



悲观依旧，寻找结构性投资机会

——汽车行业 2011 年第二季度投资策略

近半年该行业相对沪深 300 走势



研究员 刘洋
电话 (025) 83367888-3305
MSN liuyang200029@hotmail.com

研究员 尹建辉
投资咨询证书号 S0620207050048

评级： 中性

● 内容提要

- **汽车行业1-2月份销量回顾。**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%。今年销量、产量纷纷大幅下降，主要是由于：1.刺激政策退出，导致了居民的提前购车，透支了部分2011年的需求。2.2009、2010年高速增长使得基数较大，导致同比增速下降明显。
- **乘用车销量回归理性增长，结构分化明显。**轿车合资品牌除日系外增幅较大，而自主品牌市场份额为32.07%，同比下降1.74个百分点。SUV、MPV继续高歌猛进，2011年1-2月，SUV销量25.37万辆、MPV销量7.65万辆，分别同比增长54.04%、18.92%，增速均高于乘用车行业。总体来说，乘用车在第二季度仍将面临加大的压力，尤其是轿车压力较大，2011年第二季度乃至全年我们相对看好SUV和MPV的发展前景。
- **商用车第二季度进入销售旺季，结构分化明显。**重卡在高基数上，缓慢增长，2011年1-2月份重卡销量同比增速为7.24%。城市治堵方案要大力发展公共交通运输，为大中客车行业迎来系统性机会，另外受益于城市商务及物流也拉动高端轻型商用车的需求，2011年1-2月，轻客、轻卡均保持了较高的增长速度，分别增长21.78%和7.58%。我们认为高端轻型商用车和大中客车是商用车中增速最为确定的。
- **我们认为2011年2季度商用车行业机会高于乘用车。**整车中，商用车中客车和高端轻型商用车增长最具有确定性，我们推荐江铃汽车和宇通客车。乘用车我们看好SUV行业和业绩稳定增长、低估值的轿车行业，推荐悦达投资，江淮汽车和上海汽车。零部件中，我们的投资逻辑是：1.技术壁垒高，具备垄断优势。推荐威孚高科，特尔佳。2.背靠大型整车厂商，业绩增长稳定。推荐华域汽车，一汽富维，福耀玻璃。3.成长性强，推荐星宇股份。另外在新能源汽车中我们强烈推荐江苏国泰。
- **风险提示：**市场的系统性风险。



目录

1、汽车行业 1-2 月份销量回顾.....	3 -
1.1 汽车总体运行情况	3 -
1.2 汽车各细分板块销量对比.....	3 -
2、乘用车销量回归理性增长，结构分化明显.....	4 -
2.1 轿车销量增速下降明显，合资品牌和自主品牌冰火两重天。.....	4 -
2.2 SUV、MPV 继续高歌猛进	5 -
2.3 乘用车第二季度将面临加大压力.....	6 -
3.商用车第二季度进入销售旺季，结构分化明显。.....	7 -
3.1 重卡在高基数上，缓慢增长。	7 -
3.2 大中客车行业迎来系统性机会.....	9 -
3.3 轻客 轻卡市场高端化趋势明显，增速快于商用车行业增长。.....	10 -
3.4 商用车销量第二季度发展趋势.....	12 -
4. 主要原材料成本走势：	12 -
5. 2011 年 2 季度投资策略	13 -
5.1 传统汽车行业	13 -
5.2 新能源汽车借产业政策春风，等待爆发.....	13 -
5.3 部分公司推荐概要	13 -

图目录

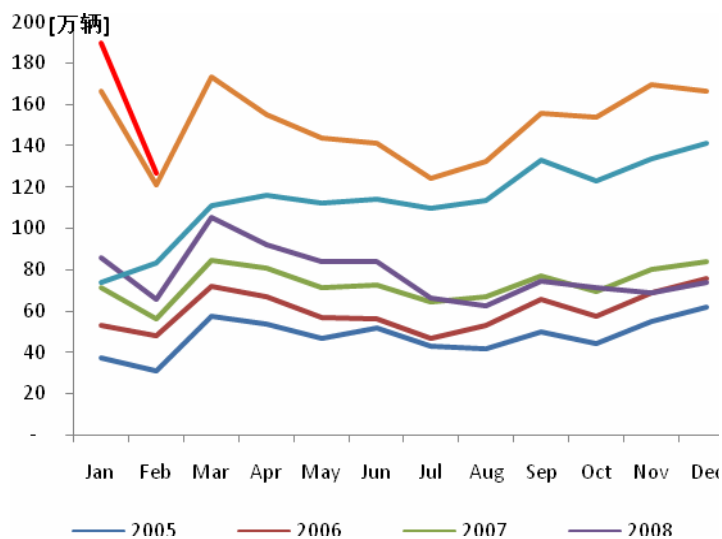
图 1: 汽车月销量.....	- 3 -
图 2: 我国汽车销量及增速.....	- 3 -
图 3: 我国乘用车销量.....	- 4 -
图 4: 我国轿车月销量.....	- 4 -
图 5: 我国轿车销量及增速.....	- 5 -
图 6: 轿车按排气量分类.....	- 5 -
图 7: 我国 SUV 销量及增速.....	- 6 -
图 8: 我国 MPV 销量及增速.....	- 6 -
图 9: 2010 年各档次 SUV 市场占有率.....	- 6 -
图 10: 2010 年 SUV 厂商占有率.....	- 6 -
图 11: 我国固定资产投资及增速.....	- 7 -
图 12: 保障房建设情况.....	- 7 -
图 13: 我国公路 货物周转量.....	- 8 -
图 14: 我国主要港口集装箱吞吐量.....	- 8 -
图 15: 我国高速公路里程及增速.....	- 8 -
图 16: 我国公路里程及增速.....	- 8 -
图 17: 重卡行业销量及增速.....	- 9 -
图 18: 各大重卡厂商销量及增速.....	- 9 -
图 19: 各大重卡集团市场占有率.....	- 9 -
图 20: 我国重卡各类产品占比.....	- 9 -
图 21: 我国大中客车销量及增速.....	- 10 -
图 22: 我国大中客月销量.....	- 10 -
图 23: 我国大客车销量及增速.....	- 10 -
图 24: 中型客车销量及增速.....	- 10 -
图 25: 我国轻卡历年占比.....	- 11 -
图 26: 我国轻客历年占比.....	- 11 -
图 27: 我国轻卡历年销量和增速.....	- 11 -
图 28: 我国轻客历年销量和增速.....	- 11 -
图 29: 我国轻卡月销量.....	- 12 -
图 30: 我国轻客历年月销量.....	- 12 -
图 31: 冷轧板价格指数走势.....	- 12 -
图 32: 天然橡胶期货价格走势.....	- 12 -

