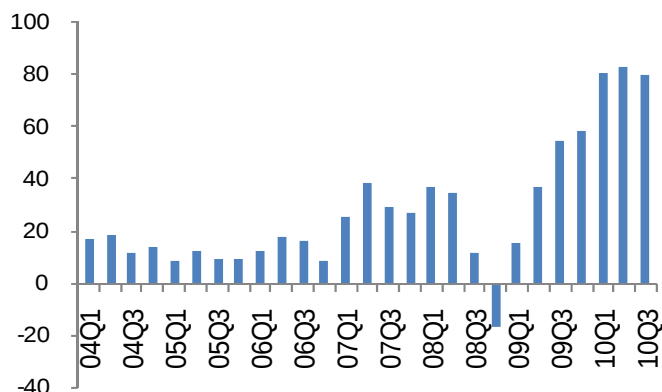
- 综合以上分析，我们认为汽车行业上半年整体盈利能力将比去年同期稍有下降，但总体仍处于高位水平。
 - 相对于一季度增长 11%的销量假设，我们预测整车板块一季度净利润增速将在 15-20%之间，利润增长仍将超过销量增长。
 - 相对于二季度增长 14%的销量假设，由于去年二季度行业盈利能力处于历史高位，我们预测今年二季度整车板块净利润增速将在 5-10%之间，低于销量增速。
 - 相对于上半年销量增长 12%的假设，我们预测上半年整车板块净利润增速在 10-15%之间，与销量增速基本一致。

