

汽车行业 2011 年二季度投资策略

重“质”不重“量”，市场分化中优势者领先

杨华超 分析师

电话: 021-68828289

eMail: yhc2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010016

黎韦清 分析师

020-87555888-630

lwq@gf.com.cn

S0260511020007

汤俊 分析师

020-87555888-628

tj5@gf.com.cn

S0260511010005

行业增速放缓，市场结构在竞争中分化

2011 年 1-2 月份汽车行业销售 316.13 万辆，同比增长 9.93%，行业增速放缓的同时市场结构出现了分化：（1）中高端乘用车市场需求稳定增长；（2）欧美系市场份额提升，日系、自主品牌面临压力；（3）微车市场因为行业政策退出进入调整阶段；（4）物流重卡保有量的提升需要时间消化，工程类细分市场值得关注；（5）公交车市场的需求难以支撑大中客市场的增长；（6）轻型车商用车市场的消费升级持续；（7）零部件业绩与配套商密切相关，出口市场的拓展值得关注。

市场分化中优势企业才是“风向标”

我们判断国内汽车保有量的高增长与城市建设的进程发展出现了一定程度的不匹配，将推动用车成本的提高，再加上行业优惠政策的退出，国内低端市场需求将会受到一定程度的影响。因此，我们认为行业的销量增速水平会出现一定程度的回落，我们给予行业“持有”的评级。

虽然行业增速下滑，但是市场结构会在竞争中出现分化：（1）中高端市场的增速水平要高于行业的增长水平；（2）具有产品、技术以及渠道等竞争优势的企业增长水平和盈利能力将高于行业水平；（3）优势企业也是推动行业资源整合优化的动力。因此，我们认为市场更应该关注于优势企业其成长性带来的超额收益。根据此逻辑，我们选择的投资标的主要为上海汽车、华域汽车、江铃汽车、福耀玻璃等。

结合全球汽车巨头日本丰田的汽车市场表现，我们认为在行业内领先者处于成长阶段的时候，他们获得的投资回报显著高于自身行业以及社会的平均水平。我国汽车业界的领先者目前正处于其市场份额的扩张期，其具有的产品与技术优势也将会为其海外市场拓展提供坚实的基础，他们具有成为行业寡头的可能，我们认为市场应该就其高成长性给予其高估值。

风险提示：市场的系统性风险。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		09	10E	11E	09	10E	11E			
上海汽车	18.45	1.01	1.55	2.00	18.27	11.90	9.23	0.35	30	买入
华域汽车	12.81	0.59	1.00	1.25	21.71	12.81	10.25	0.38	20	买入
江铃汽车	34.72	1.22	1.98	2.80	28.46	17.54	12.40	0.43	40	买入
福耀玻璃	12.84	0.56	0.89	1.05	22.93	14.43	12.23	0.46	15	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业评级

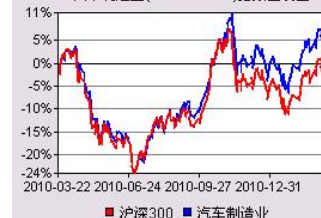
持有

前次评级

买入

行业走势

汽车制造业(0103070505)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-0.22%	1.70%	5.12%
沪深 300	-1.56%	-1.30%	-2.63%

目录索引

一、行业增速放缓，市场结构在竞争中分化.....	4
（一）中高端乘用车市场需求稳定增长	5
（二）欧美系市场份额提升，自主品牌与日系面临压力	6
（三）微车市场因为行业政策退出进入调整阶段	7
（四）物流重卡保有量的提升需要时间消化，工程类细分市场值得关注	8
（五）公交车市场的需求难以支撑大中客市场的增长	11
（六）轻型车商用车市场的消费升级持续	12
（七）零部件业绩与配套商密切相关，出口市场的拓展值得关注	13
二、市场分化中优势企业才是“风向标”	14
（一）世界巨头成长阶段的超额受益明显	15
（二）市场领先者存在成为行业寡头的可能	15
（三）注重成长阶段龙头企业的投资价值	15
三、风险提示	18