1、汽车行业 1-2 月份销量回顾

1.1 汽车总体运行情况

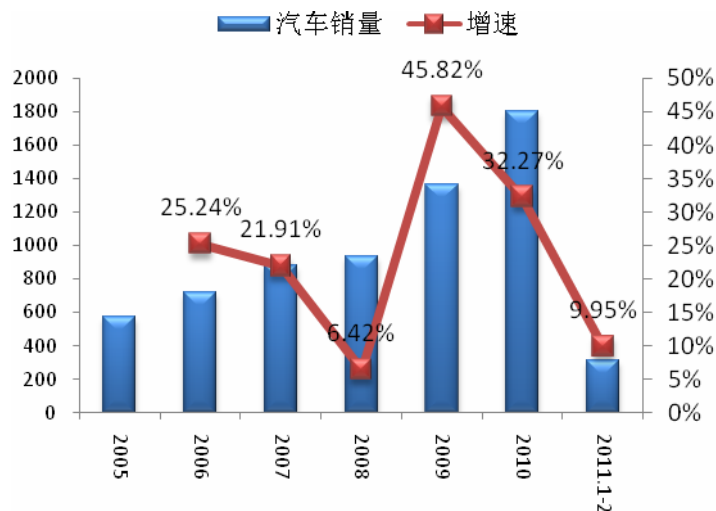
2011年1-2月份汽车行业销售316.13万辆，同比增长9.93%；其中乘用车销售249.62万辆，同比增长10.50%；商用车销售66.51万辆，同比增长7.84%。今年销量、产量纷纷大幅下降，主要是由于：1.刺激政策退出，导致了居民的提前购车，透支了部分2011年的需求。2.2009、2010年高速增长使得基数较大，导致同比增速下降明显。

图 1：汽车月销量



资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 2：我国汽车销量及增速



资料来源：CAAM，南京证券研究所

1.2 汽车各细分板块销量对比

在各细分板块中，销量增速高于行业增速的分别为 SUV（54.06%）、轻客（21.78%）、MPV（18.92%），而中型客车、交叉型乘用车、微卡增速却出现了下降。各板块分化较为严重。

2011. 1-2 我国汽车销量情况

	销量	同比增速
汽车总销量	315.54	10%
乘用车	249.64	11%
轿车	170.41	10%
SUV	25.37	54%
MPV	7.67	19%
交叉型乘用车	46.19	-3%
商用车	65.9	7%
重卡	16.04	7%
中卡	3.98	7%
轻卡	30.22	11%

微卡	8.79	-3%
大客	0.97	7%
中客	1.05	-7%
轻客	4.85	22%

2、乘用车销量回归理性增长，结构分化明显

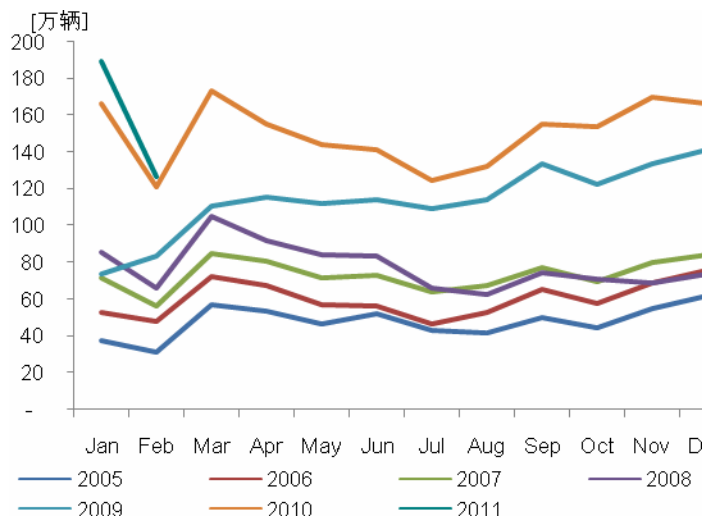
2.1 轿车销量增速下降明显，合资品牌和自主品牌冰火两重天。

2011年1-2月，轿车累计销量170.4万辆，同比增长9.7%；经历两年的爆发式增长，轿车销售增速回落明显，逐步回归理性增长。2月份由于春节、透支需求、限购等因素，轿车销售同比增长仅为1.7%，同比增幅大幅下滑。预计三月销量同比增速也只有个位数增长。

按车型来分，轿车中的合资品牌销量好于自主品牌，尤其是合资中的高端车型仍然出现脱销的状态。但合资品牌中也出现了分化，受召回事件的影响，2010年日系车市场占有率比2009年下降了2.2个百分点。而日本的大地震使得日系车企再次面临困境，2011年1-2月，日系市场占有率再次下降1.5个百分点，我们认为随着地震的后续影响，日系将面临零部件匮乏的困境，我们预计日系品牌轿车在2011年终市场份额下降最快是大概率事件。相对于日系，欧美品牌则在此消彼长中提高了市场占有率。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。

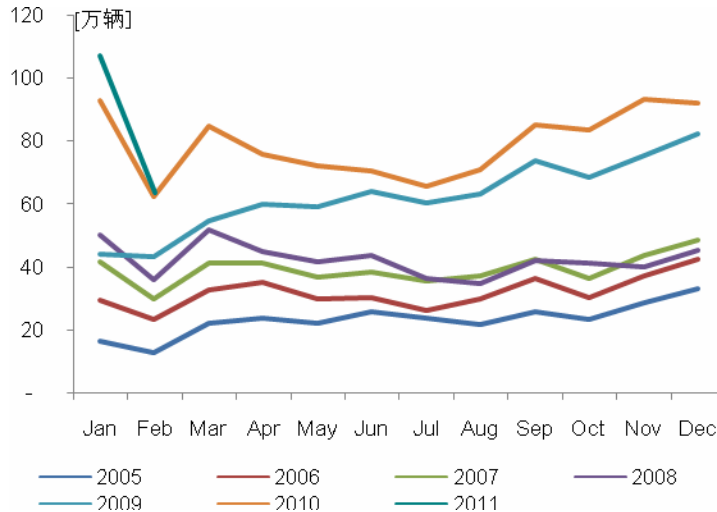
而自主品牌将迎来艰难的一年，自主品牌绝大部分都是1.6L以下的轿车，购置税的取消，对其冲击力最大。2月自主品牌轿车市场份额环比有所下滑，2011年1-2月自主品牌轿车销量销售54.65万辆，市场份额为32.07%，同比下降1.74个百分点。

