

行业增速放缓，盈利显著分化

研究结论

- **狭义乘用车市场景气程度依然较高，不同企业之间盈利增速显著分化。**根据中汽研的数据，1 季度，狭义乘用车产品销量同比增长 27.2%，3 月份同比增长 19.7%；而交叉型乘用车 1 季度产品销量同比仅增长 1.2%，3 月份同比下降 28.8%。1 季度，乘用车产品销售均价下降 3.9%，仍在合理范围之内。不同企业的产品销量增速显著分化，新产品较多、产品竞争力强的合资企业，如上海汽车、悦达投资旗下整车企业的产品销量增速依然显著超越行业的销量增速，预计这些乘用车企业 1 季度的盈利水平将继续快速增长。
- **大中客市场维持了平稳较快增长的势头，销售均价继续提高。**1 季度，大中型客车行业产品销量同比增长 18.5%，继续保持了稳定快速增长的势头，而且，产品的销售结构继续上移，大型客车的销量比重在 10 年基础上继续提高，产品销售均价同比增长 4.4%。我们分析认为，2011 年大中型客车行业产品需求增长的驱动因素在于：1) 交通拥堵的大中城市将加快公共交通系统的建设，对公交车的产品需求增速将显著快于往年；2) 中国大部分城市公交车老化严重，升级换代的需求非常迫切；3) 来自公路客运行业的需求继续稳定增长，铁路客运、公路客运相辅相成、协调发展的局面逐步开始形成。
- **重卡市场步入去库存阶段。**1 季度，重卡行业结束了快速增长的势头，产品销量（批发量）同比增长 8.5%；经销商的库存水平快速上升。分车型看，公路运输用车辆销量（经销商销售）同比下滑约 35%，土建类产品销量（经销商销售）同比下滑约 10%。我们分析认为，09 年开始，养路费取消，刺激公路运输客户有积极性采用大排量重载的半挂牵引车；同时 09 年、10 年两年，国家大规模投资进行基础设施建设，刺激经济快速增长，公路货运行业高度景气。上述两方面因素驱动半挂牵引车产品销量从 09 年下半年开始持续快速增长，一直持续到 10 年 11 月份。相对于公路货运量，半挂牵引车的保有量已经过剩。所以，从 10 年 12 月份开始，以半挂牵引车为代表的公路货运类重卡产品需求快速下降，这是今年 1 季度重卡产品销量增速放缓的最主要的原因。和需求相对应，受原材料价格大幅度上涨和产品高端化的驱动，重卡产品 1 季度销售均价同比上涨 5.5%。我们预计 1 季度重卡类整车企业的盈利增速将显著放缓，而重卡类核心零部件企业的盈利增速依然较快。
- **投资评级。**结合 1 季度各个汽车细分市场的运行状态，我们继续看好乘用车和大中型客车两个细分行业市场全年的景气程度，继续重点推荐：上海汽车（600104）、悦达投资（600805）、江铃汽车（000550）和宇通客车（600066）。
- **风险因素。**如果日本大地震对日本汽车零部件企业的生产能力的破坏在年内无法得到稳定的恢复，将对中国汽车产品的产量产生实质性的影响。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师

8621-63325888×6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

8621-63325888×6129

Wangyi1@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

行业

汽车与零部件

报告发布日期

2011 年 4 月 11 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	股价	2010EPS	2011EPS	目标价	投资评级
江铃汽车	33.40	1.98	2.82	42.30	买入
宇通客车	24.05	1.65	2.25	33.75	买入
潍柴动力	54.87	4.07	5.08	76.62	买入
威孚高科	40.65	2.36	2.82	58.30	买入
上海汽车	19.90	1.61	2.06	30.90	买入
悦达投资	21.77	1.32	2.00	30.00	买入
华域汽车	12.65	0.97	1.28	19.20	买入