图表索引

图 1: 历年乘用车销售变化情况	4
图 2: 历年商用车销售变化情况	4
图 3: 1.6L 及以下与 1.6L 以上排量乘用车 (除微客) 销量增速的对比	5
图 4: 各地区 2010 年居民人均可支配收入变化	5
图 5: 2011 年 1-2 月份主要企业的销售情况	6
图 6: 轿车市场各品牌市场份额变化	6
图 7: 微客历年的销售变化情况	7
图 8: 微卡历年的销售变化情况	7
图 9: 农村居民人均现金收入的变化	8
图 10: 上汽五菱与长安汽车微车市场份额的变化	8
图 11: 公路货运平均运距的变化情况	9
图 12: 重卡的销售变化情况	9
图 13: 中卡的销售变化情况	9
图 14: 公路货运价格指数变化	10
图 15: 货运量与中重卡销量增速的相关性	11
图 16: 大客历年的销量变化	11
图 17: 中客历年销售的变化	11
图 18: 公路客运市场销售情况变化	11
图 19: 公交客运市场销量的变化	11
图 20: 轻客历年销量变化情况	12
图 21: 轻卡历年销量变化情况	12
图 22: 我国零部件出口金额的变化情况	14
图 23: 民用汽车保有量及增速	14
图 24: 民用轿车保有量及增速变化	14
图 25: 1990-2010 年丰田汽车在日本市场历年股价涨幅与日经指数、行业指数涨幅的 对比分析	15
图 26: 上海通用在狭义乘用车市场份额变化	16
图 27: 上海大众在狭义乘用车市场份额变化	16
图 28: 上汽通用五菱在微车市场份额变化	16
图 29: 上汽自主品牌轿车在轿车市场份额变化	16
图 30: 南汽依维柯在轻客市场份额变化	17
图 31: 上汽红岩在重卡市场份额变化	17
图 32: 江铃汽车轻客销量与市场份额变化	17
图 33: 江铃汽车轻卡销量与市场份额变化	17
表 1: 各板块汽车销售变化情况	4
表 2: 重卡市场各企业的销量与市场份额变化情况	10
表 3: 宇通客车与金龙汽车历年市场份额的变化	12
表 4: 轻客行业主要企业的市场份额变化	13
表 5: 轻卡行业各企业市场份额变化	13

一、行业增速放缓，市场结构在竞争中分化

经过了2009-2010年的高速增长，行业的增速放缓。2011年1-2月份汽车行业销售316.13万辆，同比增长9.93%；其中乘用车销售249.62万辆，同比增长10.50%；商用车销售66.51万辆，同比增长7.84%。各细分板块中，销量增速高于行业增速的分别为SUV（54.06%）、轻客（21.78%）、MPV（18.92%）以及轻卡（11.16%）。

图 1：历年乘用车销售变化情况

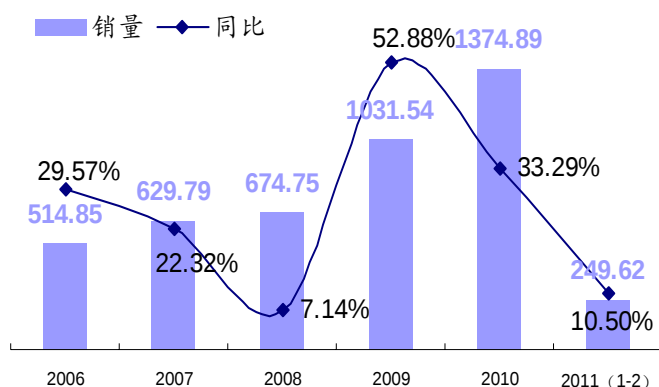
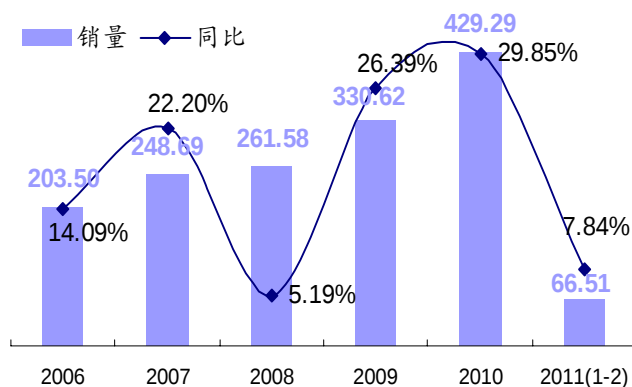