图 3：我国乘用车销量



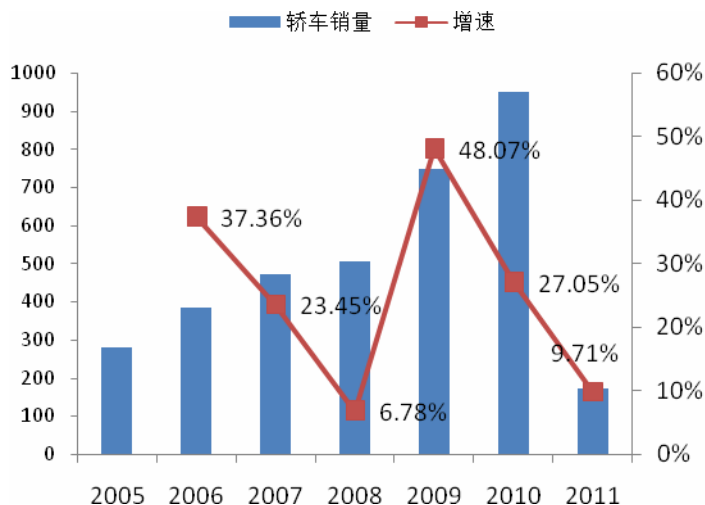
资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 4：我国轿车月销量



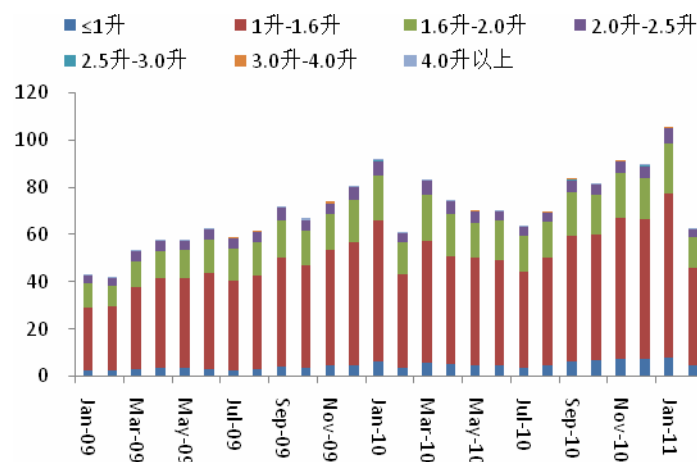
资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 5：我国轿车销量及增速



资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 6：轿车按排气量分类



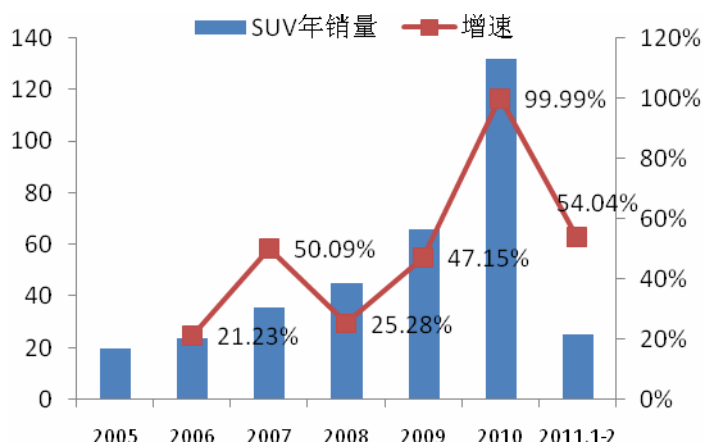
资料来源：CAAM，南京证券研究所

2.2 SUV、MPV 继续高歌猛进

2011年1-2月，SUV销量25.37万辆、MPV销量7.65万辆，分别同比增长54.04%、18.92%，增速均高于乘用车行业，SUV的高增长尤为抢眼，继2010年后依然领跑各子行业。2010年SUV增速99.99%、MPV增速78.92%，是乘用车中增速最快的两个子行业。SUV从2009年开始提速以来，主要受益于近年差异化、消费升级等因素，以及SUV具备外观时尚、空间充裕、通过性好等优点，以往的高油耗不足也逐渐改善，而且随着这个市场的竞争逐步充分，价格也逐年走低，并且市场规模逐步扩大，备选车型也日渐增多，能够满足消费者的个性化需求，备受年轻化的消费群体青睐，已成为国内最重要的细分市场之一。

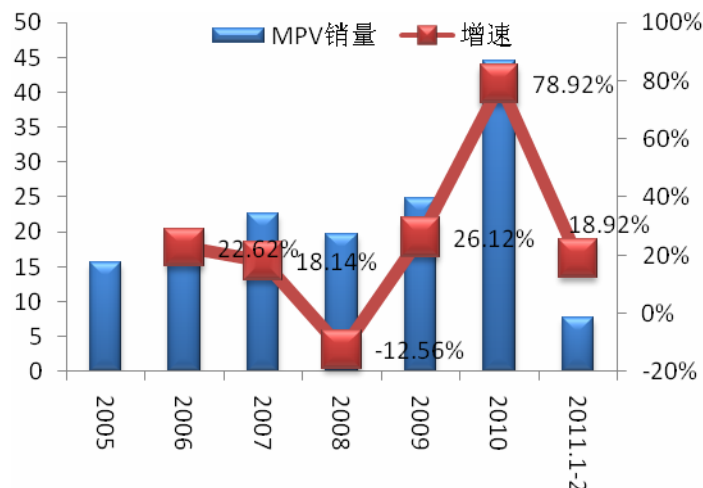
MPV销量也是在2009年开始提速，尽管没有SUV销量增速快，但增速也是较快的。MPV目前主要用于商务用车，也有部分产品面向家用车市场。目前MPV产品并不够丰富，高端产品被上海通用GL8和广州本田奥德赛掌控，低端产品被江淮瑞风所掌控。不过随着整个城市化进程和居民收入水平的不断提高，商务用车以及家庭消费升级的拉动，MPV市场发展前景广阔。