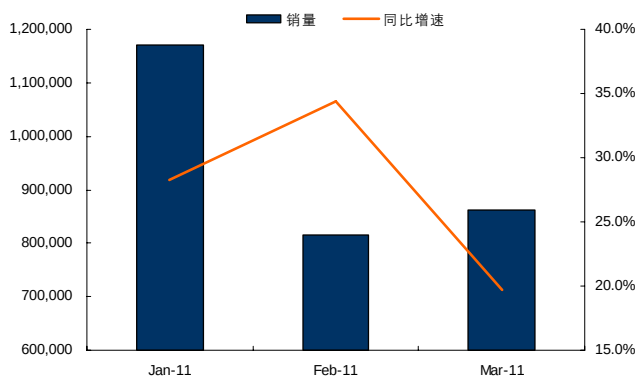
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。

1、乘用车行业：狭义乘用车市场依然维持高景气度

1.1、1 季度不同乘用车产品市场景气度分化

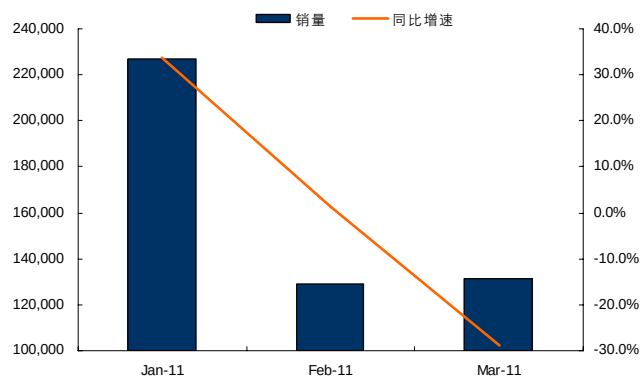
根据中汽研的数据（终端零售数），1 季度狭义乘用车行业依旧维持了相对较高的景气程度，同比增长 27.2%，在对狭义乘用车市场的景气程度判断有重要参考意义的 3 月份，销量同比增长 19.7%。在去年较高的基数上，这一增速显然是超出市场此前的普遍预期；交叉性乘用车市场的景气程度则出现明显回落，销量同比增长 1.2%，其中 3 月份销量同比下滑 28.8%。