图 2：历年商用车销售变化情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心，单位：万辆

表 1：各板块汽车销售变化情况

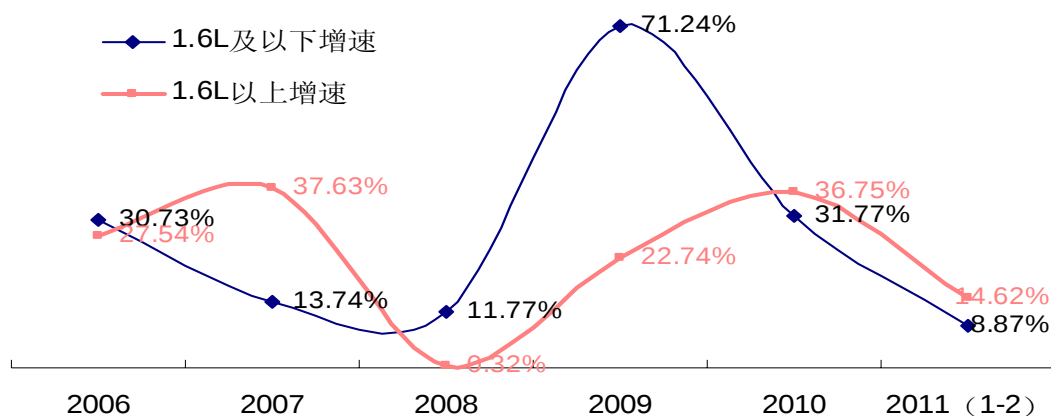
单位：千辆	2010/1H		2010/2H		2011(1-2)	
	销量	同比	销量	同比	销量	同比
汽车	9016	48.10%	9025	19.80%	3161	9.93%
乘用车	6724	48.66%	7028	21.34%	2496	10.50%
轿车	4595	42.01%	4906	16.13%	1704	9.71%
MPV	209	104.41%	236	61.17%	77	18.92%
SUV	589	133.81%	730	80.06%	254	54.06%
微客	1331	42.62%	1155	13.81%	462	-3.09%
商用车	2296	46.70%	1997	14.65%	665	7.84%
卡车	2085	47.93%	1765	14.37%	597	7.16%
重卡	584	112.71%	431	19.12%	161	7.42%
中卡	150	12.90%	122	1.97%	38	2.07%
轻卡	1040	41.42%	914	12.28%	308	11.16%
微卡	311	16.61%	298	20.28%	90	-3.10%
客车	211	35.60%	232	16.87%	68	14.16%
大客	29	86.49%	40	29.59%	10	6.87%
中客	40	15.92%	50	1.81%	11	-6.78%
轻客	141	34.51%	143	19.79%	48	21.78%