图表29：整车板块季度营业收入变化（亿元）

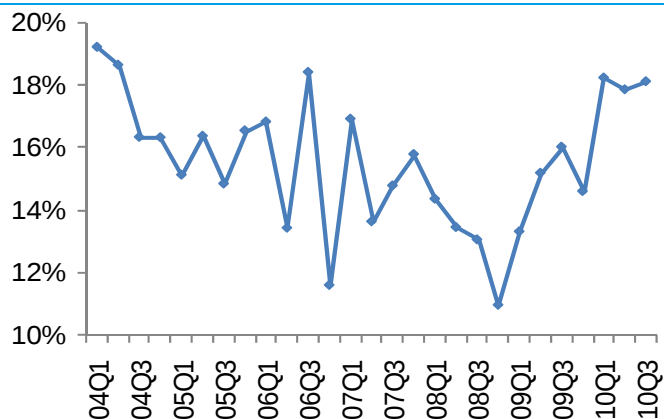


来源：国金证券研究所

图表30：整车板块季度净利润变化（亿元）

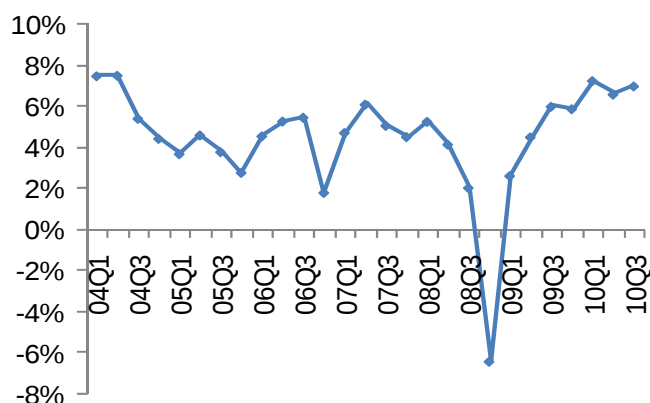


图表31：整车板块整体毛利率变化



来源：国金证券研究所

图表32：整车板块整体净利率变化

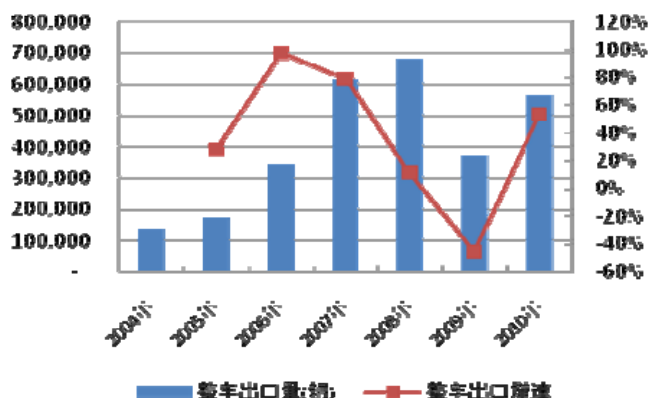


看好零部件出口继续快速增长

零部件出口是我国汽车类产品出口的主力

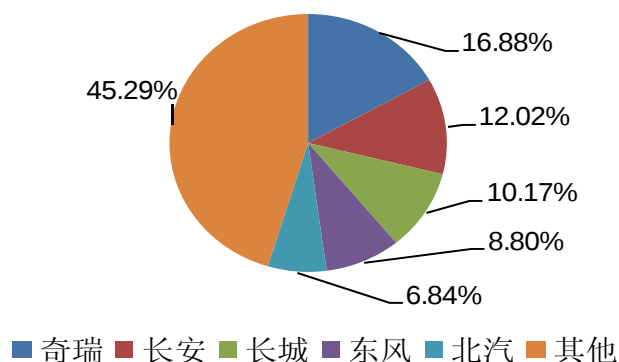
- 伴随着近 10 年来我国汽车销量的快速增长，汽车零部件产业也获得了蓬勃发展。在迅速提高引进车型国产化率的过程中，汽车零部件产业也逐渐具备了参与国际市场竞争的实力。当前，我国整车出口规模仍相对较小，而零部件出口则无论从规模还是增速上看都要明显强于整车出口。毋庸置疑，零部件出口已成为我国汽车类产品出口的主力。
- 2010 年我国整车出口量为 54.49 万辆，仅占我国汽车产量的 2.98%。其中，出口量及比例较高的主要为奇瑞、长城等自主品牌企业，奇瑞出口 91986 辆，占其总销量比例为 13.48%，长城出口量为 55415 辆，比例为 13.95%，长安出口量也有 65492 辆，但占其总销量比例仅为 2.75%。
- 2010 年我国汽车零部件出口额达 413.64 亿美元，远高于整车出口金额 69.84 亿美元。另外，零部件出口额增速为 42.71%，也高于整车出口额增速 34.56%。

图表33：近年整车出口数量及增速



来源：CAAM、国金证券研究所

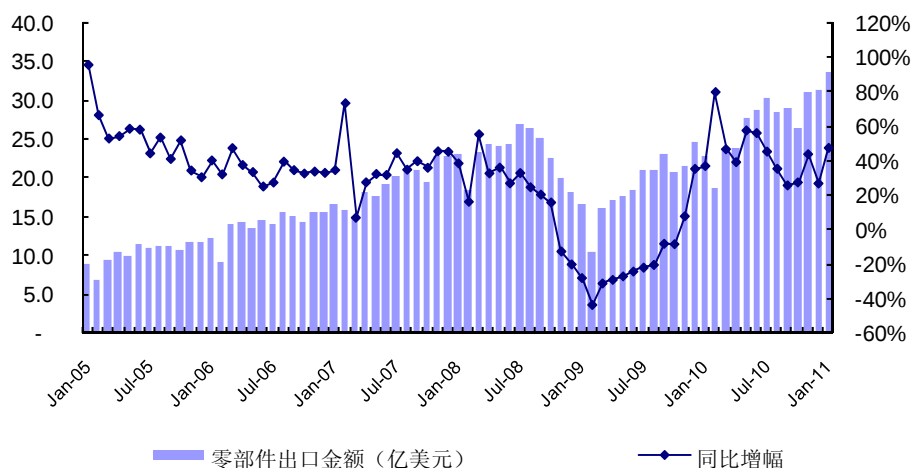
图表34：2010年整车出口分企业构成情况



零部件出口已恢复快速增长

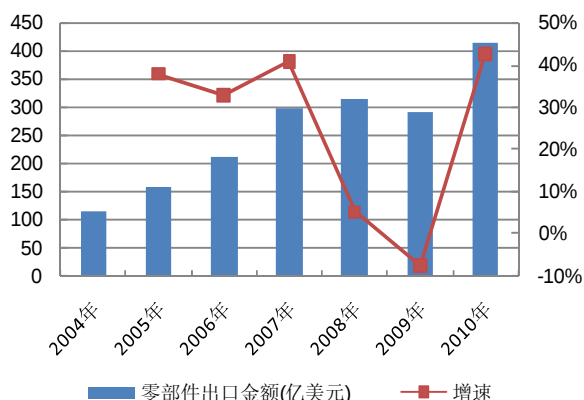
- 除 08-09 年受国际金融危机影响外，近年来我国汽车零部件出口始终保持快速增长态势。在金融危机之前，零部件出口额年均增速达 37%左右，远高于国内汽车销量增速。
- 金融危机期间，汽车零部件出口也受到很大影响。但从 09 年 2 月开始，零部件出口就已开始逐渐复苏，2010 年我国汽车零部件出口额达到 413.6 亿美元，创历史新高，增速也高达 42.7%。