图 1 狭义乘用车市场销量（辆）及同比增速变化趋势



数据来源：中汽研 东方证券研究所

图 2 交叉性乘用车市场销量（辆）及同比增速变化趋势

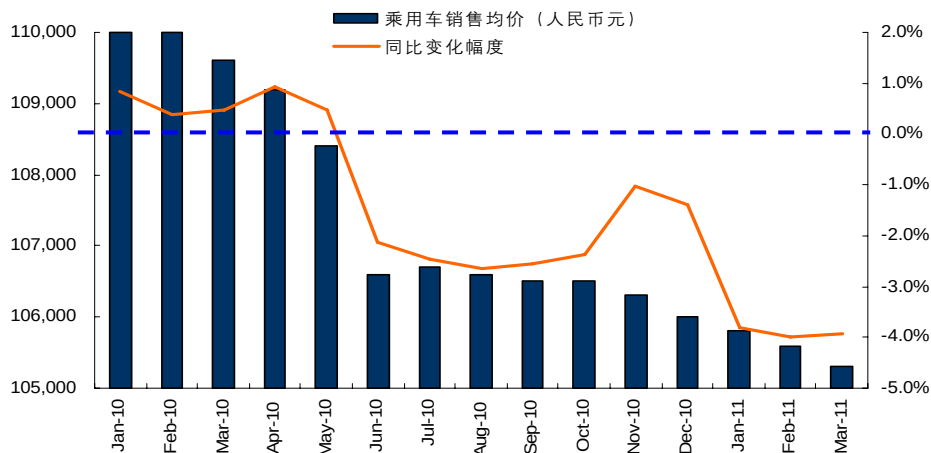


资料来源：中汽研 东方证券研究所

1.2、乘用车整体价格水平稳中趋降

1 季度，乘用车产品价格依然呈下降趋势，而且下降幅度有所加大，但是依然在合理范围之内。

图 3 乘用车产品平均销售价格的变化趋势（人民币/元）

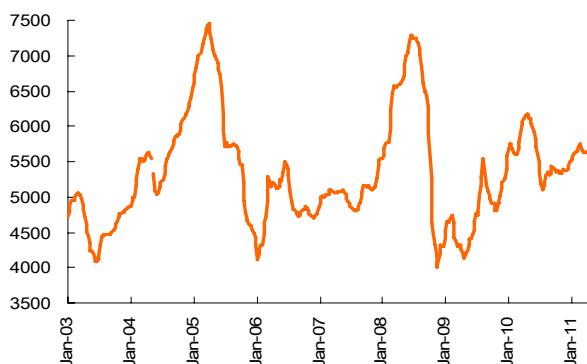


数据来源：CEIC 东方证券研究所

1.3、主要原材料价格涨跌互现

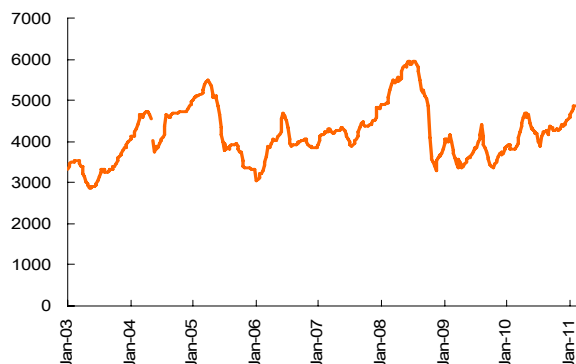
2010 年 8 月份以来，汽车产品原材料价格重新进入上升通道。2011 年 1 季度，冷轧钢板卷销售均价同比下降 1.9%；热轧钢板卷销售均价同比增长 20.4%；聚丙烯价格同比增长 11.8%。乘用车用主要原材料价格的变化幅度依然在乘用车整车厂商和零部件厂商通过产销规模的上升可以消化的范围之内。

图 4 冷轧钢板卷价格变化趋势（人民币元）



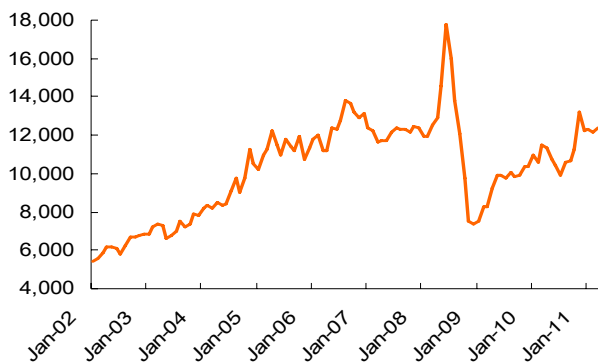
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 5 热轧钢板卷价格变化趋势（人民币元）



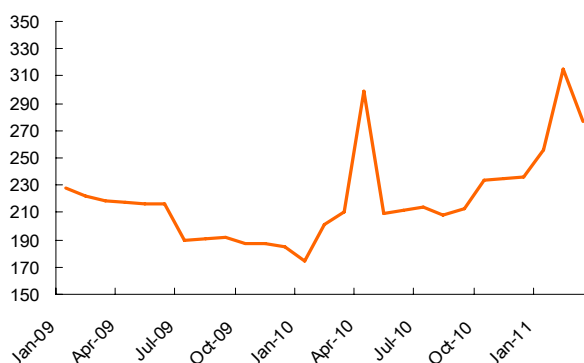
资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 6 聚丙烯价格变化趋势（元/吨）