数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

（一）中高端乘用车市场需求稳定增长

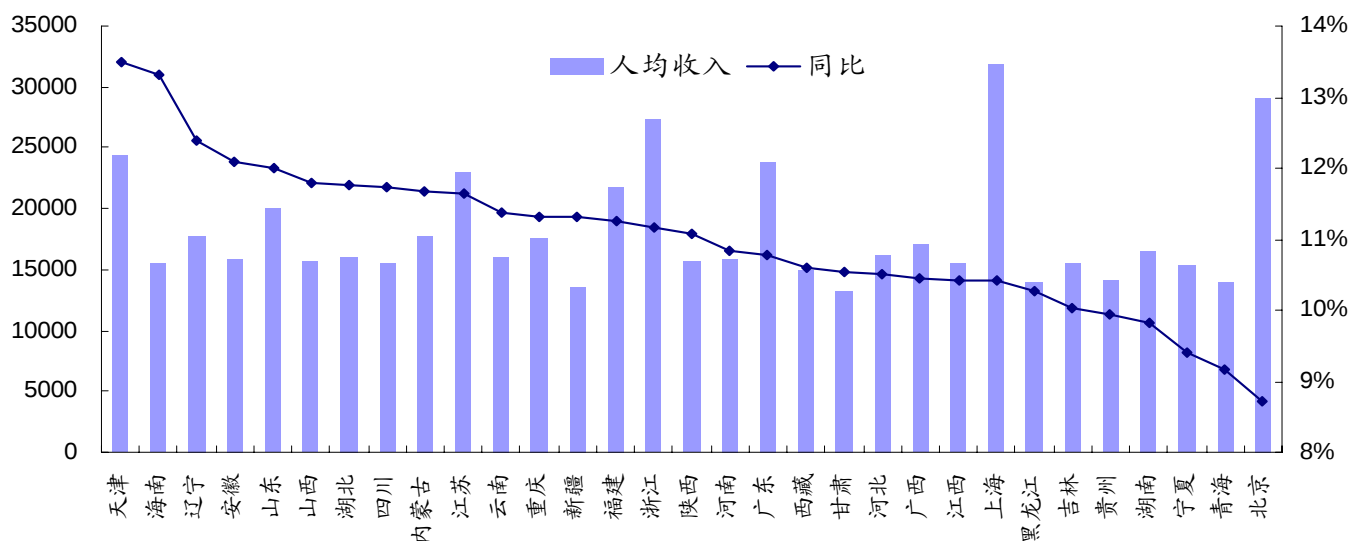
我们对乘用车（不包括微客）市场按照1.6L为界限进行了市场划分，对比2006年-2011年两个市场销量的增速情况，我们发现1.6L以上排量市场的增速波动明显小于另一个板块。我们认为原因在于（1）1.6L以上的市场没有受到行业政策的影响，其增速体现的是自然需求的增长；（2）随着二三线城市收入水平的提升以及一线城市更新需求的释放，该市场需求将持续增长，其增速水平也相对稳定。2011年1-2月1.6L以上排量乘用车（不包括微客）销售73.61万辆，同比增长14.62%；1.6L及以下排量的销售176.01万辆，同比增长8.87%。

图 3: 1.6L 及以下与 1.6L 以上排量乘用车（除微客）销量增速的对比



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 4: 各地区 2010 年居民人均可支配收入变化



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

（二）欧美系市场份额提升，自主品牌与日系面临压力

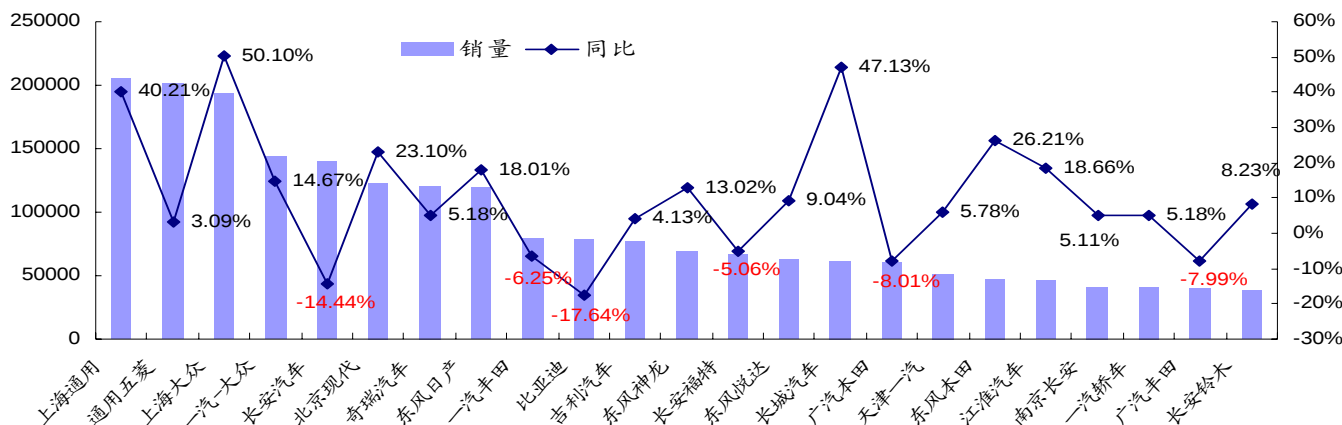
2011年1-2月份，乘用车板块销量的增速为10.50%，但是行业内部各企业的增速情况已经出现了明显的分化：