图 7: 我国 SUV 销量及增速



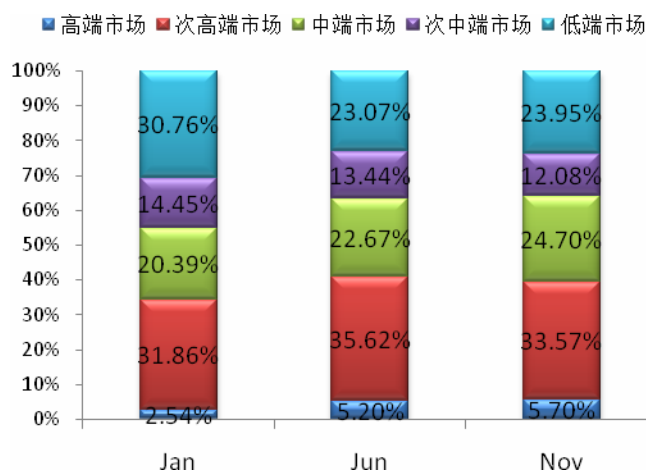
资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 8: 我国 MPV 销量及增速



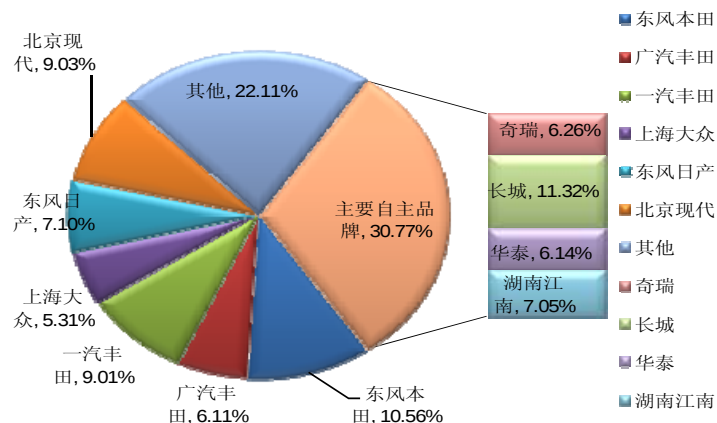
资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 9: 2010 年各档次 SUV 市场占有率



资料来源: 乘联会, 南京证券研究所

图 10: 2010 年 SUV 厂商占有率



资料来源: CAAM, 南京证券研究所

2.3 乘用车第二季度将面临加大压力

从内因来看, 成本上升挤压厂商部分利润。钢材等原材料价格以及人工成本的上涨将会逐步向整车企业传导, 在竞争激烈的今天, 车企将承担大部分成本上涨的恶果, 从而影响盈利水平。从外因来看: 1. 刺激政策在 2010 年底集中退出, 将使得汽车整体增速回归到平稳阶段。2. 限购潮对 2011 年的乘用车市场又蒙上了一层不确定性。以北京为例, 预计北京 2011 年因限购导致轿车需求下降 70%-100%, 北京的示范效应使得

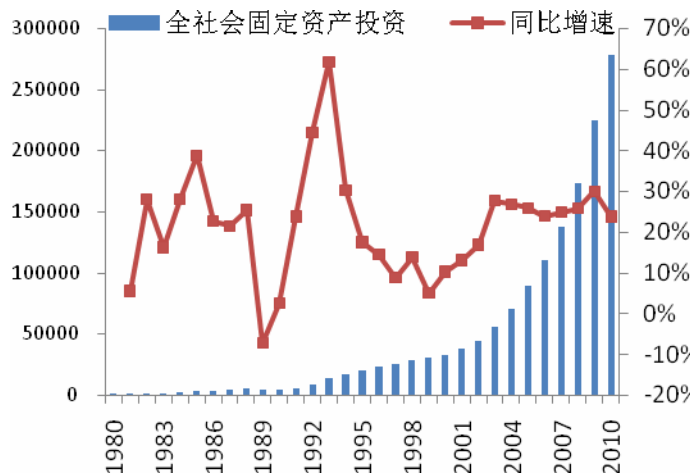
众多大城市也欲纷纷效仿。3.成品油价格上行空间打开：7日零时起汽油。零售最高限价每吨提高500元，北京地区97号汽油零售价已达每升8.36元，我国成品油零售价格首次进入“8”时代，对燃油经济型乘用车来说，一年也将近提高5000元的使用成本，高油价将对乘用车的直接构成抑制作用。4.突发性事件：日本的汽车电子在世界市场拥有较高占有率，不仅对在国内的日系企业会造成影响，对欧美和自主品牌也会有一定冲击。总体来说，乘用车在第二季度仍将面临加大的压力，尤其是轿车压力较大，2011年第二季度乃至全年我们相对看好SUV和MPV的发展前景。

3. 商用车第二季度进入销售旺季，结构分化明显。

3.1 重卡在高基数上，缓慢增长。

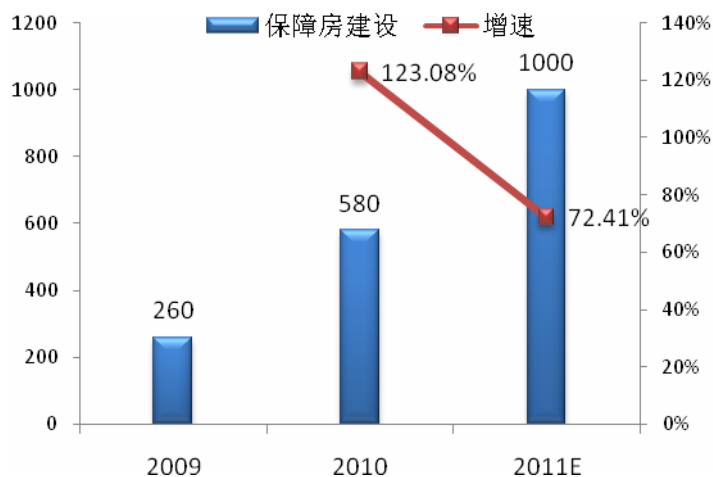
重卡行业受固定资产投资影响最大，其中房地产在固定资产投资中对重卡的贡献较大，房地产业的快速增长直接拉动了自卸车、水泥车等重型车底盘和重卡整车的销量。目前国家大量发展保障性住房建设，2011年计划建设保障性住房1000万套，同比增长将达到72.4%，成为固定资产投资中拉动重卡需求的又一新亮点。