资料来源：CEIC、东方证券研究所

图 7 轿车轮胎价格变化趋势（元/条）



资料来源：CEIC、东方证券研究所

2、大中客行业：用增长回应市场的质疑

2.1、下游需求继续平稳较快增长

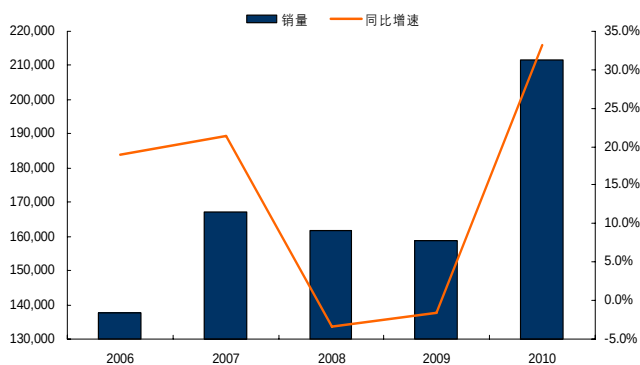
2007 年 4 月份开始，中国铁路实施历史上的第六次大提速，动车组客运范围不断扩大。开行动车组的公路客运线路的客运量急剧下降，公路客运行业景气程度逐步下滑。2009 年以来，国家投入巨资进行高速铁路和铁路客运专线的建设。市场普遍观点认为，中国公路客运行业已经开始没落，

对大中型客车产品的需求将快速萎缩。而实际情况是，2010 年大中型客车产品销量同比增长 33.3%，行业销量首次跨越 20 万大关。

我们分析认为，2010 年大中型客车行业销量高增长的驱动因素为：1) 投入运营的高速铁路和城际客运专线越来越多，高速铁路和城际客运专线运营的线路，普通动车组车次大量减少，而高速动车和城际客运专线的票价远高于普通动车组，所以，价格敏感型的消费者再次选择公路客运出行。公路客运业的上座率快速回升，进而更新和新增车辆的积极性快速提高。

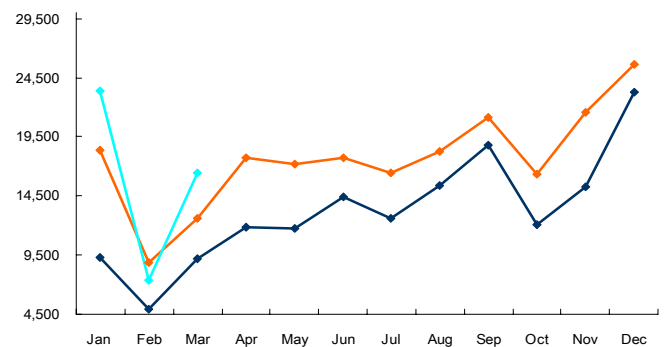
2011 年 1 季度，大中型客车行业产品销量同比增长 18.5%，继续保持了稳定快速增长的势头。我们分析认为，2011 年大中型客车行业产品需求增长的驱动因素在于：1) 交通拥堵的大中城市将加快公共交通系统的建设，对公交车的产品需求增速将显著快于往年；2) 中国大部分城市公交车老化严重，升级换代的需求非常迫切；3) 来自公路客运行业的需求继续稳定增长。铁路客运、公路客运相辅相成、协调发展的局面逐步开始形成。