（1）上海大众、长城汽车、上海通用的增速均在40%以上；其中，上海大众销售19.30万辆，同比增长50.10%；长城汽车6.17万辆，同比增长47.13%；上海通用20.54万辆，同比增长40.21%。

（2）比亚迪汽车与长安汽车则出现了明显的同比下滑，下滑幅度分别为17.64%和14.44%；其他自主品牌车企如奇瑞汽车与吉利汽车销量增幅也仅为5.18%、4.13%。

（3）日系的主要公司中一汽丰田、广汽丰田、广汽本田的增速分别下滑了6.25%、7.99%、8.01%。而有新产品投放的东风日产销量增幅为18.01%；在城市SUV领域有竞争优势的东本增长26.21%。

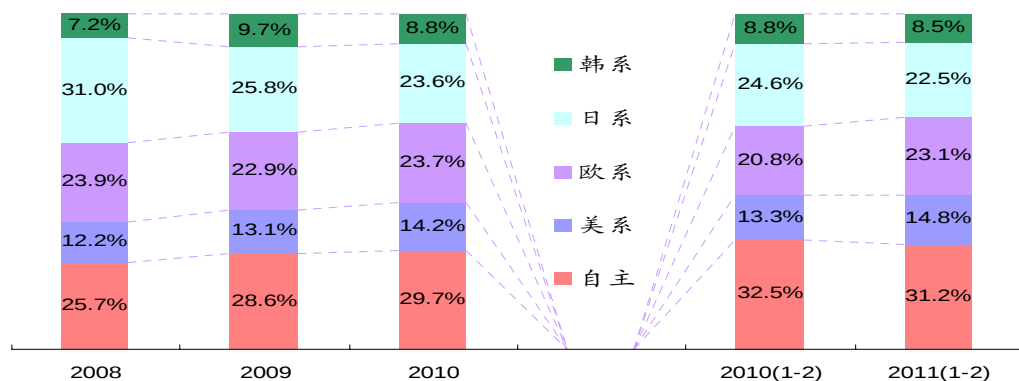
图 5：2011 年 1-2 月份主要企业的销售情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心，单位：辆

我们认为随着市场车型的日趋多样化以及消费理念的日趋成熟，产品的选择已经是品质、技术、品牌、服务的综合考量，那么具有综合优势的企业必然会推动市场结构的分化。我们从观察2008年到目前市场结构的变化中发现，这种趋势已经开始形成。

图 6：轿车市场各品牌市场份额变化



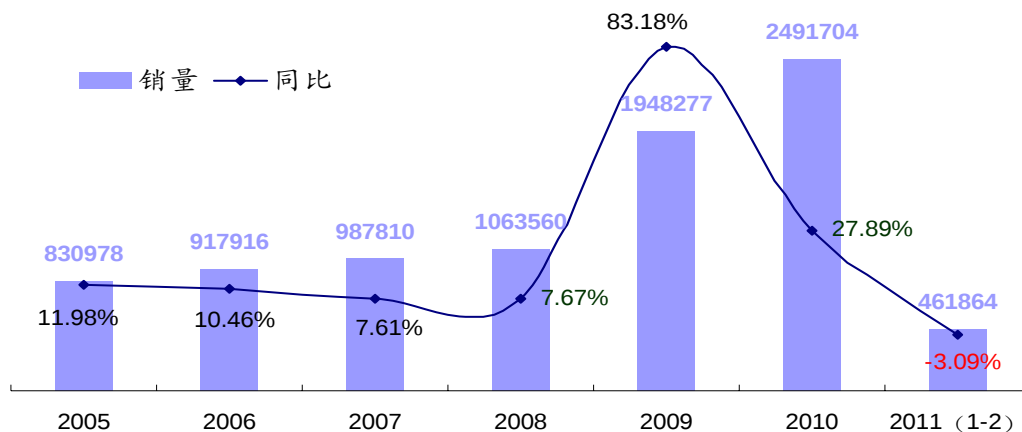
数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

我们认为欧美系市场份额的提升是因为他们在2009年开始对产品的技术平台的全面升级，以及在产品系列上的完整；自主品牌份额的下滑则是其产品主要集中在1.6L及以下领域，2010年底行业的购置税优惠政策的到期对需求必然会产生影响，同时，自主品牌经济型车市场的品牌定位为其向上发展带了一定的瓶颈，我们认为这种壁垒是基于研发投入与品牌渠道共同建立的，自主品牌要突破这一瓶颈还需要一定的积累。而日系几家企业销量的同比下滑，我们认为主要是缺乏新产品的投入。

（三）微车市场因为行业政策退出进入调整阶段

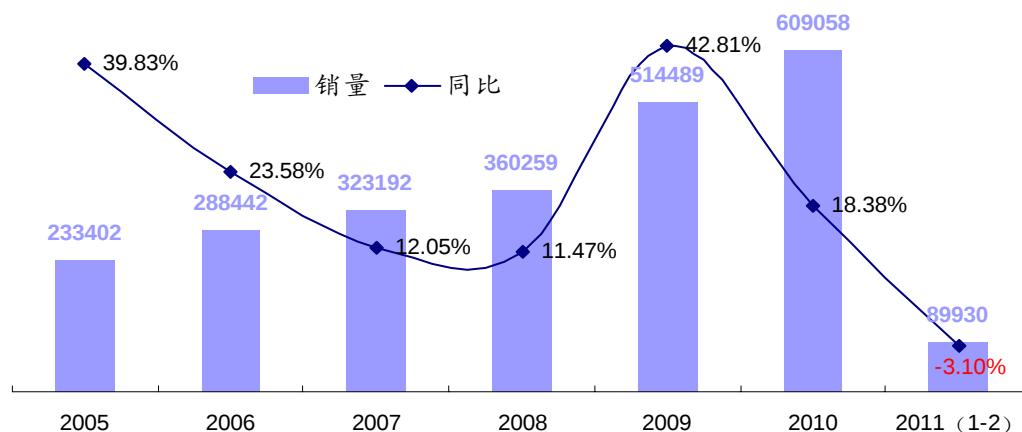
2011年1-2月微车销售55.18万辆，同比下滑3.09%，其中微客销售46.19万辆，同比下滑3.09%；微卡销售8.99万辆，同比下滑3.10%，微车中微客的比例维持在80%左右。

图 7：微客历年的销售变化情况



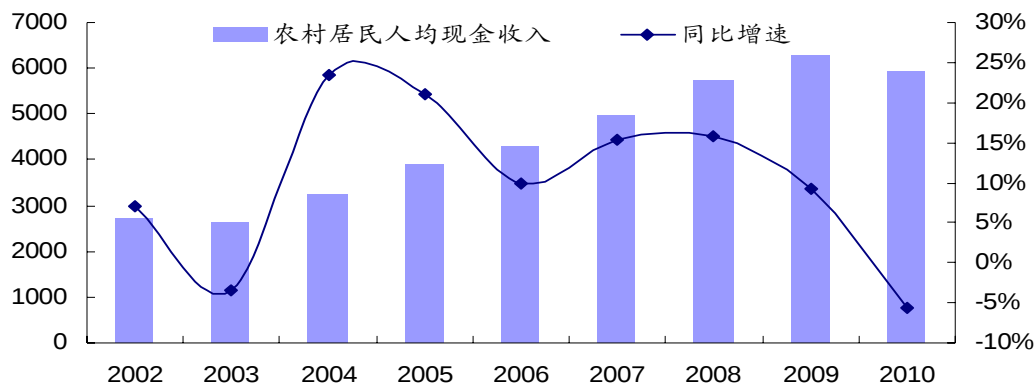
数据来源：汽协，广发证券发展研究中心，单位：辆

图 8：微卡历年的销售变化情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心，单位：辆

图 9: 农村居民人均现金收入的变化

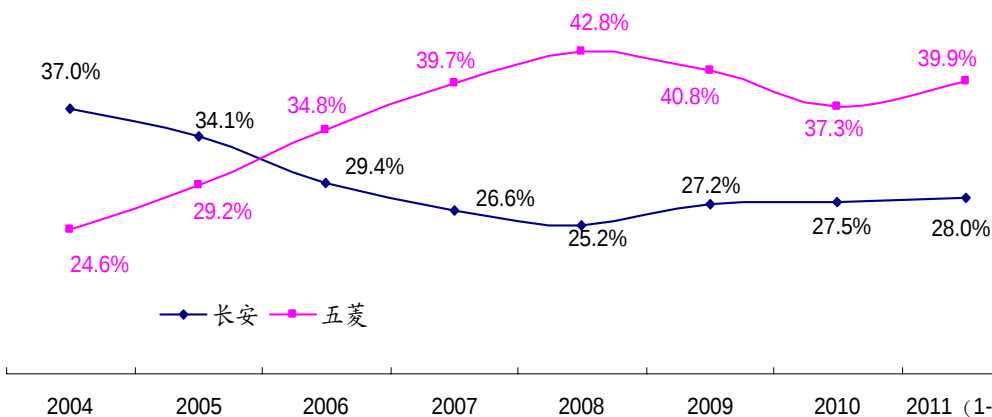


数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

微车的需求2009年之前其销售规模基本保持平稳, 与GDP的增速基本保持同步。2009年在汽车下乡政策以及部分农民工返乡的推动下, 微车的销售规模出现了爆发性增长, 2009年微车销售增速达到72.97%, 是当年汽车市场增速最高的板块。经过了2009-2010年两年的高速增长, 以及2010年年底汽车下乡政策的退出, 我们认为行业需求将面临压力。

前两年的高速增长也吸引了奇瑞、海马、力帆以及吉奥等车企开始在微车市场布局, 市场的竞争也日趋激烈。我们认为在行业需求面临压力的情况下, 行业的龙头企业凭借着产品以及渠道优势则相对较好。

图 10: 上汽五菱与长安汽车微车市场份额的变化

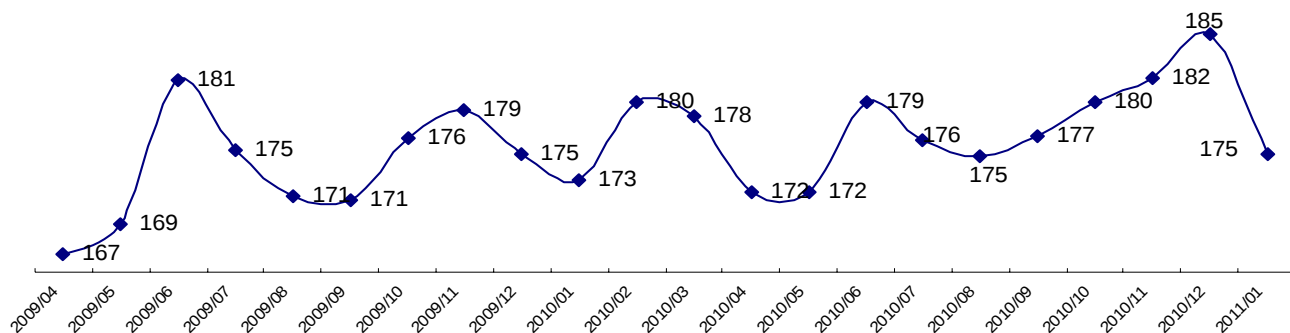


数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

（四）物流重卡保有量的提升需要时间消化，工程类细分市场值得关注

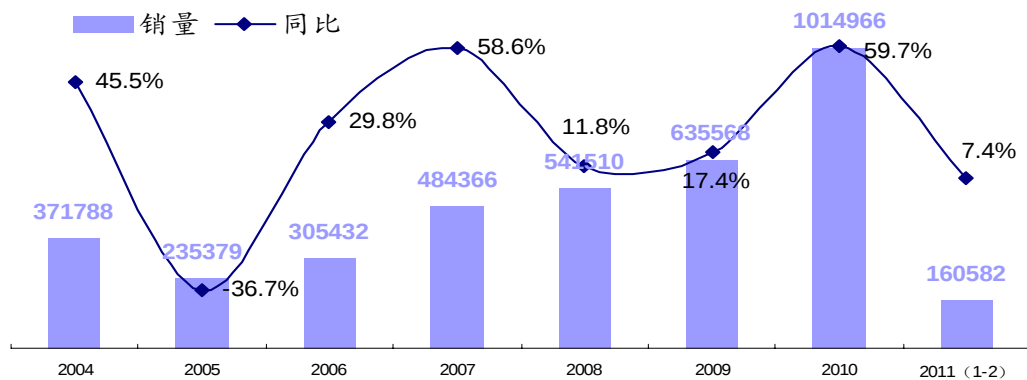
随着公路货运运距的提升, 提升运输效率的要求下, 重卡代替中卡是行业的趋势。2010年中重卡销售128.77万辆, 同比增长44.89%; 其中重卡销售101.50万辆, 同比增长59.69%; 中卡销售27.27万辆, 同比增长7.72%。

图 11: 公路货运平均运距的变化情况



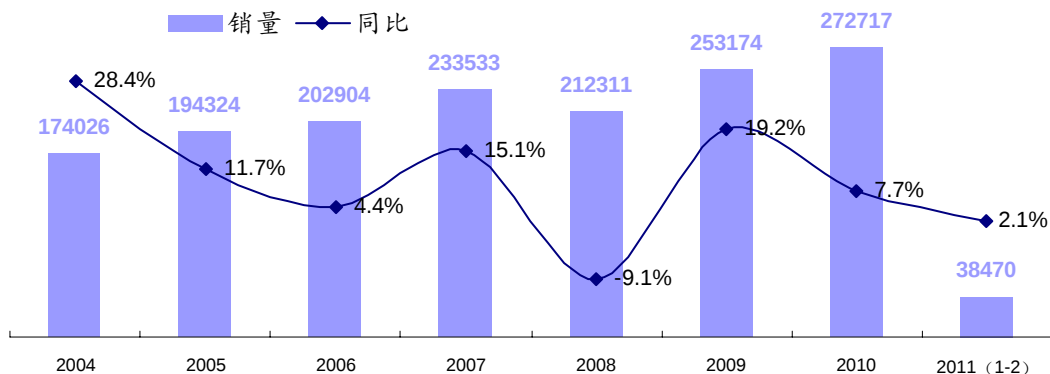
数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心, 单位: 公里

图 12: 重卡的销售变化情况



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

图 13: 中卡的销售变化情况



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

从货运量与中重卡销量两者的增速对比分析, 可以看出两者的相关性非常明显, 但是我们认为2010年中重卡的高速增长, 社会运力的保有量增速明显, 因此2011年物流类中重卡需要一定的时间消化。2011年1月份货运量同比增速12.48%, 对应的中重卡销量增速仅为3.54%。