图 11：我国固定资产投资及增速



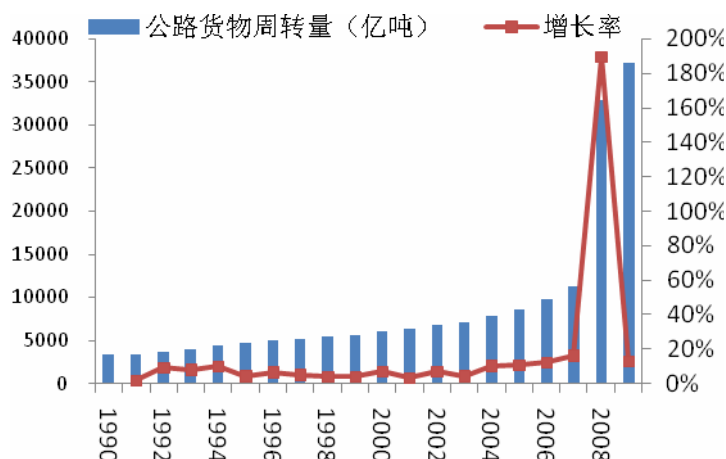
资料来源：CAAM，南京证券研究所

图 12：保障房建设情况



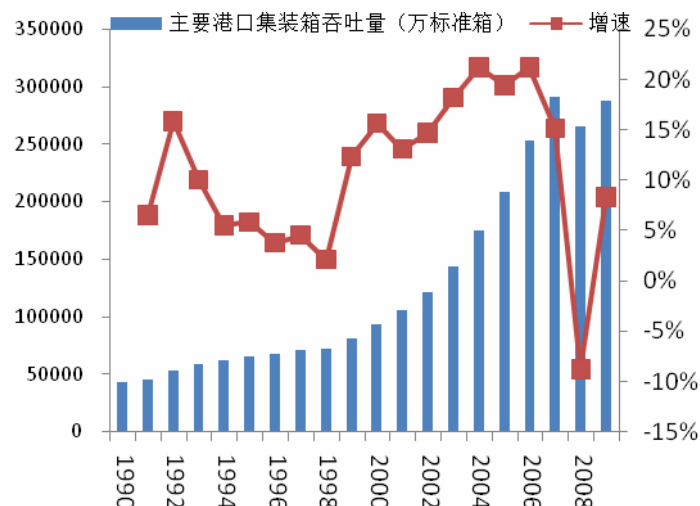
资料来源：wind，南京证券研究所

图 13: 我国公路 货物周转量



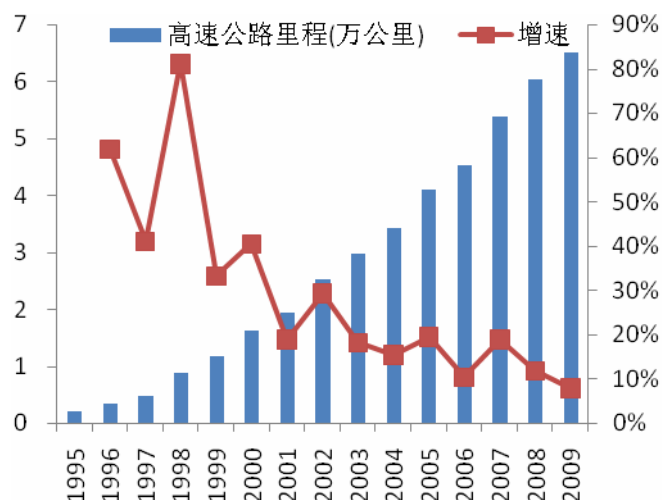
资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 14: 我国主要港口集装箱吞吐量



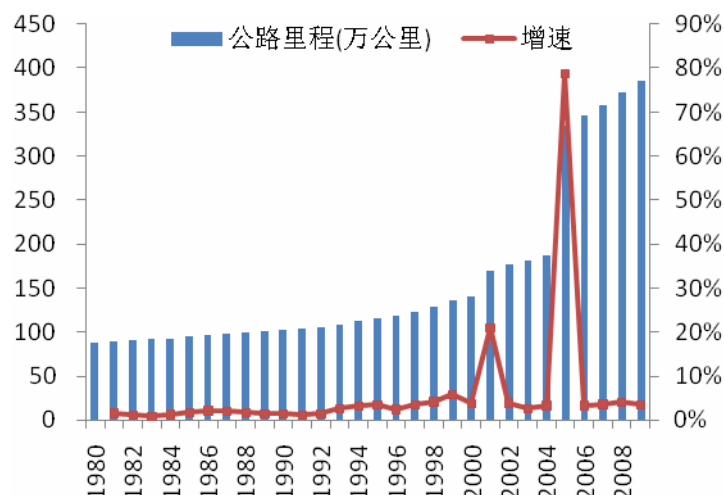
资料来源: wind, 南京证券研究所

图 15: 我国高速公路里程及增速



资料来源: CAAM, 南京证券研究所

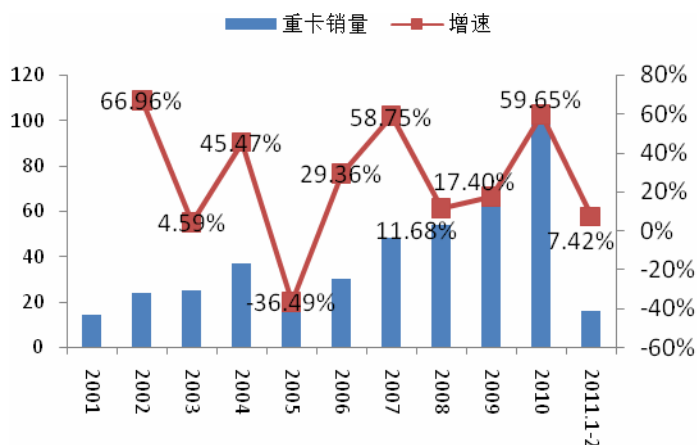
图 16: 我国公路里程及增速



资料来源: wind, 南京证券研究所

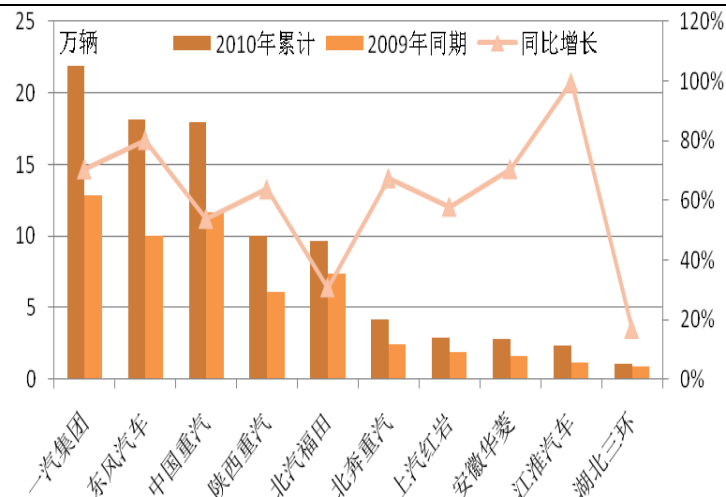
2011年1-2月份重卡销量同比增速为7.24%，其中重货整车、底盘、半挂牵引车销售4.97、6.8、4.27万辆，分别同比增长95%、6%、-29%。保障房、水利基础设施建设刺激了工程类重卡的增长，但是物流行业处在油价高涨，增长缓慢的局面导致对物流类重卡放缓。2011年1-2月半挂牵引车销量同比下降29%，我们预计第二季度重卡行业仍将保持这种结构分化的趋势仍将保持，预计重卡整体增速在10%以内。

图 17: 重卡行业销量及增速



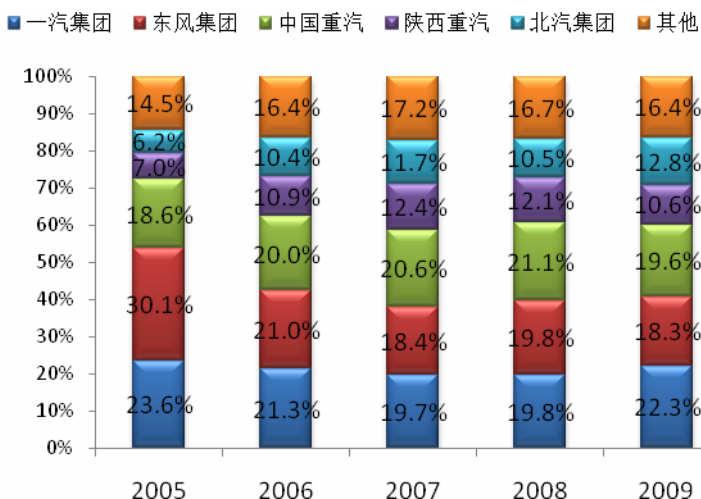
资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 18: 各大重卡厂商销量及增速



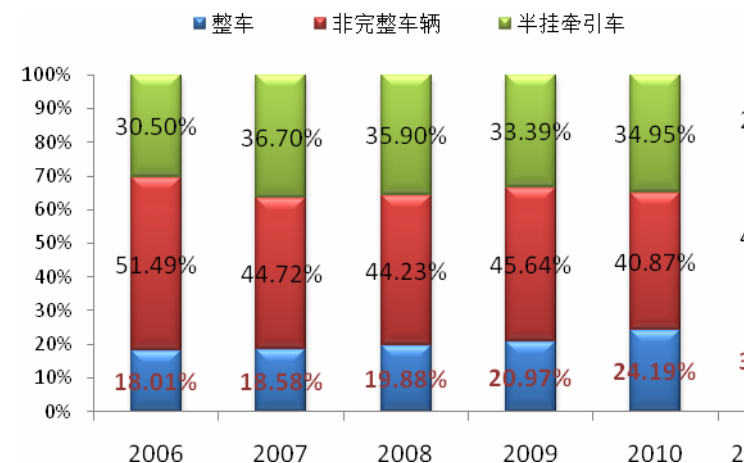
资料来源: 湘财证券, 南京证券研究所

图 19: 各大重卡集团市场占有率



资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 20: 我国重卡各类产品占比

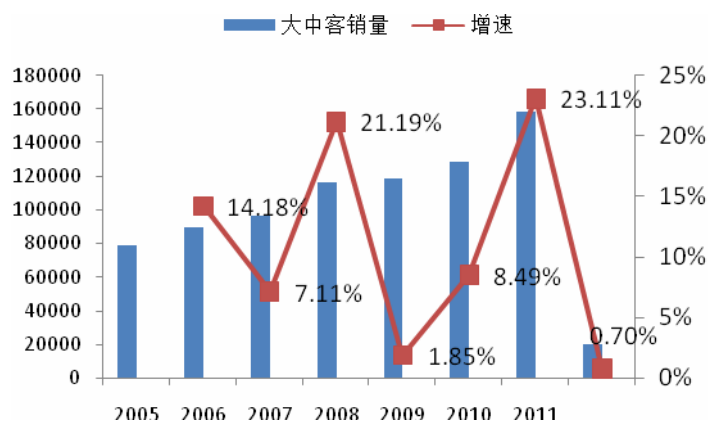


资料来源: 湘财证券, 南京证券研究所

3.2 大中客车行业迎来系统性机会

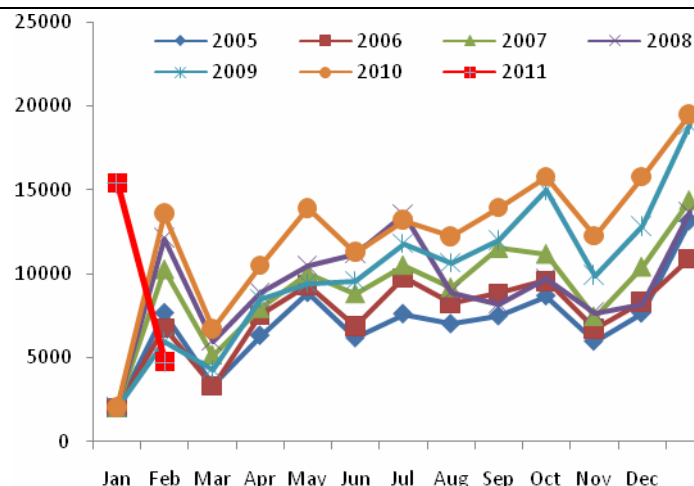
近年来随着我国城市化的进程的不断加快, 城市治堵方案纷纷把大力发展公共交通放在重要位置, 以及旅游市场井喷、城乡客运蓬勃发展、大量厂区外移等等驱动因素, 我国客车行业取得了飞速发展, 2011年1-2月份我国客车销售6.8万辆, 同比增长14.16%, 其中大客车销量0.96万辆, 同比增长6.9%, 中客销售1.05万辆同比下降6.8%, 轻客

图 21: 我国大中客车销量及增速



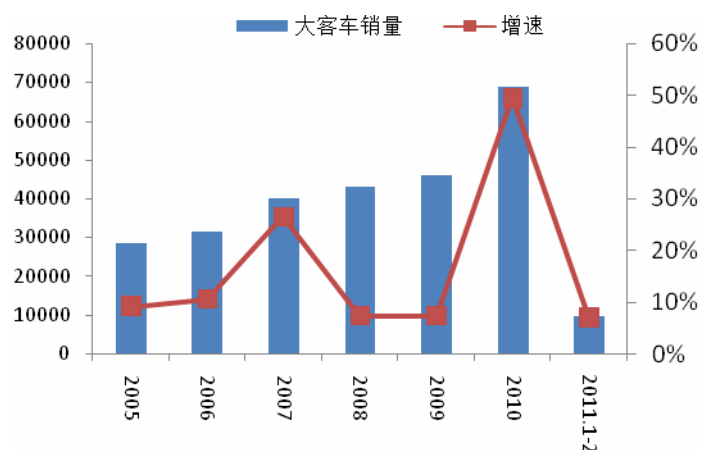
资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 22: 我国大中客月销量



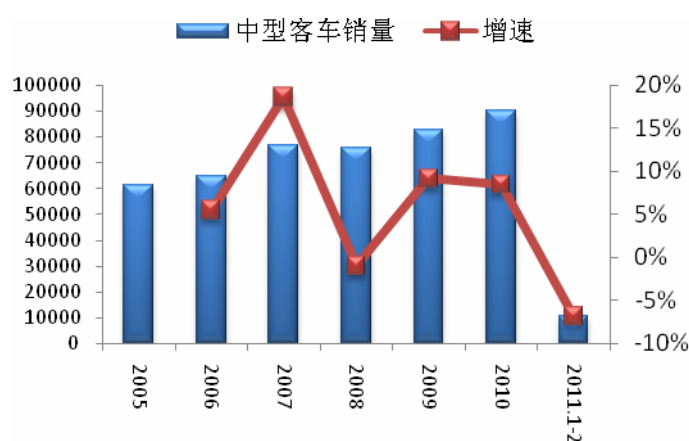
资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 23: 我国大客车销量及增速



资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 24: 中型客车销量及增速



资料来源: CAAM, 南京证券研究所

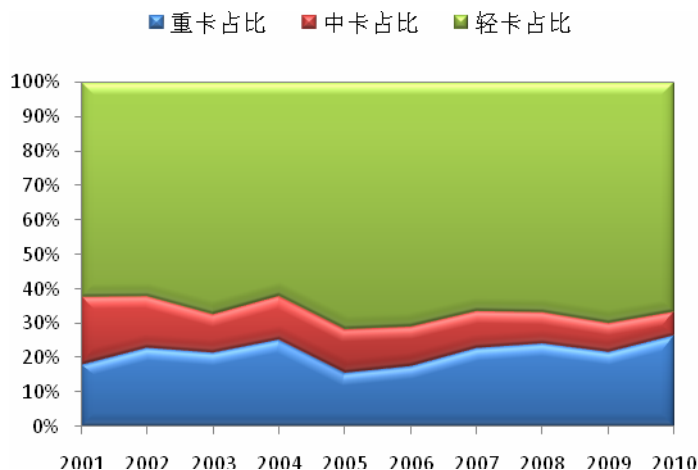
3.3 轻客 轻卡市场高端化趋势明显，增速快于商用车行业增长。

消费升级、市场细分导致轻客、轻卡向高端化发展。随着经济的持续发展和人民生活水平的提高，物流配送的货物附加值也在逐步上升，需要更高端的物流工具。城市商务轻客逐步走向高端化，“轿车化轻客”既能满足大容量的商务需求也同时又兼顾舒适性、操作性和时尚性。轻客、轻卡行业逐步走向高端化。另外，计重收费、国III法规等政策导向使得轻卡向中高端方向发展。

2011年1-2月，轻客、轻卡均保持了较高的增长速度，分别增长21.78%和7.58%，尤其是轻客的保持了较高的增速。我们认为城市和农村物流两大市场的迅猛发展成为

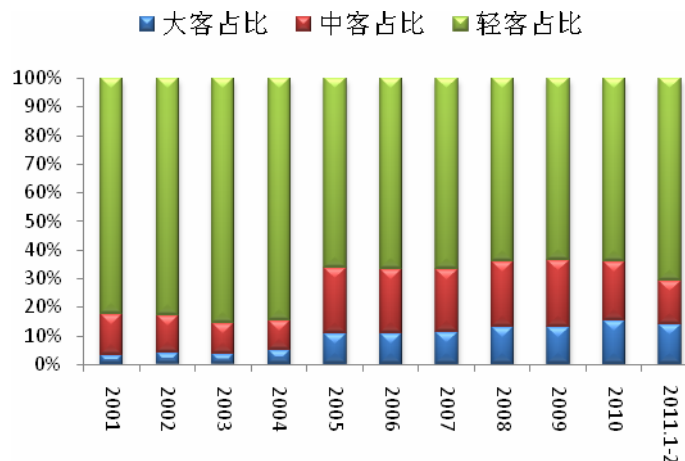
轻卡、轻客增长的主要动力。尤其是城市物流中的超市货物配送、搬家。以及商务用车、短途客车、市政工程用车等专业车的发展也拉动轻卡、轻客的需求。2011年第二季度是传统的销售旺季，我们认为轻客、轻卡仍将保持较高的增长速度，轻客2011年有望维持在15%的增速水平，远高于商用车的行业的增速。

图 25: 我国轻卡历年占比



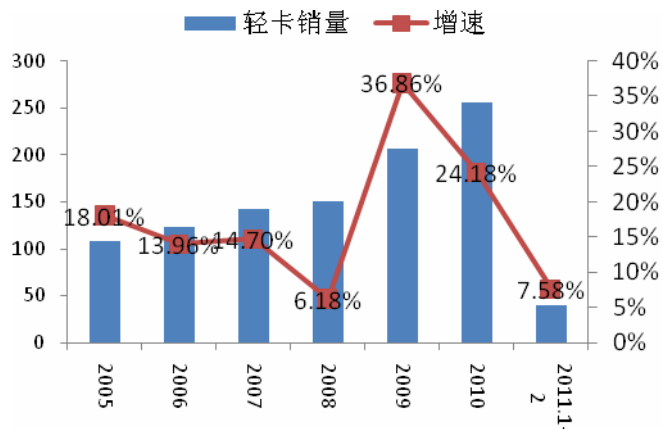
资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 26: 我国轻客历年占比



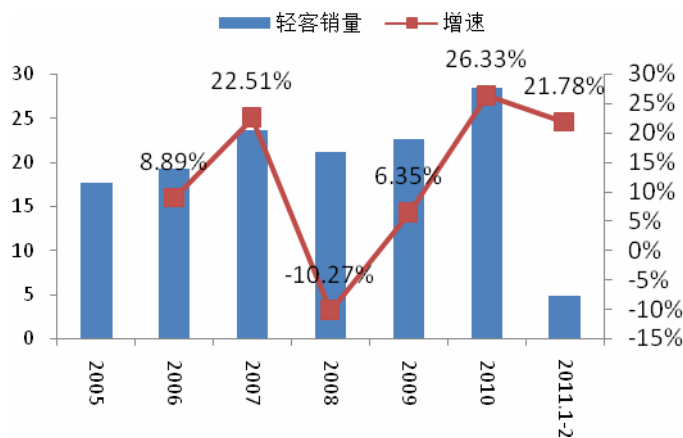
资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 27: 我国轻卡历年销量和增速



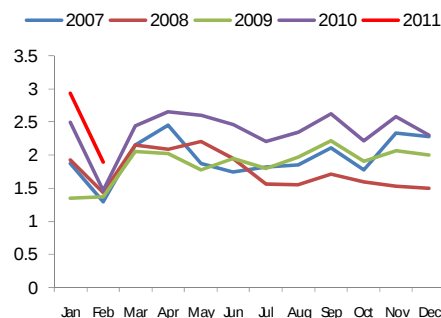
资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 28: 我国轻客历年销量和增速



资料来源: CAAM, 南京证券研究所

图 30: 我国轻客历年月销量



资料来源：CAAM，南京证券研究所

商用车行业第二季度将迎来旺季，我们认为商用车中客车和高端轻型商务车将保持平稳高速增长，是商用车中增长最具有确定性的。重卡行业运输类重卡仍然面临较大压力，工程类重卡需求仍保持较高增长。

钢材、天然橡胶等原材料的价格平稳上涨蚕食了车企的部分的盈利，汽车市场如今已是买方市场，尤其是自主品牌议价能力不断弱化，原材料的不断上行将进一步压缩车企的盈利能力。

图 32: 天然橡胶期货价格走势



资料来源：CAAM，南京证券研究所

5. 2011 年 2 季度投资策略

5.1 传统汽车行业

汽车行业在购置税优惠、汽车下乡等政策使得汽车行业在2009、2010保持了高速增长后，2011年将逐步回归到理性增长。我们认为2011年2季度商用车行业机会高于乘用车。整车中，商用车中客车和高端轻型商用车增长最具有确定性，我们推荐江铃汽车和宇通客车。乘用车我们看好SUV行业和业绩稳定增长、低估值的轿车行业，推荐悦达投资，江淮汽车和上海汽车。零部件中，我们的投资逻辑是：1. 技术壁垒高，具备垄断优势。推荐威孚高科，特尔佳。2. 背靠大型整车厂商，业绩增长稳定。推荐华域汽车，一汽富维，福耀玻璃。3. 成长性强，推荐星宇股份。

5.2 新能源汽车借产业政策春风，等待爆发

另外随着新能源汽车十二万规划出台的临近，我们认为新能源汽车有望是第二季度汽车行业中的亮点。但由于新能源汽车曾在2010年三季度收到热捧，我们认为这次的重点应该符合以下几方面：1. 新能源汽车高毛利的核心零部件产业——锂电池。2. 锂电池产业中具备技术高且有垄断优势的产业——隔膜和电解质六氟磷酸锂。3. 不停留在概念的层面，有实际业绩支撑的产业——电解质六氟磷酸锂。所以目前国内能够做六氟磷酸锂的上市公司有多氟多，江苏国泰（中试进行中，成功概率大），由于江苏国泰子公司华荣化工本身就生产电解液，产业链较长，具备规模化优势。所以我们认为第二季度新能源汽车行业最具备投资标的的公司是江苏国泰。

5.3 部分公司推荐概要

江苏国泰：

电解液行业龙头，受益于新能源汽车爆发性增长。公司是我国电解液行业的龙头企业，2011年电解液产能达到5000吨/年。电解液定位高端，客户资源优势明显。公司生产的电解液目前已经形成近千种中高端产品，质量已达到国际领先水平。国内著名电池厂商均是公司电解液主要客户，客户资源优势明显。六氟磷酸锂中试进行时，如成功将极大提升公司核心竞争力。如果江苏国泰的六氟磷酸锂300吨中试成功，假设市场均价以30万/吨，成本以10万元/吨计算，六氟磷酸锂由外购变自产就为公司减少支出6000万元，为公司EPS增厚0.2元，而公司2009年EPS为0.49元（摊薄后）。因此我们认为公司一旦六氟磷酸锂中试成功，公司电解液市场占有率和盈利能力将大幅提

高。

江铃汽车：

轻客、轻卡行业高端化趋势明显，龙头企业收益最大。随着国III法规实施、消费升级、市场细分等因素，我国轻客、轻卡高端化趋势明显。我们认为2011年高端轻客、轻卡行业存在系统性机会，预计2011年全国轻卡、轻客行业销量仍将保持在10-15%的增速，其中高端轻客、轻卡增速有望超过行业平均水平，公司作为客车行业龙头受益明显。驭胜切入中端SUV市场，未来福特有望导入其乘用车产品。SUV驭胜定位于中端和次高端市场，有望抢占高端合资品牌和低端自主品牌的之间的市场份额，实现差异化竞争。目前驭胜正处于市场导入期，预计2011年销量在1万辆左右。

宇通客车：

客车行业龙头，掌握定价权。公司在大中客车领域占有率高达30%以上，大客车行业占有率达到29%，中客行业占比31%。在客车定价权中占据主导优势，有利于公司的战略性发展。公司高端大客车产品占比增加，盈利能力提升逐步提升。公司多元化发展，抢占校车蓝海。目前宇通校车在前置发动机专业校车的市场占有率已经达到50%以上。公司有望凭借龙头地位和先进的技术标准，进军校车蓝海，为公司客车多元化战略开辟新的道路。

华域汽车：

公司背靠上汽造就天然壁垒，新客户拓展良好，市场地位稳固。2011年乘用车市场将保持10%-15%的增速，公司主要客户上汽将受益于高端轿车以及SUV销量增加的影响，有望保持15%销量增速，另外随着公司并入上海汽车，和上汽的关系更为紧密，我们认为公司2011年营业收入将保持20%的增速，超越行业平均水平。



南京证券行业投资评级的说明：

- 强烈推荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 20%以上；
- 推 荐：预期未来 6 个月内该行业指数超越沪深 300 指数 5%—20%；
- 中 性：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比涨幅在±5%之间；
- 回 避：预期未来 6 个月内该行业指数与沪深 300 指数相比跌幅大于 5%。

南京证券上市公司投资评级标准：

- 强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；
- 推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；
- 中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；
- 回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。