

证券研究报告—深度报告

汽车汽配

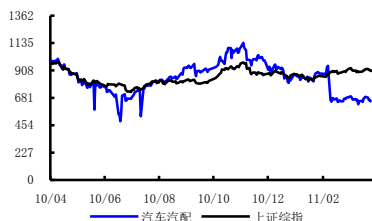
汽车行业 2 季度投资策略

中性

(维持评级)

2011 年 4 月 6 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《汽车行业 2011 年 3 月月报：销量增速放缓 结构分化持续》——2011-3-18

《《车船税法》对乘用车影响偏中性，改善前期悲观预期》——2011-2-28

《汽车行业 2011 年 2 月月报：乘用车 1 月销量“虚高”，大中客增长确定》——2011-2-28

《汽车行业 2011 年 1 月月报：全年实现高速增长》——2011-1-20

证券分析师：左涛

电话：021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120011

行业季度投资策略

寻找结构分化中的投资机会

● 乘用车：销量增速放缓 结构分化持续

轿车销量增速放缓，中高端合资品牌表现较好：结构分化在二季度甚至下半年将会持续，中高端合资品牌企业销量、盈利增速将会超越行业平均；

MPV、SUV 旺销局面有望持续：2H09 至今 SUV、MPV 持续旺销，其主要动力来自终端消费升级、保有量增大后换车需求增加，具有可持续性；

乘用车行业整体 2Q11 面临一定压力：成品油价格上涨压力、日本地震等突发事件、原材料、人工成本压力增大影响会逐步体现，而中高端合资品牌、SUV、MPV 表现将超越行业平均。

● 大中客行业增长确定性较强

大中客行业 2 月销量下滑不改整体增势，出口形势仍然较好，我们认为大中客行业 2011 年增长确定性较强，除中长途公路客运车辆外，其余细分行业销量均将稳步增长，行业龙头销量、盈利仍将保持较快增长。

● 中高端轻客、轻卡受益城市物流需求提升

2011 年中高端轻客、轻卡销量增速将高于行业平均：【1】中高端轻卡受鼓励政策退出冲击较小；【2】城市物流需求提升拉动中高端轻客、轻卡需求。企业层面，产品结构偏向中高端的轻客、轻卡企业市场份额将持续提升。

● 重卡：工程强、物流弱，整体压力大

重卡行业结构分化，工程重卡表现好于物流重卡，行业整体增长压力较大：

【1】结构分化花削弱增长动力；【2】保有量近两年快速增长压抑新增需求；

【3】行业产能扩张较快。后续表现主要取决于基建、保障房执行力度。

● 维持“中性”评级，选择优势细分行业优秀公司。

维持行业“中性”评级，在行业整体增速放缓，乘用车、商用车细分行业均出现较为明显的结构分化的背景下，应选择优势细分行业的优秀公司：

【1】中高端乘用车及配套零部件公司：上海汽车、华域汽车、一汽富维；

【2】大中客行业龙头：宇通客车；【3】城市物流升级最大受益者：江铃汽车；

【4】关注受益 SUV、MPV 行业高增长企业：包括悦达投资、江淮汽车。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元) 2011-04-01	EPS		PE 2011E	投资评级
				2010E	2011E		
600066	宇通客车	12529	24.10	1.65	1.95	12	推荐
600741	华域汽车	33091	12.81	0.97	1.15	11	推荐
000550	江铃汽车	29781	33.80	1.98	2.58	13	推荐
600742	一汽富维	6974	32.97	2.69	3.10	11	谨慎推荐
600104	上海汽车	170523	18.45	1.49	1.88	10	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测 注：盈利预测用加粗字体表示是公司年报披露值

内容目录

乘用车：销量增速放缓 结构分化持续	4
轿车：中高端合资品牌轿车表现超越行业平均	4
MPV、SUV：旺销局面有望持续	6
乘用车行业 2 季度整体面临一定压力	7
大中客：增长确定性较强	8
大中客 2 月销量季节性下滑不改增势	8
出口仍处于恢复通道	8
2011 年大中客增长确定性较强	10
中高端轻客、轻卡收益城市物流需求提升	10
轻客、轻卡需求出现结构分化	10
行业内部企业竞争格局转变	11
重卡：工程强、物流弱，整体压力大	12
重卡行业出现结构分化	12
整体增长压力较大	14
投资策略：选择优势细分行业的优秀公司	14

图表目录

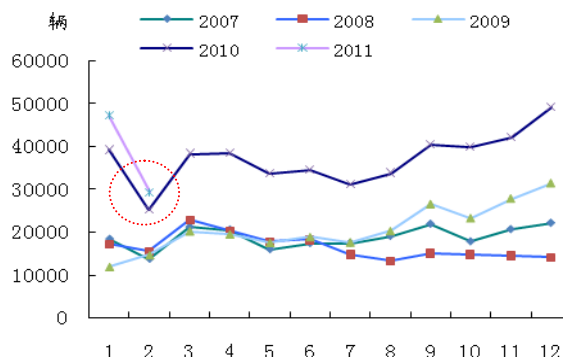
图 1: 轿车月销量季节性波动 (2007.1-2011.2)	4
图 2: 轿车月销量及同比增速 (2009.1-2011.2)	4
图 3: 轿车月销量年化及同比增速 (2008.1-2011.2)	4
图 4: 轿车月销量结构 (2009.1-2011.2)	4
图 5: SUV 月销量季节性波动 (2007.1-2011.2)	6
图 6: SUV 月销量及同比增速 (2008.1-2011.2)	6
图 7: MPV 月销量季节性波动 (2007.1-2011.2)	7
图 8: MPV 月销量及同比增速 (2008.1-2011.2)	7
图 9: 国内私人汽车拥有量及同比增速 (2000-2009)	7
图 10: 大中客销量的季节性波动 (2007.1 - 2011.2)	8
图 11: 大客销量的季节性波动 (2007.1 - 2011.2)	8
图 12: 中客销量的季节性波动 (2007.1 - 2011.2)	9
图 13: 大中客月销量及同比增速 (2009.1-2011.2)	9
图 14: 大客月销量及同比增速 (2009.1 - 2011.2)	9
图 15: 中客月销量及同比增速 (2009.1 - 2011.2)	9
图 16: 大中客月销量年化 (2008.1 - 2011.2)	9
图 17: 大客月销量年化 (2008.1 - 2011.2)	9
图 18: 中客月销量年化 (2008.1 - 2011.2)	10
图 19: 大客月出口量及同比增速 (2007.1-2011.2)	10
图 20: 轻卡月销量年化及同比增速(2008.1-2011.2)	11
图 21: 轻客月销量年化及同比增速 (2008.1-2011.2)	11
图 22: 国内主要轻客企业市场占有率 (2008-2011.2)	11
图 23: 国内主要轻卡企业市场占有率 (2008-2011.2)	11
图 24: 重卡销量的季节性波动 (2007.1-2011.2)	12
图 25: 重卡月销量及同比增速 (2009.1-2011.2)	12
图 26: 重卡月销量年化 (2008.1-2011.2)	13
图 27: 重型载货车月销量及同比增速 (2009.1-2011.2)	13
图 28: 半挂牵引车月销量同比增速 (2009.1-2011.2)	13
图 29: 重卡底盘销量及同比增速 (2009.1-2011.2)	13
图 30: 公路货物月周转量及同比增速 (2009.1-2011.12)	13
图 31: 集装箱月进出口量及同比增速 (2008.1-2010.12)	13
图 32: 重卡保有量及增长 (2004-2010E)	14
表 1: 国内主要乘用车企业 1-2 月销量及同比增长.....	5
表 2: 国内主流乘用车企业 2011 年销量目标.....	5
表 3: 重点公司盈利预测及估值.....	15

乘用车：销量增速放缓 结构分化持续

轿车：中高端合资品牌轿车表现超越行业平均

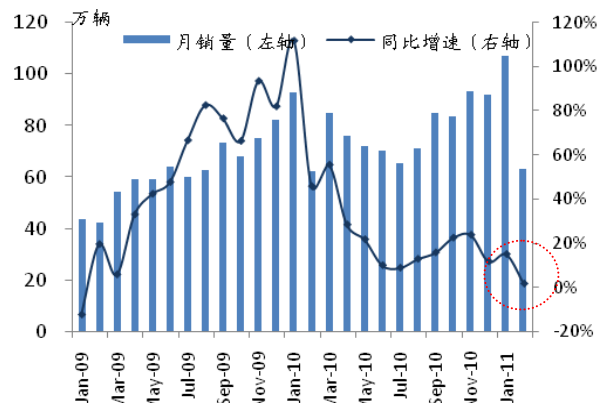
轿车销量增速放缓：2011年1-2月轿车累计销售170.4万辆，同比增长9.7%，剔除季节性因素的年化销量累计同比增长6.4%。3月销量有所反弹，预计1Q11轿车销量同比增长11%左右。需要指出的是，1-2月厂商批发量累计高于终端销售数（乘联会口径）17.2万辆，预计整个1Q11经销商都处于增库存过程，另外1月销量有部分2010年底平滑因素，整体上，轿车销量增速有所放缓。

图 1：轿车月销量季节性波动（2007.1-2011.2）



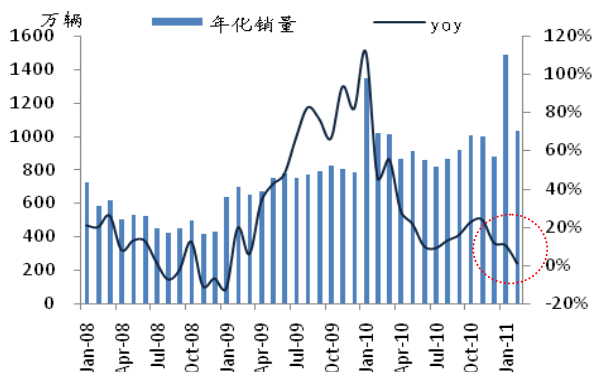
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 2：轿车月销量及同比增速（2009.1-2011.2）



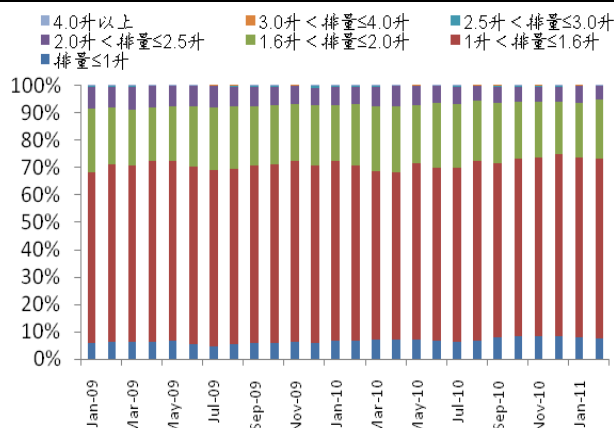
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 3：轿车月销量年化及同比增速（2008.1-2011.2）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 4：轿车月销量结构（2009.1-2011.2）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

结构分化明显，合资品牌中高端表现较好：在轿车销量整体增速放缓的背景下，行业内销量结构出现分化，合资品牌中高端轿车景气度强于自主品牌经济型轿车。2月自主品牌轿车市场份额环比有所下滑，2011年1-2月自主品牌轿车销量销售54.65万辆，同比增长4.07%，市场份额为32.07%，同比下降1.74个百分点。

而以上海大众、上海通用为代表的欧美系合资品牌销量同比增速均在 30%以上，主要原因是自主品牌轿车排量多集中于 1.6L 及以下，“购置税优惠”等鼓励消费相关政策推出对自主品牌的冲击更大，**我们认为这种分化在二季度甚至下半年将会持续**，如终端油价进一步上涨，“节能惠民工程”到期后补贴取消或降低，由于自主品牌中低端轿车用户对用车售价、使用成本更加敏感，这种分化将会加剧。此外，从 2011 年的排产目标看，合资品牌乘用车企业整体相对于自主品牌企业谨慎，产能扩张步伐也相对较慢，产能利用率水平整体高于自主品牌企业，预计 2011 年轿车行业销量增速在 10%-15%，而合资品牌、产品结构偏向中高端的上海大众、上海通用等企业销量、盈利增速将会超越行业平均。

表 1：国内主要乘用车企业 1-2 月销量及同比增长

企业名称	2月销量	1-2月累计销量	2月同比	1-2月同比	备注
北京奔驰	4377	9561	201.86	176.81	合资德系
华晨宝马	5140	14243	88.62	147.45	合资德系
上海大众	80015	193015	32.46	50.1	合资德系
长城汽车	22373	61699	22.71	47.13	自主 SUV、轿车
上海通用	76905	205402	35.11	40.21	合资美系
东风本田	18178	47019	18.02	26.21	合资日系
北京现代	50717	123036	36.72	23.1	合资韩系
东风日产乘用车	43705	119023	7.47	18.01	合资日系
一汽大众	42273	143306	0.73	14.67	合资德系
神龙汽车	26814	68741	13.16	13.02	合资法系
一汽海马	10225	23548	-6.13	12.56	自主 MPV、SUV、轿车
重庆力帆乘用车	6570	10641	93.75	12.44	自主品牌
乘用车企业总计（67 家）	967242	2496376	2.57	10.5	
东风悦达起亚	24594	63452	2.47	9.04	合资韩系
重庆长安铃木	16018	38157	5.69	8.23	合资日系
一汽夏利	14161	51621	-18.59	5.78	自主品牌
奇瑞汽车	35088	120895	-15.48	5.18	自主品牌
一汽轿车	14017	40604	-6.78	5.18	自主品牌
吉利控股	30539	76472	-1.95	4.13	自主品牌
广汽长丰	2596	5596	11.23	-4.93	自主品牌
长安福特马自达	24792	66524	-12.25	-5.06	合资美系 日系
广汽丰田	14976	39693	-14.3	-7.99	合资日系
广汽本田	23170	60009	-19.56	-8.01	合资日系
重庆长安	61855	139404	-19.43	-14.44	自主品牌
比亚迪	26521	78575	-22.42	-17.64	自主品牌
上海汽车股份	5868	17334	-35.96	-21.48	自主品牌

数据来源：CAAM，国信证券经济研究所

表 2：国内主流乘用车企业 2011 年销量目标

合资乘用车企业				自主品牌乘用车企业			
企业名称	2010 年销量	2011 年目标	YoY	企业名称	2010 年销量	2011 年目标	YoY
上汽通用五菱	124.1	130	4.8%	长安汽车（集团）	238	240	0.9%
上海大众	100.1	120	19.8%	奇瑞汽车	68	80	17.3%
上海通用	101.2	115	13.6%	比亚迪	52	60	15.4%
一汽大众	87.0	100	14.9%	吉利汽车	42	49	17.7%
北京现代	70.3	72	2.4%	天津一汽	25	30	19.8%
东风日产	66.1	77.2	16.8%	一汽轿车	27	35.3	30.3%
一汽丰田	50.6	55	8.7%	昌河汽车	18	40	127.3%
广汽本田	38.6	44.2	14.5%	长城汽车	40	55	38.4%
长安马自达	9.0	11	21.8%	华晨汽车	50	65.7	31.0%
神龙汽车	37.3	42.5	13.8%	江淮汽车	45	68	49.6%

东风悦达起亚	33.3	43	29.1%	上海汽车	16	23	43.8%
东风本田	26.1	28.2	8.2%	一汽吉林	15	18	20.0%
广汽丰田	26.9	26	-3.5%	东风柳汽	11	18	66.7%
长安铃木	20.0	23	15.0%	东风乘用车	3	4.2	50.0%
东南汽车	12.0	15	24.6%	江铃控股	19.2	23	19.8%
北京奔驰	3.9	5.6	43.6%	小计	669	809.2	21.0%
小计	806.6	907.7	12.5%	乘用车总计	1475	1716.9	16.4%

数据来源：中国汽车报 国信证券经济研究所

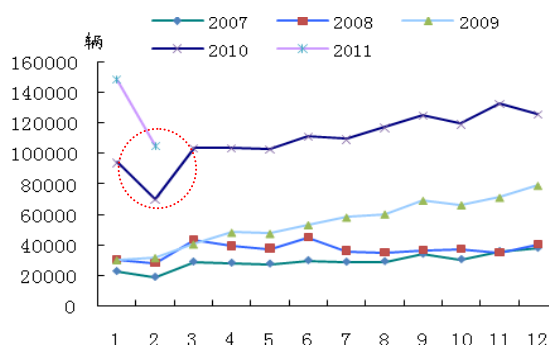
数据来源：中国汽车报 国信证券经济研究所

MPV、SUV：旺销局面有望持续

SUV、MPV 销量自 2H09 至今销售持续向好：国内 SUV、MPV 本轮旺销启动于 2009 年下半年，月销量基本呈单边上涨趋势。2010 年 SUV、MPV 销量同比分别增长 100.4%、78.9%，远高于同期轿车、微客销量增速。2011 年这一旺销局面得到持续，1-2 月 SUV、MPV 销量累计同比分别增长 53.9%、19.2%，远高于乘用车行业 10.5% 的增长。

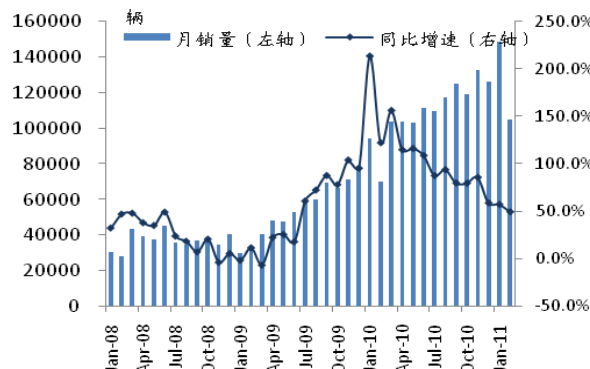
SUV、MPV 行业旺销局面将有持续性：我们认为 SUV、MPV 行业销量高速增长的局面有望在 2Q11 以及下半年持续，主要基于：**【1】销量增长主要动力是终端客户需求：**SUV、MPV 排量大多并不在 1.6L 及以下，2009-2010 受政策补贴力度有限，售价、整体使用成本较经济型轿车也更高，但销量表现依然突出，主要是因为终端消费升级，消费者对于个性化、舒适性的需求增强；**【2】乘用车保有量增大有助 SUV、MPV 销量增长：**目前我国乘用车消费仍以首次购车为主，近年随着乘用车保有量迅速增大，购买第二辆车和换车需求逐步增大，由于首次购车基本以经济型轿车为主，而换车、第二辆车将更多的考虑个性化、舒适性高的 SUV、MPV 车型，因此我们认为 SUV、MPV 增长具有中长期动力的支持；

图 5：SUV 月销量季节性波动（2007.1-2011.2）



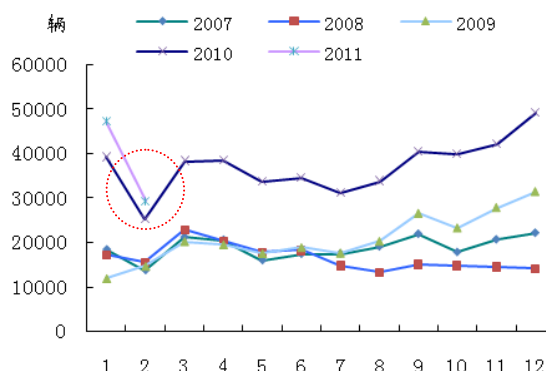
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 6：SUV 月销量及同比增速（2008.1-2011.2）



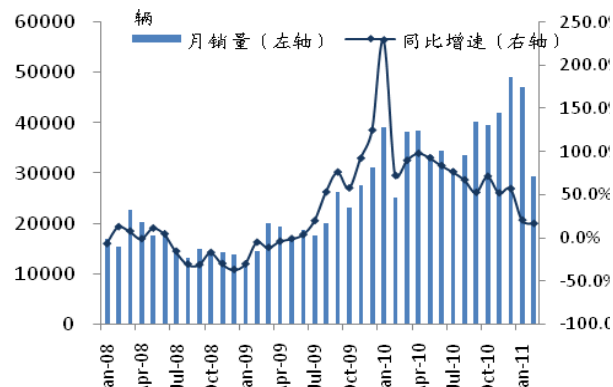
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 7: MPV 月销量季节性波动 (2007.1-2011.2)



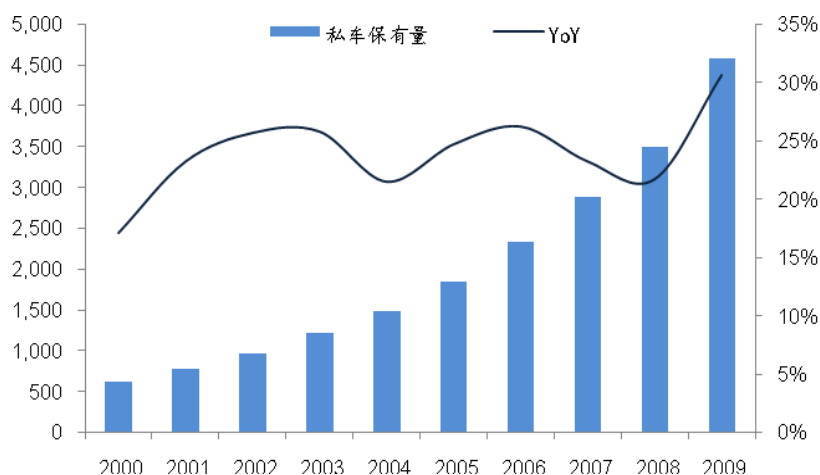
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 8: MPV 月销量及同比增速 (2008.1-2011.2)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 9: 国内私人汽车拥有量及同比增速 (2000-2009)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

乘用车行业 2 季度整体面临一定压力

我们认为从乘用车行业整体层面 2Q11 面临一定的压力, 主要体现在: **【1】成品油价格:** 自 2 月 20 日调价以后, 各地 93 号汽油价格大多在 7 元/升以上, 近期国际原油价格维持高位, 国内成品油价格仍面临上调压力, 我们认为在终端油价相对较高的基础上, 再度上调对消费者购车欲望的压抑会更大, 且更多的体现在对使用成本敏感的中低端乘用车; **【2】局部突发事件影响:** 日本地震、锦湖轮胎召回等事件对国内汽车企业的影响将在 2 季度逐步体现, 地震短期对日系合资品牌影响更大, 而锦湖轮胎事件对韩系合资品牌影响较大; **【3】成本压力:** 钢材等原材料价格以及人工成本的上涨向整车企业传导, 影响盈利水平。在行业整体面临不确定性的背景下, 预计中高端合资品牌、SUV、MPV 表现仍将超越平均水平;

大中客：增长确定性较强

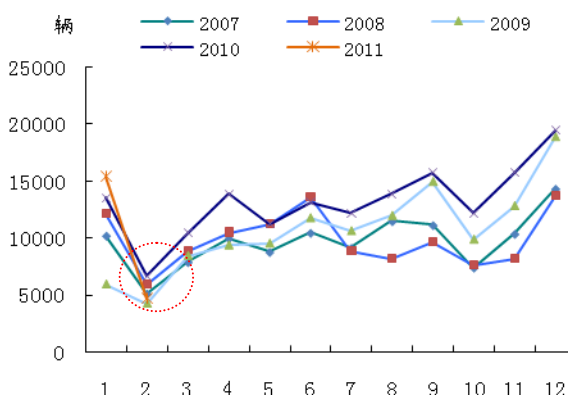
大中客 2 月销量季节性下滑不改增势

1-2 月大中客合计销售 20153 辆，累计同比下滑 0.7%。其中大客、中客分别销售 9618、10535 辆，累计同比增速分别为 6.9%、-6.8%，大客表现好于中客。2 月大中客行业销量出现了一定下滑，我们认为主要原因是春节因素，每年春节前是大中客销量最高的时候，今年春节在 2 月初，因此 2 月销量环比出现了大幅下滑，预计 2 月销量将为全年低点，3 月起销量将逐步恢复正常。

出口仍处于恢复通道

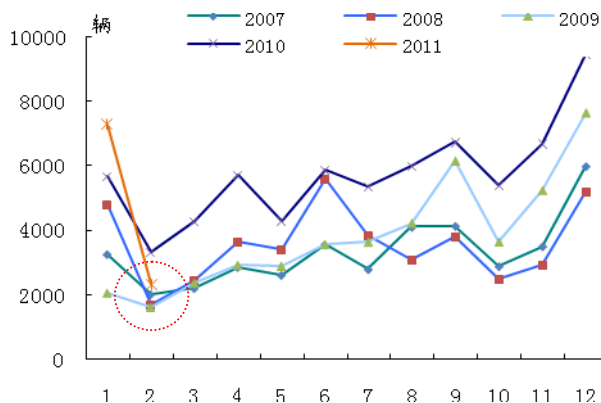
2010 年大客出口稳步回复，全年累计出口 11461 辆，同比增长 31.9%，12 月出口量 1387 辆，创 2009 年以来月出口量新高，平均月出口量也基本恢复到了金融危机前的水平。在国内市场中长期仍受高铁建设压力的背景下，客车企业均加快海外市场开拓，客车行业劳动密集型的特性觉得在相当长一段时间内，我国客车出口仍将具备明显成本优势，我们认为随着作为我国大中客主要出口目的地的新兴市场需求回暖、部分客车龙头企业逐步拓展欧洲等市场，2011 年大中客出口仍处于恢复通道中。

图 10：大中客销量的季节性波动（2007.1-2011.2）



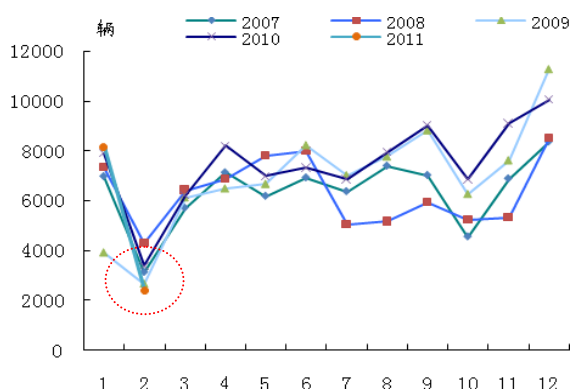
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 11：大客销量的季节性波动（2007.1-2011.2）



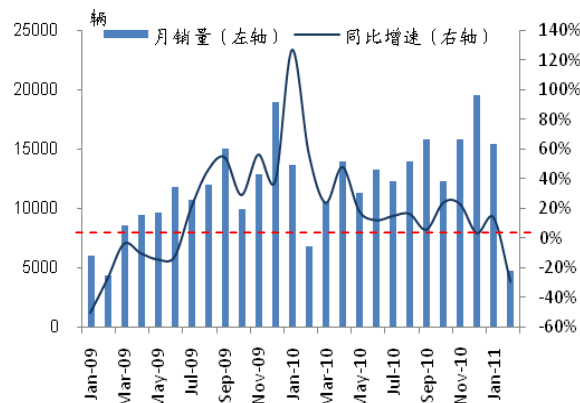
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 12: 中客销量的季节性波动 (2007.1-2011.2)



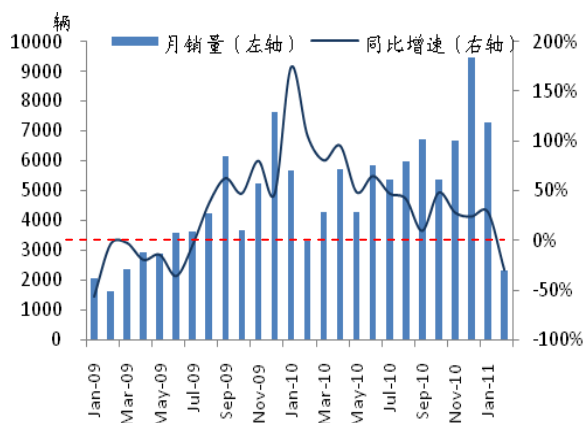
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 13: 大中客月销量及同比增速 (2009.1-2011.2)



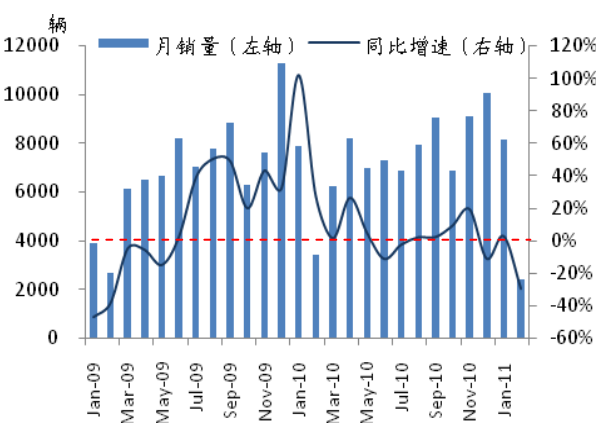
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 14: 大客月销量及同比增速 (2009.1-2011.2)



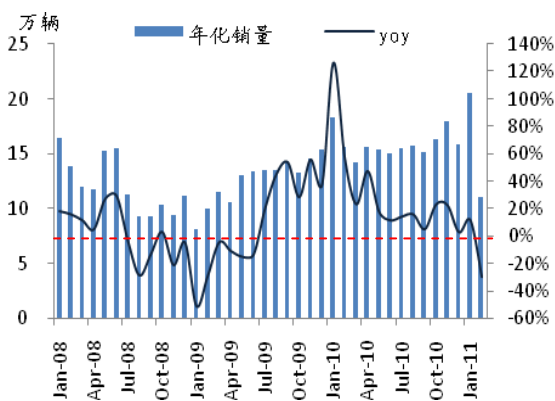
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 15: 中客月销量及同比增速 (2009.1-2011.2)



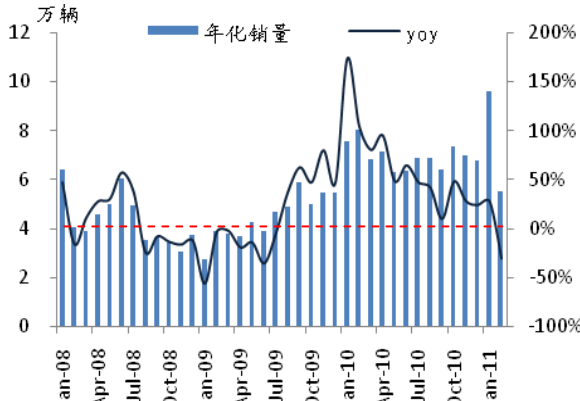
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 16: 大中客月销量年化 (2008.1-2011.2)



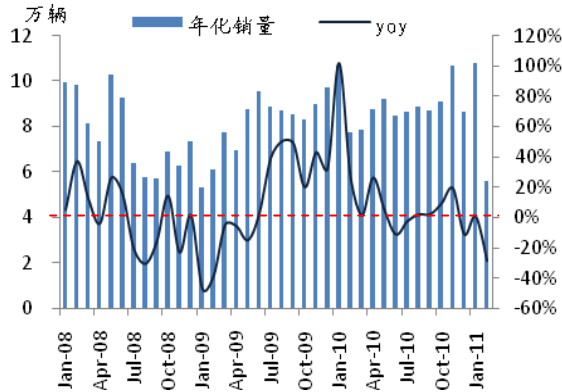
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 17: 大客月销量年化 (2008.1-2011.2)



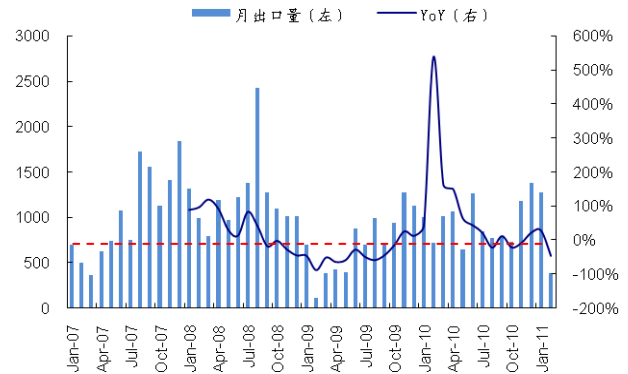
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 18: 中客月销量年化 (2008.1-2011.2)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 19: 大客月出口量及同比增速 (2007.1-2011.2)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

2011 年中客增长确定性较强

我们认为 2011 年中客行业增长的确定性较强，预计大中客整体销量增速有望达到 15%。近年受益于居民收入提高和中国城镇化率稳步提升、大中城市拥堵加剧促进公交需求增长、二三线城市公交车升级、城市规模扩大带来的通勤需求、短途运输需求增长等因素，大中客行业平稳较快增长，我们认为大中客 2011 年在细分行业中增长确定性最强，在需求结构上，处中长途公路客运车辆受高铁替代增速趋缓外，团体、旅游、公交客车需求增速均将稳步提升。目前客车行业整体产能扩张规模较低，宇通客车、金龙汽车等主流客车企业产能紧绷，我们预计主流公司盈利仍将保持较快增长。

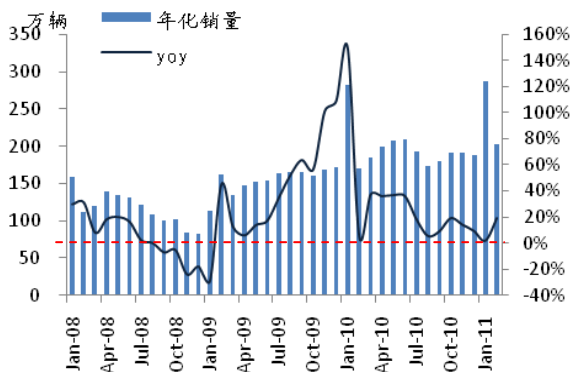
中高端轻客、轻卡受益城市物流需求提升

轻客、轻卡需求出现结构分化

2011 年中高端轻客、轻卡销量增速将高于行业平均: 【1】中高端轻卡受政策退出冲击相对较小: 2009 年上半年陆续实施的“汽车下乡”、“以旧换新”等鼓励汽车消费政策拉动轻卡行业销量增长，对中低端轻卡的拉动作用更加明显，主要原因是中低端轻卡更适应农村客户需求，且补贴额度相对车价比例更高。2011 年相关政策退出后，中低端轻卡由于鼓励政策造成的透支性消费因素，销量增速放缓，而中高端轻卡受政策退出冲击相对较小; 【2】城市物流需求拉动中高端轻客、轻卡需求: 近年随着城镇化率逐步提高，城市规模扩大、常住人口增长，带来了商品配送、邮政快递、市内搬家、电信市政集团客户等新增城市物流需求，运送物品具有小批量、大批次、单位价值高等特点，对车辆的出勤率、可靠性要求较高，此外受制于城市道路及市内车辆限行规定等因素，轻客、轻卡特别是中高端轻客、轻卡就成为最佳

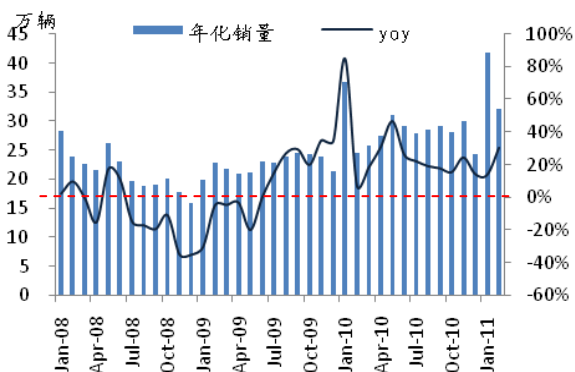
选择。我们认为这一细分领域的需求将会伴随着我国城镇化进程而持续增长。

图 20: 轻卡月销量年化及同比增速(2008.1-2011.2)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 21: 轻客月销量年化及同比增速 (2008.1-2011.2)

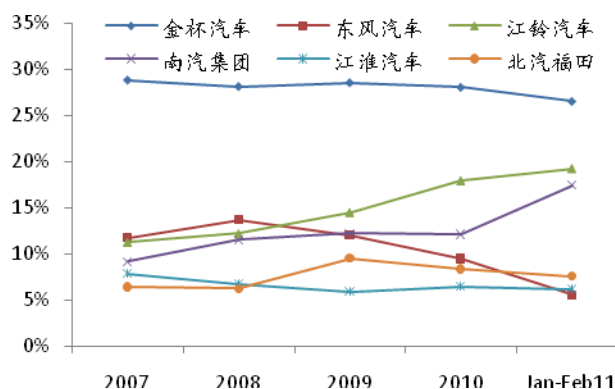


资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

行业内部企业竞争格局转变

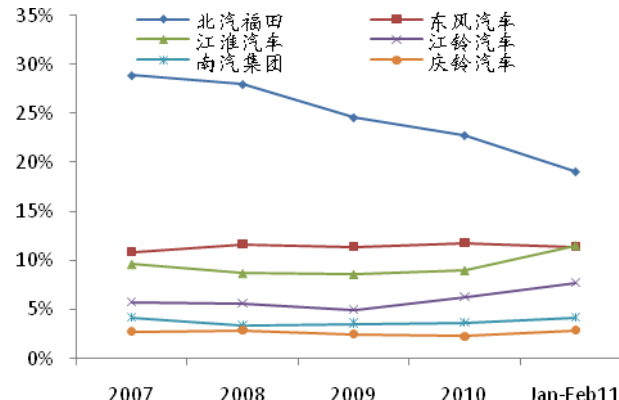
中高端轻客、轻卡企业市场份额提升:2011 年政策退出后, 1-2 月产品定位中高端的轻客企业如江铃汽车 (YoY 38.9%)、南汽集团 (YoY 65.1%) 销量增速远超行业平均 (YoY 22.2%), 江淮汽车 2009 年底推出定位中高端的轻客“风尚”后, 销量增速 (YoY 61.7%) 也远超行业平均。金杯客车、北汽福田轻客产品偏中低端, 2009 年以来市场份额出现了一定下滑。轻卡行业也出现了类似的情况, 我们上述情况背后的原因是城市化带来城市物流需求提升、终端消费升级, 这一趋势有望得到持续, 中高端轻客、轻卡企业市场份额会持续提升。

图 22: 国内主要轻客企业市场占有率 (2008-2011.2)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 23: 国内主要轻卡企业市场占有率 (2008-2011.2)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

重卡：工程强、物流弱，整体压力大

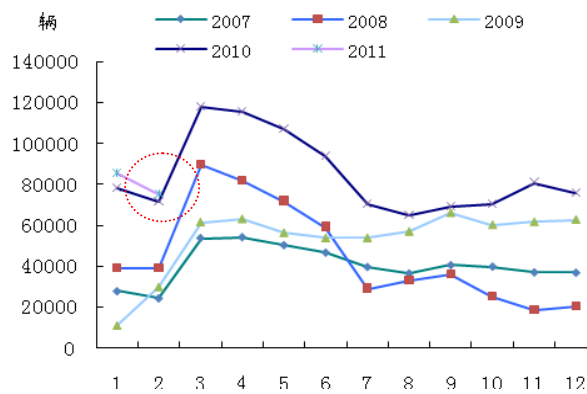
重卡行业出现结构分化

需求分化，工程强、物流弱：2011 年 1-2 月重卡销售 16.1 万辆，累计同比增长 7.4%，销量表现平稳。细分车型中，重型载货车、半挂牵引车、重卡底盘 1-2 月累计分别销售 5.0、4.2、6.9 万辆，累计同比增速分别为 95.3%、-29.3%、6.4%。

重卡行业出现结构分化：**【1】物流重卡销售压力较大：**物流用重卡主要是半挂牵引车，另外也包含部分重型载货车（普通重卡），这部分重卡目前销售压力较大，半挂牵引车 1-2 月累计销量下滑 29.3%，主要原因是经过 2H09、2010 年两年销量高速增长，物流重卡保有量迅速提升，对今年的需求增长形成一定压力，此外近期下游物流需求增长放缓，而终端油价上调，影响了物流重卡用户新车购买意愿；

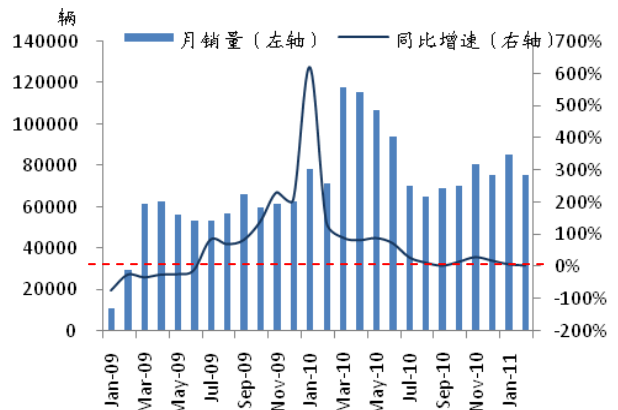
【2】工程用重卡需求相对较好：2010 年全年重型载货车、半挂牵引车销量占比较 2009 年分别增长 3.3、1.7 个百分点，而重卡底盘占比则下降 5 个百分点至 40.9%，预计今年物流类重卡（主要是半挂牵引车）占比将有所下降，工程用重卡（主要是重卡底盘）销量占比将有所提升，主要原因是今年是“十二五”开局之年、新一轮西部大开发启动、中央对于保障房建设力度较大，加上很多 2009 年投资开工的基建项目仍未完成，基建工程用重卡需求较旺，未来随着新开工项目增多，需求将逐步释放。

图 24：重卡销量的季节性波动（2007.1-2011.2）



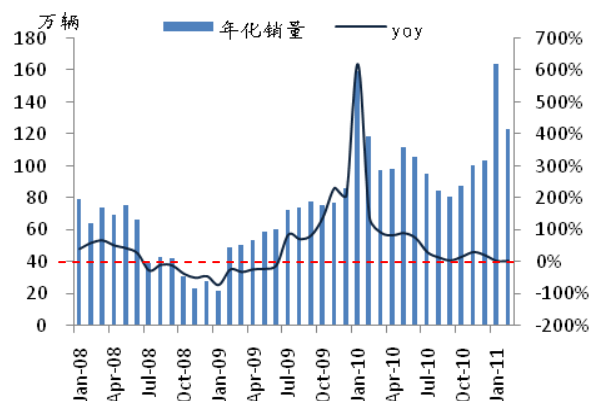
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 25：重卡月销量及同比增速（2009.1-2011.2）



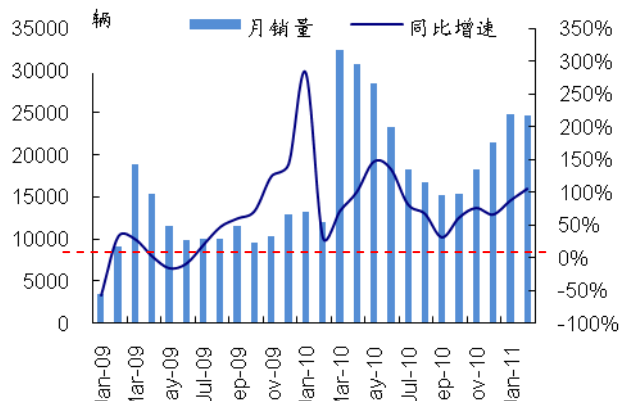
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 26: 重卡月销量年化 (2008.1-2011.2)



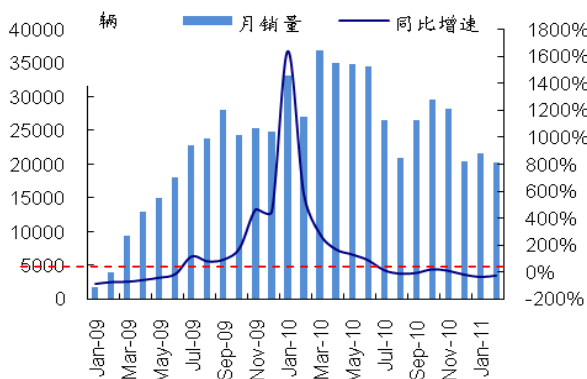
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 27: 重型载货车月销量及同比增速 (2009.1-2011.2)



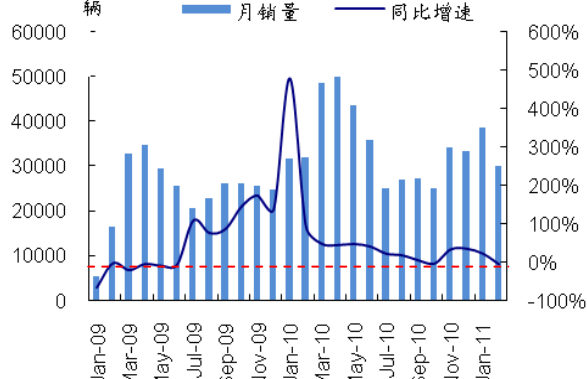
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 28: 半挂牵引车月销量同比增速 (2009.1-2011.2)



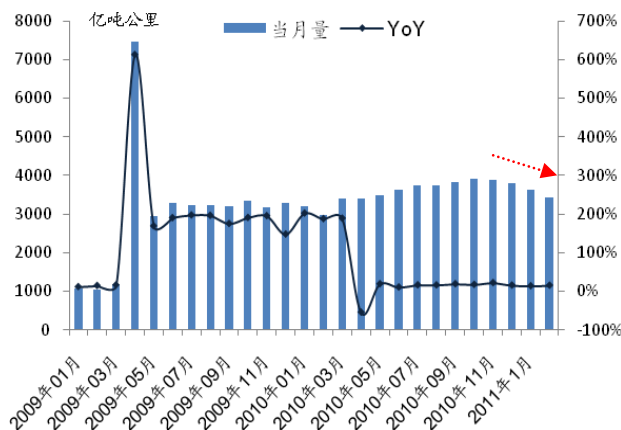
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 29: 重卡底盘销量及同比增速 (2009.1-2011.2)



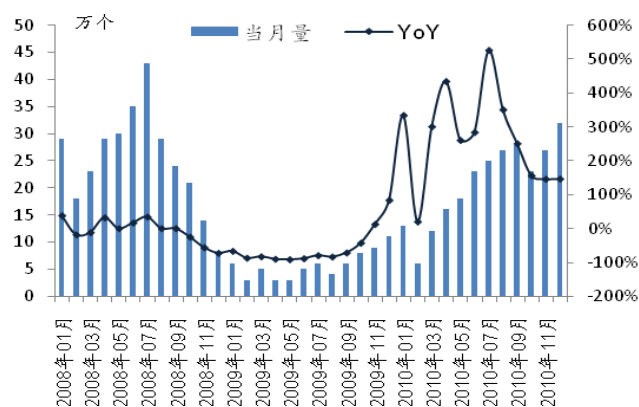
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 30: 公路货物月周转量及同比增速 (2009.1-2011.12)



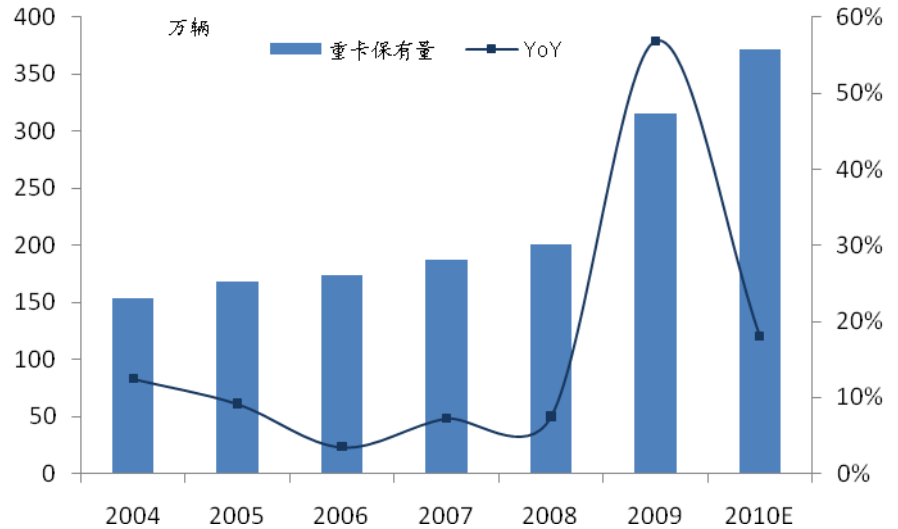
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

图 31: 集装箱月进出口量及同比增速 (2008.1-2010.12)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 32: 重卡保有量及增长 (2004-2010E)



资料来源: CEIC 国信证券经济研究所

整体增长压力较大

我们对 2011 年重卡需求相对谨慎: 2010 年重卡销量同比增长 59.7%, 2008-2010 年重卡销量复合增长率达到 36.8%, 呈现爆发式增长, 其主要动力是国家 4 万亿投资的拉动, 以及社会物流需求回升、房地产投资。我们对重卡行业的谨慎态度主要基于: 【1】结构分化削弱增长动力: 2011 年重卡需求由 2010 年的物流、基建双驱动转变为主要由投资基建驱动, 增长动力有所减弱; 【2】保有量过去两年快速增长: 2009 年重卡保有量达到 315 万辆 (YoY 57.7%), 2010 年保有量增长预计也在 20% 左右, 重卡保有量在投资等刺激下, 经过两年超常规快速增长, 对新增需求形成压抑, 另外终端油价上涨、信贷收紧对以贷款构成为主的重卡用户特别是物流用重卡用户也形成一定压力; 【3】行业产能扩张较快: 重卡行业产能扩张加速, 在建及规划产能较多。2 季度后重卡销量表现主要取决于基建用重卡增长, 而基建重卡需求主要取决于基建投资、保障房建设执行力度等。总体上, 我们预计 2011 年重卡行业销量增速在 5%-10%。

投资策略: 选择优势细分行业的优秀公司

汽车行业 2001 年以来尤其是过去两年经历了高速增长过程, 其中既有居民收入提高等内在因素, 也有城市化、重工业化、鼓励消费政策等外在因素, 从中长期看, 我国汽车行业仍有较大的增长空间, 从短期看, 今年鼓励政策退出、终端油价高企、大城市拥堵带来限购等政策, 预计汽车行业销量增速将回落到 10%-15% 的正常增长。维持对汽车行业“中性”的投资评级, 其中: 大中客——谨慎推荐, 轿车——中性, 重卡——中性。在行业整体销量增速放缓

的背景下，乘用车、商用车细分行业均出现较为明显的结构分化，我们认为着眼 2Q11，应该选择优势细分行业的优秀公司，具体的：

【1】配置中高端乘用车及零部件公司：包括上海汽车（主要盈利贡献者上海大众、上海通用销量远超行业水平、产能利用率维持高位，产品结构定位中高端，新品市场表现突出；自主品牌发展良好，南汽集团 IVECO 轻客收益城市物流升级）、华域汽车（主要客户是欧美系合资品牌领先企业，受益下游客户销量及市场份额提升，旗下子公司细分行业地位突出，盈利能力强）、一汽富维（背靠一汽集团，业务横向扩张，本部钢车轮业务开始恭喜盈利，成长性有保证）；

【2】大中客行业配置龙头企业：宇通客车（大中客行业增长确定性强，公司 2011 年产能增长有限，产能保持紧绷，内部管理提升盈利能力，盈利增速有望超越销量增速）；

【3】城市物流升级最大受益者：江铃汽车（公司收益城市物流升级带来的中高端轻客、轻卡需求增长，全顺轻客、JMC 品牌轻卡市场份额持续提升，SUV 新品驭胜及后续产品带来的新的盈利增长点）

【4】关注受益 SUV、MPV 行业高增长企业：包括悦达投资（旗下东风悦达起亚 SUV 智跑、狮跑销量表现良好，新车型 K5 市场接受度高，产品结构上移，受益于中高端乘用车及 SUV 行业高速增长）、江淮汽车（公司 MPV 销量多年保持行业首位，销量稳定增长，轻卡产品定位中端，受益城市物流需求增长，销量增速有望超越行业，整车出口快速增长）

表 3：重点公司盈利预测及估值

公司	公司	收盘价	EPS		P/E		P/B		评级
名称	代码	2011-4-1	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
宇通客车	600066	24.10	1.65	1.95	2.43	14.6	12.4	9.9	推荐
华域汽车	600741	12.81	0.97	1.15	1.27	13.2	11.1	10.1	推荐
江铃汽车	000550	33.80	1.98	2.58	2.97	17.1	13.1	11.4	推荐
一汽轿车	000800	16.83	1.36	1.53	1.68	12.4	11.0	10.0	推荐
一汽富维	600742	32.97	2.69	3.10	3.57	12.3	10.6	9.2	谨慎推荐
上海汽车	600104	18.45	1.49	1.88	2.22	12.4	9.8	8.3	谨慎推荐
一汽夏利	000927	7.92	0.32	0.38	0.42	24.8	20.8	18.9	谨慎推荐
潍柴动力	000338	53.94	4.07	4.63	5.34	13.3	11.7	10.1	谨慎推荐
银轮股份	002126	30.61	1.31	1.51	1.93	23.4	20.3	15.9	谨慎推荐
福田汽车	600166	23.84	1.73	2.05	2.46	13.8	11.6	9.7	谨慎推荐
中国重汽	000951	25.20	1.60	1.84	2.12	15.8	13.7	11.9	谨慎推荐
威孚高科	000581	40.29	2.36	2.90	3.77	17.1	13.9	10.7	谨慎推荐
长安汽车	000625	9.45	0.85	0.85	0.94	11.1	11.1	10.1	中性
金龙汽车	600686	10.41	0.50	0.67	0.80	20.8	15.5	12.9	中性
万里扬	002434	29.24	0.90	1.28	1.75	32.5	22.8	16.7	无评级

数据来源：Wind 国信证券经济研究所

注：1.2010 年业绩用加粗字体表示为公司 2010 年年报披露值； 2.表中 EPS 均按最新总股本摊薄。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161		
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	