图表35：零部件出口额已恢复快速增长



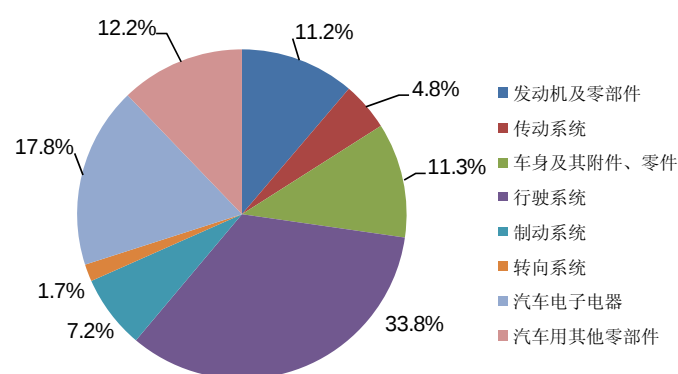
来源：CAAM、国金证券研究所

图表36：近年零部件出口额及增速



来源：CAAM、国金证券研究所

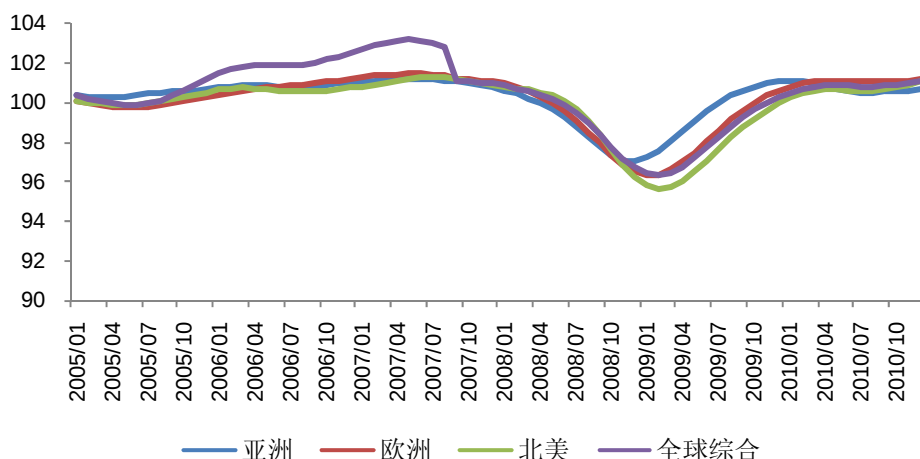
图表37：2010年零部件出口分类构成情况



全球经济复苏和汽车产业转移将带动零部件出口继续快速增长

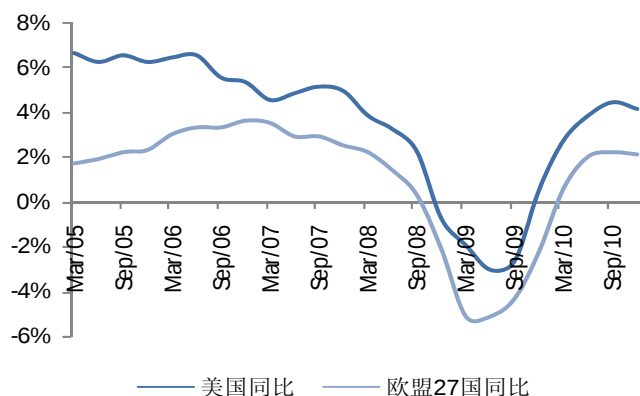
- 全球汽车产业加速向我国转移是大势所趋。一方面，我国已成为世界第一汽车产销大国，相关产业配套齐全且规模效益突出，成本优势无以伦比；另一方面，我国企业的研发能力和生产工艺水平也日渐提高，在众多领域都已达到或接近国际先进水平，完全可以满足国际汽车巨头的配套要求。
- 出口业务与海外经济形势息息相关。可喜的是，当前全球经济已基本走出金融危机影响并开始了新一轮增长，这无疑非常有利于我国汽车零部件出口的继续快速增长。我们预测，**2011年我国汽车零部件出口额增速将在30%以上。**
- 与整车出口有所不同，我国汽车零部件出口主要面向北美、欧洲、日韩等汽车工业发达国家和地区，为大众、通用等国际汽车巨头配套。从当前发达国家经济形势来看，这些国家和地区都已走上经济复苏之路，北美、欧洲等地汽车销量正迅速回升，相应地对我国汽车零部件需求也必然快速增长。