图 8 大中型客车行业产品销量（辆）及同比增速



数据来源：中汽研 东方证券研究所

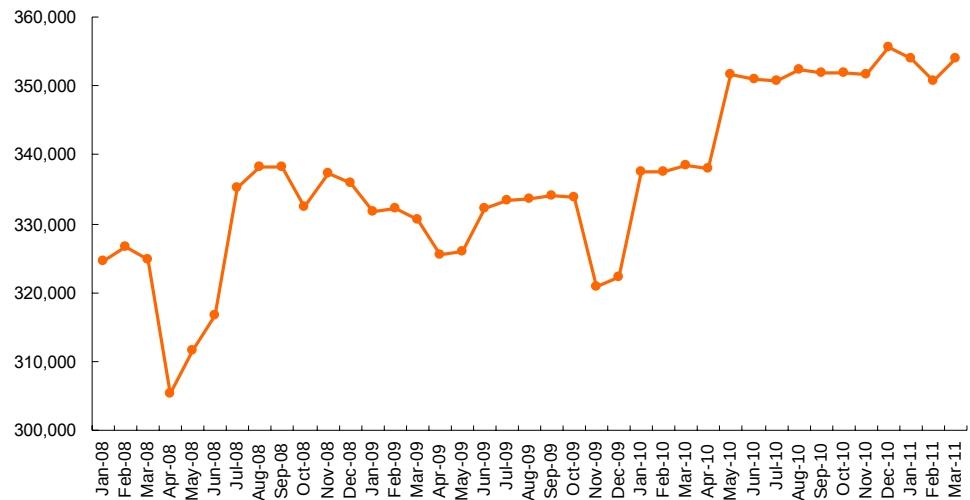
图 9 大中型客车产品月度销量变化趋势



资料来源：中汽研 东方证券研究所

2.2、产品价格继续提升

由于公路客运逐步趋向短途化，客运企业为争夺市场份额，采取提升车辆配置、加强服务质量等各种手段应对竞争，客观上导致所更新车辆的档次进一步提高。另外，地方政府本着提升城市形象的考量，更新和新增的公交车产品的档次明显提高。上述两方面因素驱动大中型客车产品的销售价格不断提高。2010 年 5 月份开始，大中型客车产品的销售均价跨上了一个全新的台阶，2011 年 1 季度，大中型客车产品销售均价比去年同期提高约 4.4%。

图 10 大中型客车产品销售均价的变化趋势（人民币元）


数据来源：CEIC

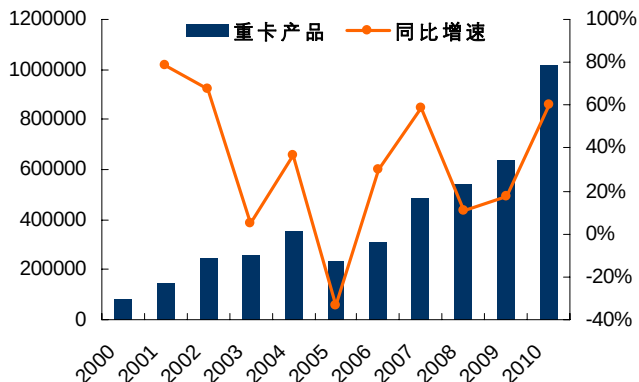
3、重卡行业：步入去库存化阶段

3.1、销量增速放缓，库存水平快速上升

2011年1季度，重卡行业结束了快速增长的势头。产品销量（批发量）同比增长8.5%；经销商的库存水平快速上升。分车型看，公路运输用车辆销量（经销商销售）同比下滑约35%，土建类产品销量(经销商销售)同比下滑约10%。

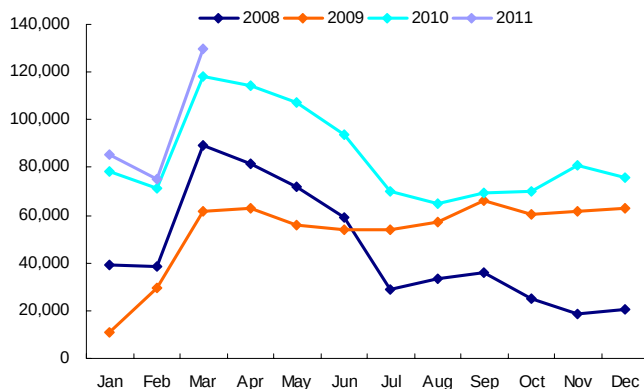
我们分析认为，09年开始，养路费取消，刺激公路运输客户有积极性采用大排量载重的半挂牵引车；同时09年、10年两年，国家大规模投资进行基础设施建设，刺激经济快速增长，公路货运行业高度景气。上述两方面因素驱动半挂牵引车产品销量从09年下半年开始持续快速增长，一直持续到10年11月份，相对于公路货运量，半挂牵引车的保有量已经过剩。所以，从10年12月份开始，以半挂牵引车为代表的公路货运类重卡产品需求快速下降，这是2011年1季度重卡产品销量增速放缓的最主要的原因。