图表38：OECD 领先指标显示全球经济已恢复增长



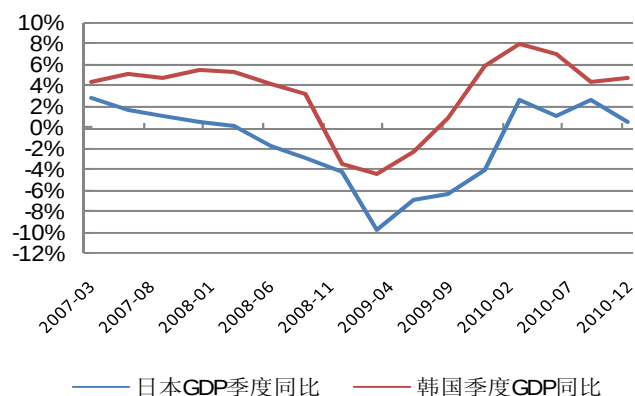
来源：wind、国金证券研究所

图表39：美国、欧洲 GDP 已恢复增长

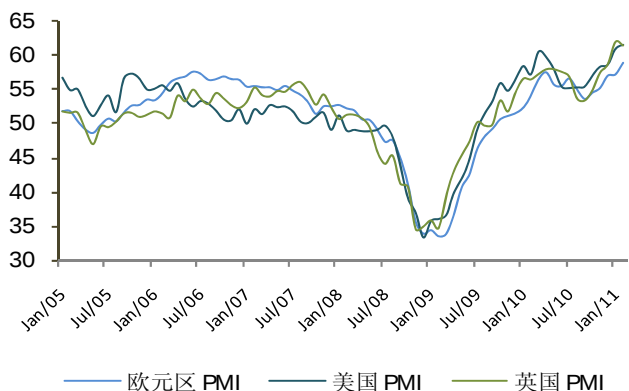


来源：wind、国金证券研究所

图表40：日本、韩国 GDP 已恢复增长

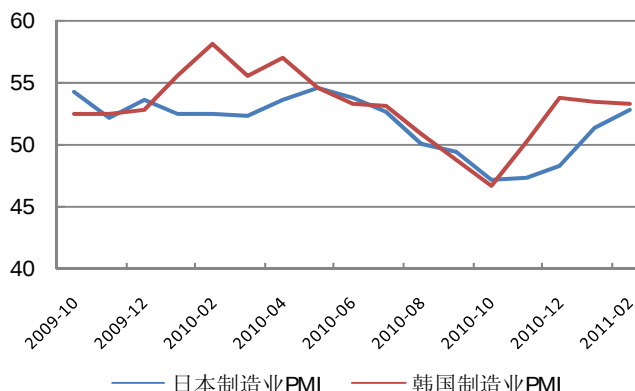


图表41：美国、欧洲 PMI 快速上升

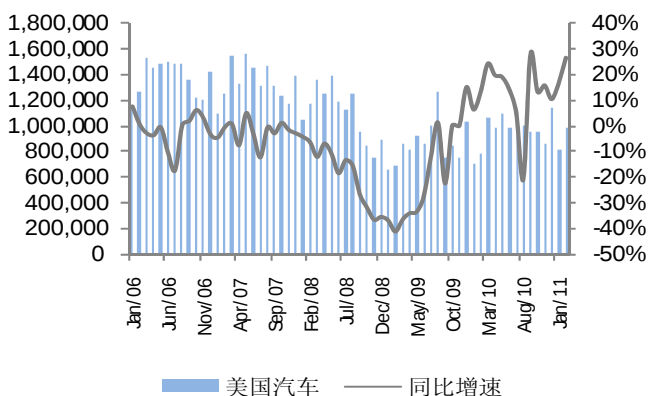


来源：wind、国金证券研究所

图表42：日本、韩国 PMI 已恢复扩张态势



图表43：美国汽车销量正快速增长



来源：wind、国金证券研究所

图表44：欧洲重型商用车销量正快速增长

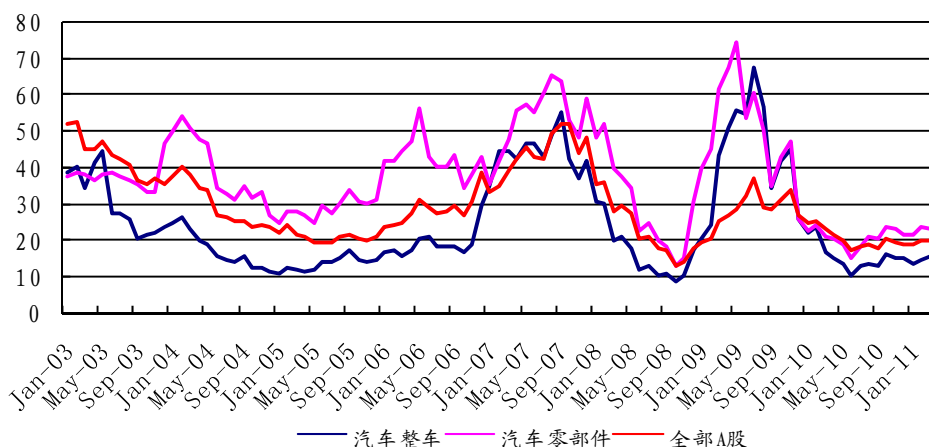


投资策略

估值修复行情仍应关注

- 09 年以来，汽车股行情的波段性特征已经表露无遗。我们认为汽车板块可以把握的首要的投资机会仍是这种阶段性的估值修复行情，且二季度这种机会仍然存在。
 - 在 2011 年度投资策略中，我们明确提出“2011 年汽车板块仍存在阶段性的整体上涨行情，春节后至一季报披露期间就是第一个良好时机”。今年春节后汽车股的表现已经验证了我们的判读。
- 尽管 2011 年汽车销量和业绩增速都将面临大幅下滑，但市场对此已有充分预期，且当前汽车板块估值水平也已充分反映了这一忧虑。一旦行业基本面出现好于预期的变化，估值修复行情或将就此展开。根据我们预测，二季度汽车销量增速将回升，这或许就是汽车板块阶段性行情的有力触发因素。
- 观察汽车板块的估值变化情况，10 倍 PE 为汽车股的最低估值水平已经得到多次检验，一旦达到或低于这一最低值则是买入汽车股的良好时机，不仅安全边际极高，反弹空间也非常可观。
- 基于这一角度，我们重点推荐估值水平仍极低的江淮汽车（600418）以及业绩最有可能超预期的江铃汽车（000550）。

图表45：汽车板块整体估值变化情况（TTM）



来源：wind、国金证券研究所

重点把握受益出口增长和排放升级主线的零部件企业

- 除了整体性的估值修复行情之外，我们建议更为关注零部件板块的机会。零部件板块企业众多且差异极大，更为个性化的特征也意味着更多的结构性机会。我们认为可以重点把握的企业主要为两类：一是出口比例较高，出口业务有望快速增长的零部件企业；二是具有相应的产品或技术，有望受益 2012 年重型柴油车开始实行国四排放标准的零部件企业，这也是我们认为确定性最高的两条主线。
- 看好出口增长的理由在前文已有详细描述，今年 1 月份汽车零部件出口额达到 33.49 亿美元，同比增长 47%，这是继 2010 年高增长之后的又一个开门红。
- 排放标准逐渐升级是行业发展必然趋势，而重型柴油车在 2012 年实行国四标准已是大概率事件，由此衍生的 SCR 等新增市场必将为相关公司带来新的利润增长点。

- 从出口增长角度，我们重点推荐：万丰奥威（002085）、中鼎股份（000887）；从排放升级角度，我们重点推荐：威孚高科（000581）、银轮股份（002126）。

重点公司简析

江淮汽车：仍然低估

- 轿车业务盈利在望。江淮汽车 10 年销售轿车 116,497 辆，增速高达 78%。而随着和悦成为公司重点打造的标杆车型和成功入选节能车目录，和悦销量将再上新台阶，预计平均月销量将冲上万辆大关，而江淮全年轿车销量也有望突破 18 万辆，顺利实现盈利。
- 出口将成新亮点。公司去年与巴西经销商 SHC 签订出口协议，按计划今年将往巴西出口 45,750 辆，占公司 10 年销量 10.3%。今年 1-2 月公司已累计出口 8,755 辆，同比大增 297%，出口正逐渐成为公司的新亮点。
- 暂不考虑增发影响，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.36、1.64、1.96 元，当前股价对应 PE 分别仅为 11、9、7 倍，低估明显，维持“买入”评级。

江铃汽车：业绩最有可能超预期

- 市场份额全面提升。2010 年公司销售轻客 50,780 辆，同比增 55.9%，市场份额从 14.5%增至 17.9%；销售轻卡 123,908 辆，增长 57.5%，市场份额从 5.1%提升至 6.3%。在 SUV 市场公司也有上佳表现，全年销售 16,851 辆，同比增长 131.3%，高于行业 100.4%的增长率。
- 业绩最有可能超预期。今年 1-2 月，公司销售汽车 33,551 量，同比增长 37%，远高于行业增速，也超越市场普遍预期。鉴于公司在高端轻型商用车市场的统治力以及 SUV 市场的发力，公司完全可能再次取得远超市场整体水平的业绩增长。
- 预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.51、3.00、3.59 元，当前股价对应 PE 分别仅为 14、12、10 倍，维持“买入”评级

万丰奥威：出口比例最高+拟注入资产增厚业绩

- 出口比例最高。公司是零部件板块中出口比例最高的企业，出口收入占比一度高达 70%以上，2010 年占比也仍为 50%左右。公司产品主要出口美国、欧洲和日本，受益国外经济复苏，出口业务有望继续高速增长。
- 资产注入有望明显增厚业绩。公司 2010 年 8 月公布了重大资产重组草案，公司拟发行股份注入万丰摩轮 75%股权。据统计，万丰摩轮的收入和利润水平和公司自身水平基本相当，但发行股份数仅相当于目前股本的 37%，由此可见若资产重组完成，公司业绩有望明显增厚。
- 盈利能力稳步提升。通过强化工艺改进和劳动效率提升，公司近年毛利率稳步提升，2008-2010 年公司毛利率分别为 10.99%、15.7%、18.36%，提升明显。
- 不考虑资产注入影响，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.68、0.89、1.15 元，当前股价对应 PE 分别为 24、18、14 倍，给予“买入”评级。

中鼎股份：出口快速增长+橡胶原材料价格下跌

- 具有国际竞争力的橡胶零部件龙头。公司是国内橡胶零部件龙头，且有 30%以上收入来自于海外市场。公司海外客户主要集中在美国、欧洲，包

括美国三大、TRW、valeo 等国际产业巨头。美国、欧洲经济的加快复苏以及汽车销量快速增长必将带动公司出口业务的快速增长。

- **橡胶价格大跌有助于公司盈利能力提高。**橡胶占公司采购成本的 60%左右，而 2011 年 2 月以来国际橡胶价格已下跌 20%左右，这无疑有利于公司盈利能力的进一步提升。
- **系列投资的后续效益值得期待。**公司 2010 年 4 月收购了天津飞龙，从而进入了容量巨大的铁路橡胶件市场。2010 年 11 月，公司又携手日本井上公司在美国设立了美国井上中鼎橡胶有限公司，井上是日系汽车橡胶零部件的主要供应商，与井上合资或也意味着公司即将进入北美地区日系车配套市场。
- **预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.79、1.04、1.36 元，当前股价对应 PE 分别为 31、24、18 倍，给予“买入”评级。**

威孚高科：国四升级的最大受益者

- **高压共轨市场份额将持续提升。**近两年多来的市场实践已有效检验了高压共轨系统的优越性，而即将实施的国四排放标准则进一步提升共轨系统的市场份额。EGR 系统虽然也可通过加装 DPF 系统升级到国四，但由于油品等客观问题，市场已逐步形成共识：共轨+SCR 将是国四后处理系统的主流。
- **力达后处理系统已占自主品牌 50%市场份额。**2010 年公司后处理系统营收达 6.27 亿元，同比增长 47.63%。随着国四实施的临近，公司后处理系统业务有望继续高速增长。
- **预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.88、3.78、4.89 元，当前股价对应 PE 分别为 15、11、9 倍，给予“买入”评级。**

银轮股份：出口快速增长+受益排放升级

- **公司出口业务快速增长具有很高确定性。**公司出口曾经占业务收入的一半左右，近几年因金融危机影响和国内市场爆发性增长而比利有所降低。但公司一如既往的重视出口业务，在欧美经济加快复苏的背景下，公司出口业务重现辉煌是大概率事件。
 - 2010 年公司出口收入 4.61 亿元，增长 69%，出口收入占比已经回复至 31%。
 - 2010 年底，公司已公告将投资 280 万美元在美国设立全资子公司，加强国际市场拓展力度。
- **SCR 如箭在弦，将成为公司新的业绩增长点。**SCR 将是重型车国四后处理系统的主流路径，公司 SCR 产品已通过权威机构检验，产业化也即将启动。凭借公司同玉柴、潍柴等国内重型柴油机龙头企业的紧密合作关系，公司在 SCR 市场分一杯羹不是难事。
- **重卡市场没想象的那么坏，国内冷却器业务仍可较快增长。**我们认为，只要不出现危机一类的经济大衰退，2011 年国内重卡销量增速仍将在 10%以上，只不过增速将呈前低后高，由此公司国内冷却器主业也仍可实现较快增长。
- **预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.64、2.35、3.17 元，目前股价对应 PE 分别为 20、14、10 倍，给予“买入”评级。**

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室