图 11 重卡产品年度销量（辆）及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

图 12 重卡产品月销量（辆）变化趋势

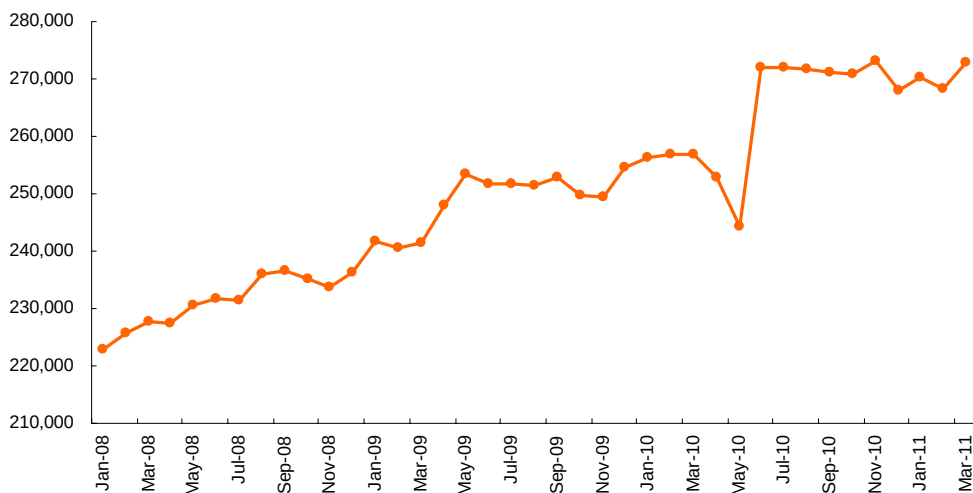


资料来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

3.2、产品销售价格继续提升

汽车用原材料从 2010 年 8 月份开始重拾涨势，进入 2011 年，受石油价格快速上涨的驱动，汽车用橡胶制品价格快速上涨。为降低原材料价格上涨对盈利水平的影响，重卡厂商纷纷提高产品价格；另外，大排量、高载重的高端车型销量比重较 10 年同期继续提升，驱动今年 1 季度重卡产品销售均价同比增长约 5.5%。

图 15 重卡产品销售均价的变化趋势（人民币元）



数据来源：CEIC

4、投资评级及建议

综上所述，乘用车和大中型客车子行业的景气程度依然较高；而重卡子行业的景气程度则进入下行阶段。我们分析认为，乘用车行业和大中型客车子行业的产品需求在 2011 年全年将维持较高的景气程度，而且产品需求趋向高端化。新产品多、产品有竞争力的乘用车企业和大中型客车企业的盈利水平仍将维持较快的增长速度，企业之间的盈利水平将出现显著分化。

重卡子行业何时能恢复快速增长的态势，将主要取决于目前库存消化的速度，以及国家整体经济的景气程度何时开始快速提升。受国家大力推进保障房和农村水利设施建设的驱动，预计今年下半年土建类重卡产品需求市场将率先复苏。

回顾 1 季度，我们分析认为，上海汽车（600104）、悦达投资（600805）、江铃汽车（000550）和宇通客车（600066）的盈利水平将保持快速增长的势头，并继续看好这四家公司在 2011 年全年的盈利表现，继续重点推荐。

表 2 汽车行业重点上市公司盈利预测及估值水平汇总

股票代码	上市公司	股价	2010 Q1	2011 Q1	2010EPS	2011EPS	2010 P/E	2011P/E	投资评级
000550	江铃汽车	33.40	0.57	0.75	1.98	2.82	16.87	11.84	买入
600066	宇通客车	24.05	0.27	0.35	1.65	2.25	14.58	10.69	买入
000338	潍柴动力	54.87	1.94	1.26	4.07	5.08	13.48	10.80	买入
000581	威孚高科	40.65	0.20	0.55	2.36	2.82	17.22	14.41	买入
600104	上海汽车	19.90	0.44	0.55	1.61	2.06	12.36	9.66	买入
600805	悦达投资	21.77	0.27	0.45	1.32	2.00	16.49	10.89	买入
600741	华域汽车	12.65	0.23	0.31	0.97	1.28	13.04	9.88	买入

数据来源：东方证券研究所。

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止 2011-4-10)



资金流向

(截止 2011-4-10)



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn