

# 寻找结构分化中的机会

——2011年2季度汽车行业投资策略报告

万联证券研究员：陈召洪

二〇一一年四月

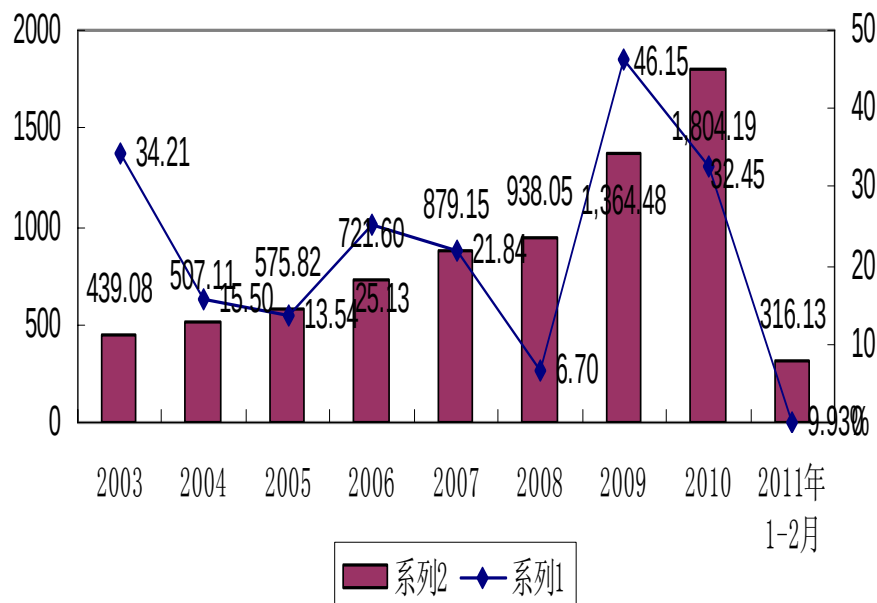
# 主要内容

- 行业整体回顾与展望：销量维持高位，增速快速回落，结构分化持续
- 市场表现回顾：一季度汽车整车大幅跑盈大市，汽车零配件略跑盈大市
- 板块估值水平：板块估值处于历史较低水平，横向比较，汽车行业当前整体估值水平没有优势，但上汽等行业龙头动态PE在10倍左右，估值水平较低。
- 投资策略：寻找结构分化中的机会
  - 维持对汽车行业整体“中性”的投资评级；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。
  - 主要投资机会：中高端乘用车及零部件龙头，尤其是欧美车系龙头：上海汽车、华域汽车、一汽富维；受益城市物流升级的高端轻客、轻卡：江铃汽车有望持续增长的SUV、MPV：悦达投资、江淮汽车
- 主要公司投资要点
  - 上海汽车
  - 华域汽车
  - 江淮汽车

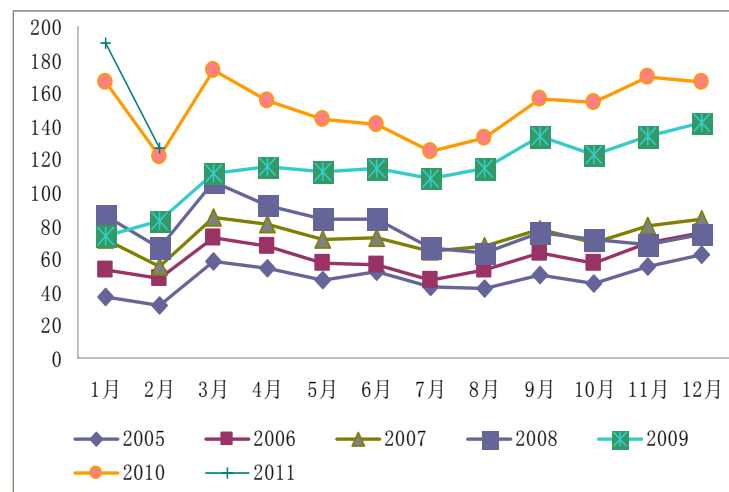
# 行业整体回顾与展望

- 销量维持高位，增速快速回落，结构分化持续

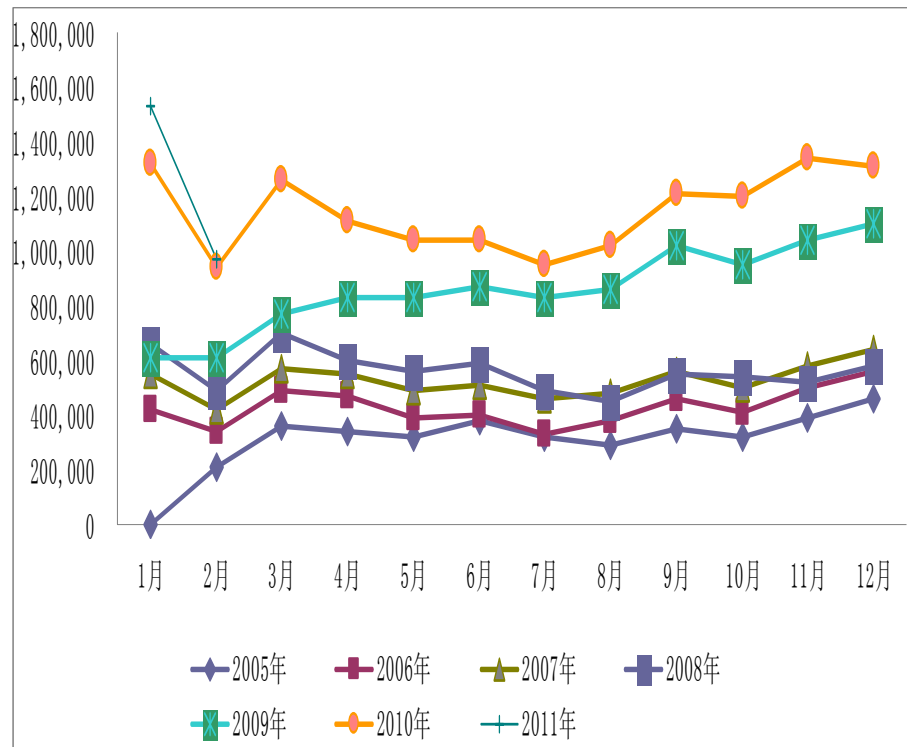
近年汽车销量及增速



汽车当月销量(万台)

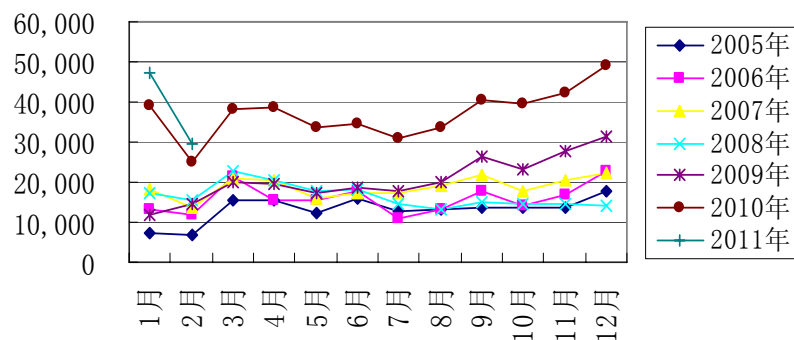


- 乘用车：2月销量差强人意
  - 2月乘用车销量为**96.72万**辆，同比增速为**2.6%**，增速为近两年来的最低点。

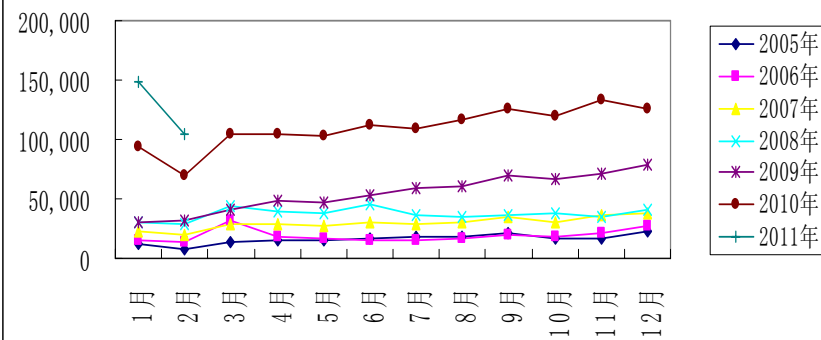


## 乘用车结构分化严重：SUV、MPV销售形势较好

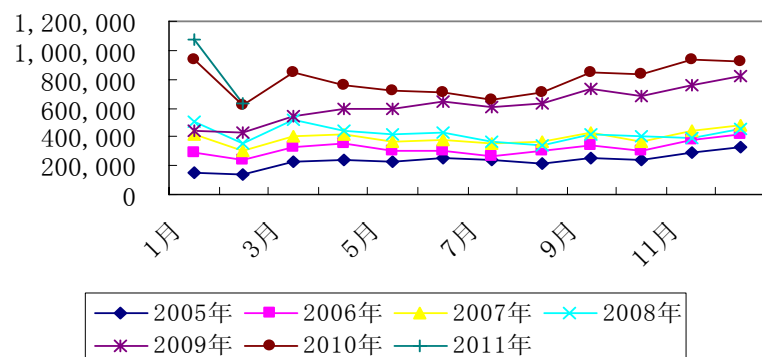
MPV月销量



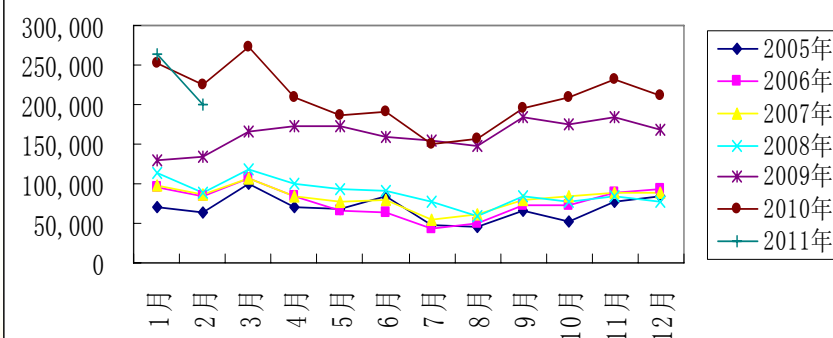
SUV月销量



基本型乘用车月销量(辆)



交叉型月销量



## 乘用车各子行业最近销量及增速

|       | 2月销量   | 同比增速    | 1-2月同比增速 |
|-------|--------|---------|----------|
| 基本型   | 633657 | 1.70%   | 9.71%    |
| SUV   | 105217 | 49.61%  | 60.85%   |
| MPV   | 29366  | 16.53%  | 19.95%   |
| 交叉型   | 199002 | -11.33% | -3.09%   |
| 乘用车合计 | 967242 | 2.60%   | 10.50%   |



- 三月乘用车数据触底反弹，结构分化继续
  - 三月乘用车全月终端上牌数实现**21.83%**的同比增长，远超市场预期，其中轿车增长约15%、SUV 约76%、MPV 约43%；
  - 根据乘联会目前公布的数据，35 家主要乘用车企业批发数96.7 万辆，同比增长14.73%；
  - 两组数据均显示市场景气从2 月的较低增速全面反弹，而上牌数增量远高于批发数增速显示终端需求强劲

- **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。



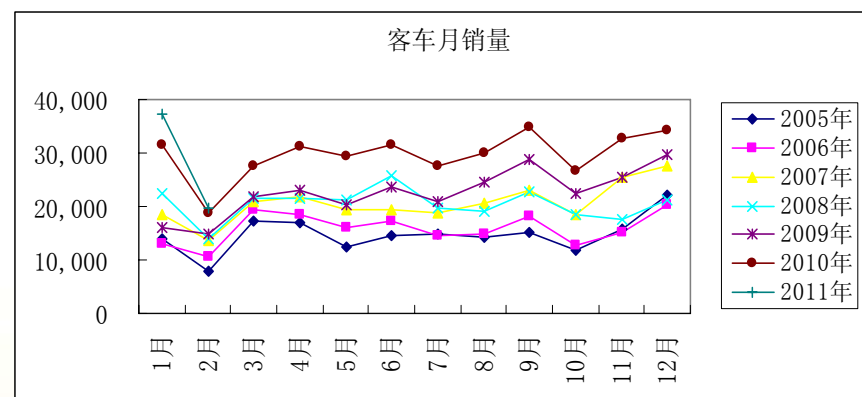
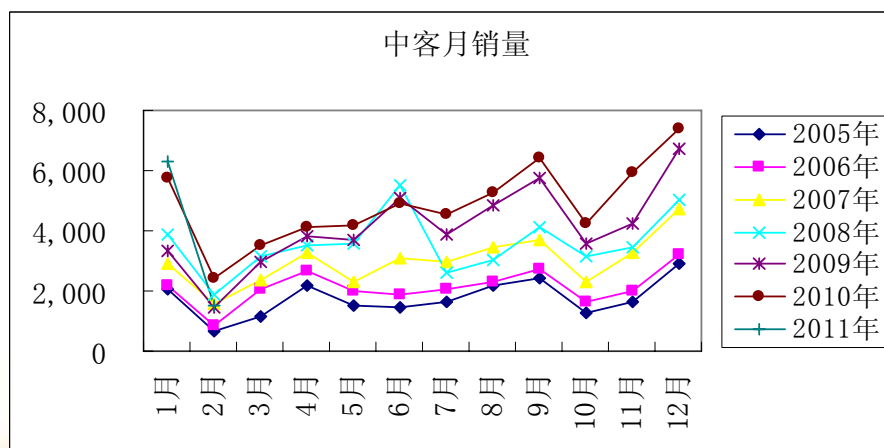
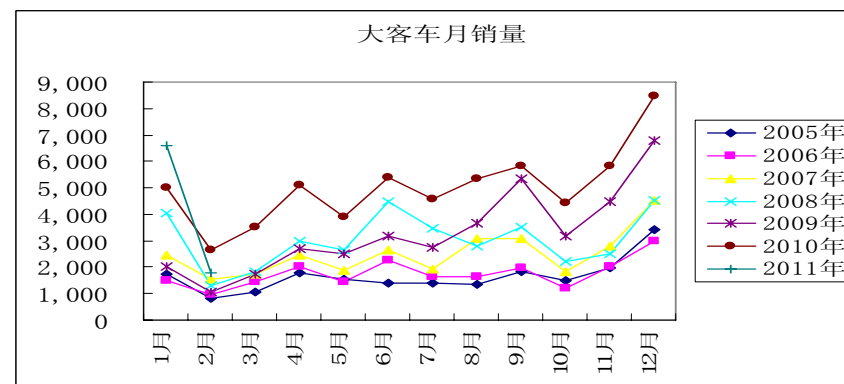
## – SUV、MPV行业旺销局面持续原因：

- 销量增长主要动力是终端客户需求：终端消费升级，消费者对于个性化、舒适性的需求增强，SUV和MPV切合市场需求；
- 二次购车的巨大需求空间有助于SUV、MPV长期旺销：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。

# 大中客：2月销量出现同比下滑

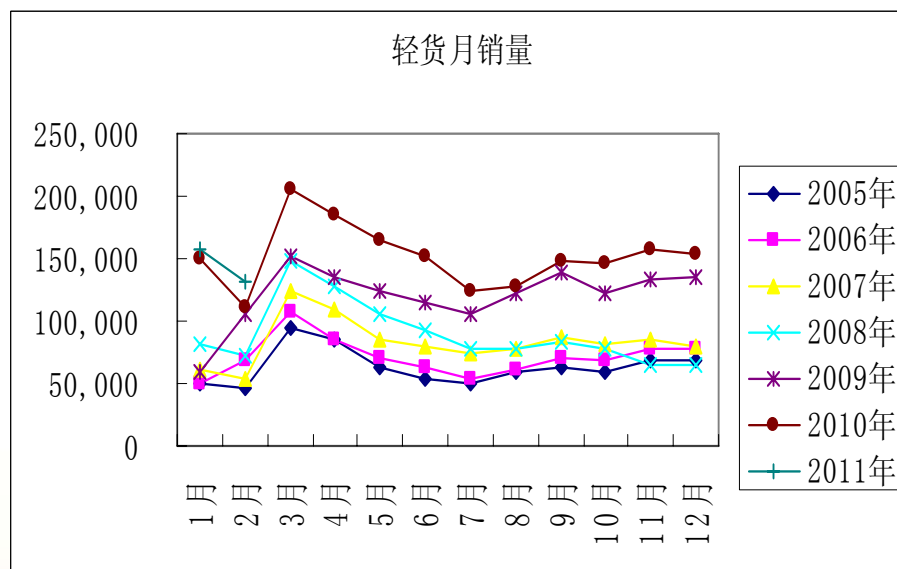
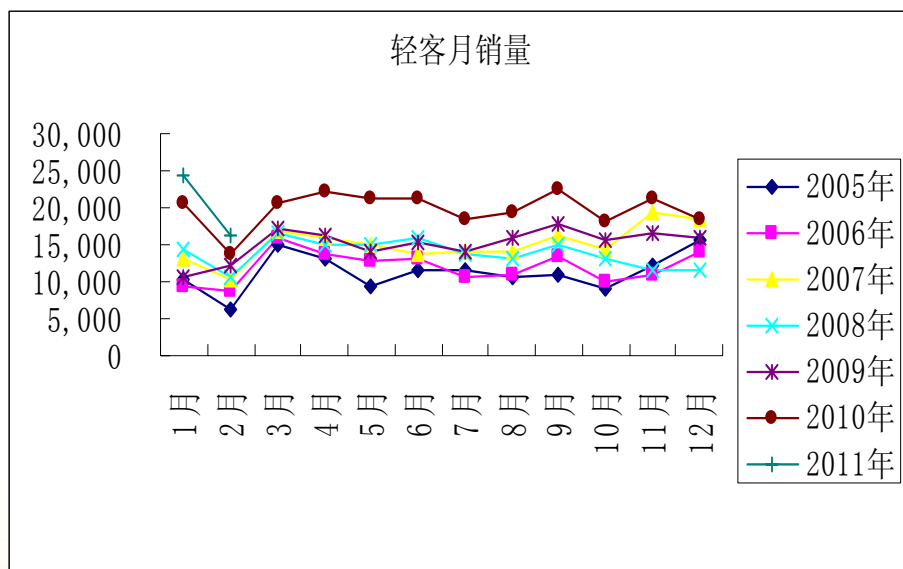
主要是季节性原因（2011年春节比2010年早）

3月后有望平稳增长（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等因素）



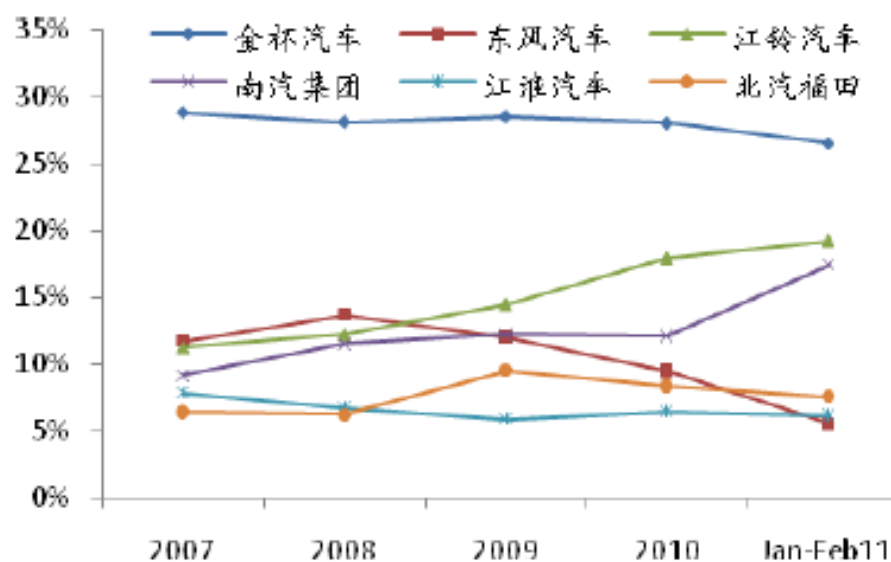
## •中高端轻客、轻卡受益城市物流需求提升

- 1) 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

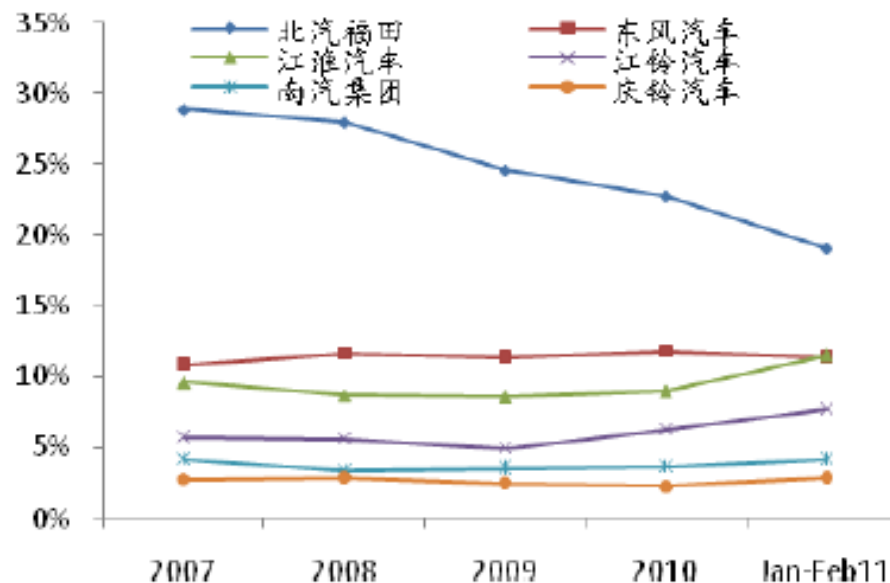


- 中高端轻客、轻卡企业市场份额提升
  - 2011年政策退出后，1-2月产品定位中高端的轻客企业如江铃汽车（YoY 38.9%）、北汽集团（YoY 65.1%）销量增速远超行业平均（YoY 22.2%），江淮汽车2009年底推出定位中高端的轻客“风尚”后，销量增速（YoY 61.7%）也远超行业平均。金杯客车、北汽福田轻客产品偏中低端，2009年以来市场份额出现了一定下滑。
  - 轻卡行业也出现了类似的情况
  - 原因是城市化带来城市物流需求提升、终端消费升级，这一趋势有望得到持续，中高端轻客、轻卡企业市场份额会持续提升。

国内主要轻客企业市占率



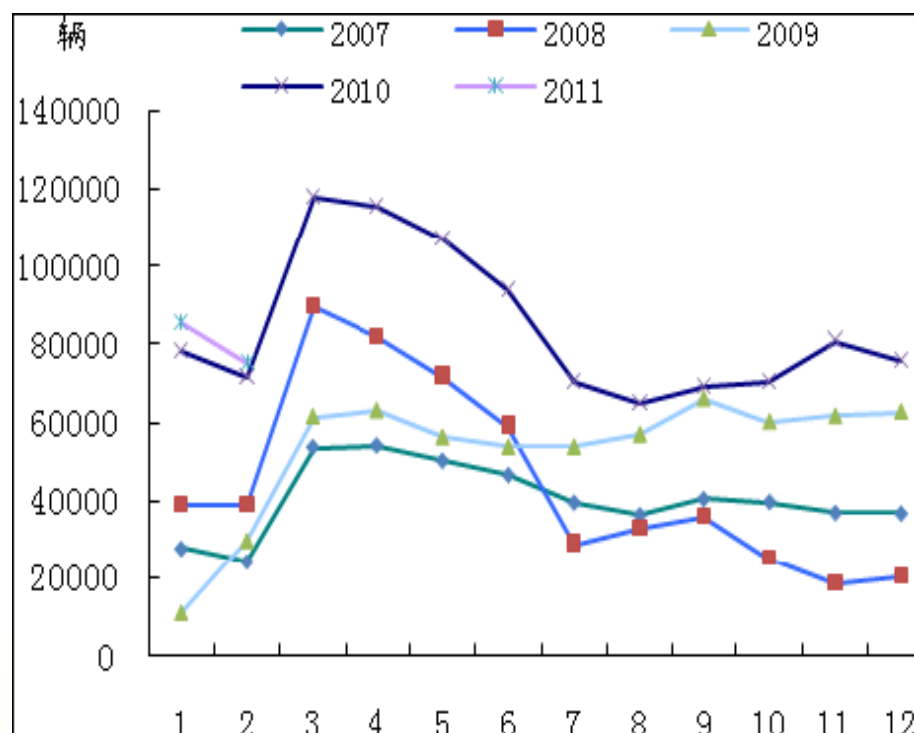
国内主要轻卡企业市占率



## • 重卡：工程强、物流弱

- 1) 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。
- 2) 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%。
- 3) 物流重卡（主要是半挂牵引车）销售压力较大，工程用重卡需求相对较好。

重卡月销量





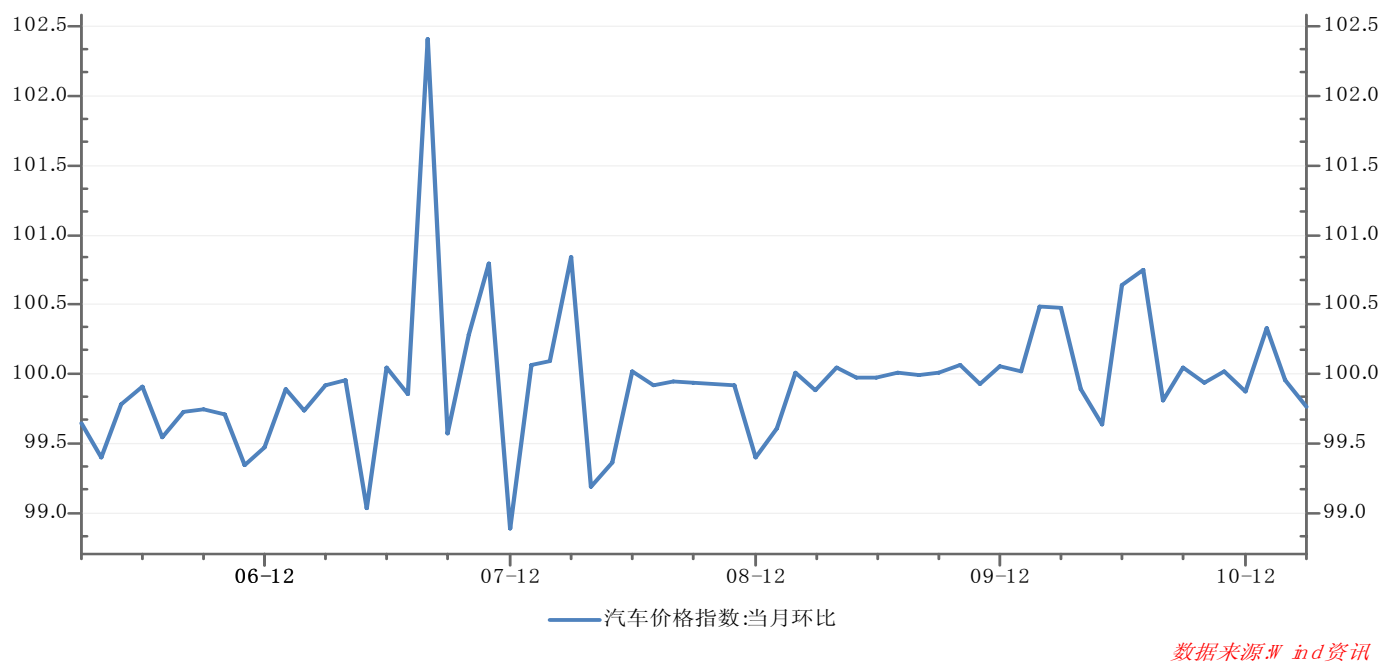
## • 重卡整体增长压力较大

- 2010年重卡销量同比增长59.7%，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。
- 2011年重卡行业整体增长压力较大
  - 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，物流需求动力减弱；
  - 保有量过快增长，压抑新增需求：2009年重卡保有量达到315万辆（YoY 57%），2010年保有量增长预计也在20%左右
  - 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

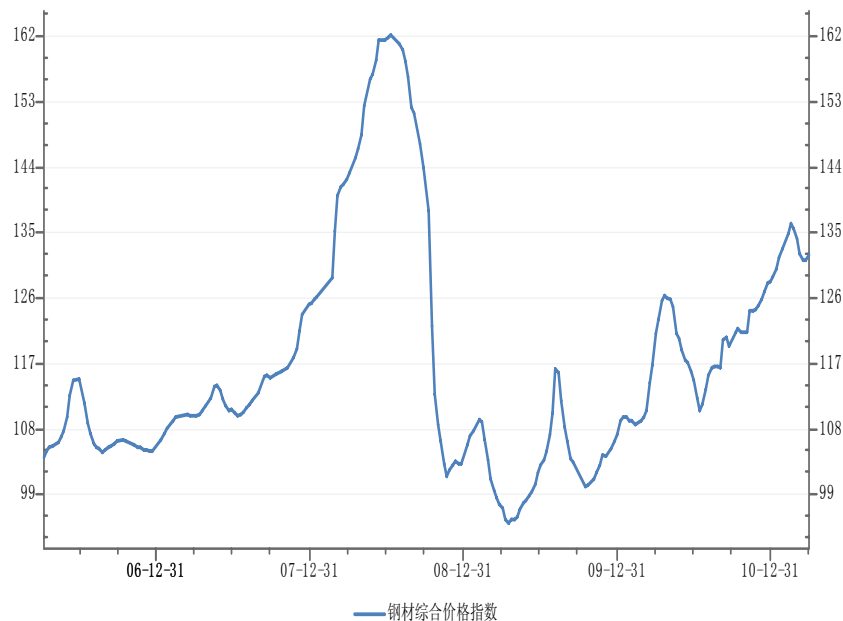
- 乘用车产能扩张不足为虑

- 26 家主要乘用车企业，产能将从2010 年的约1295 万辆提升到2013年的1885 万辆，复合增长率为13%，
- 预测乘用车行业未来三年复合增长率为10-15%，基本能消化产能的扩张，因此乘用车行业未来三年行业产能利用率仍有望维持在较高水平

- 现阶段汽车售价基本保持平稳



- 钢材、劳动力等成本压力不可忽视



数据来源: ind资讯



数据来源: ind资讯

# 市场表现回顾

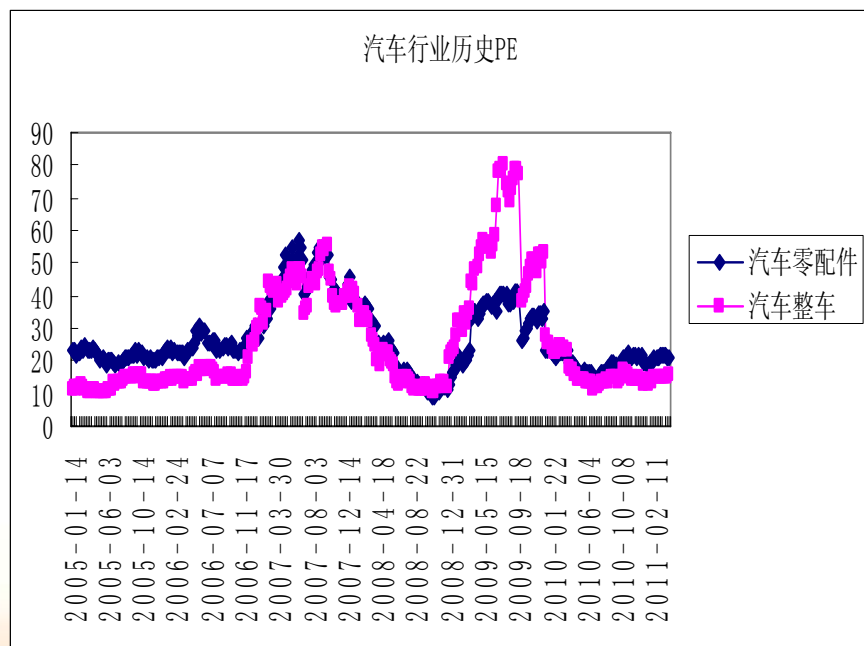
- 一季度汽车整车大幅跑盈大市，汽车零配件略跑盈大市
- 主要原因：市场过度悲观预期的修正



# 板块估值水平

- 板块估值处于历史较低水平

横向比较，汽车行业整体估值没有优势，但上汽等行业龙头动态PE在10倍左右,估值水平较低。



|         | PE (TTM) |
|---------|----------|
| 全部A股    | 19.34    |
| 沪深300   | 15.52    |
| SW汽车零部件 | 21.02    |
| SW汽车整车  | 15.41    |

# 投资策略：寻找结构分化中的机会

- 中长期看，我国汽车行业仍有较大的增长空间
- 短期看，今年鼓励政策退出、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%**左右的正常增长。
- 市场对政策退出等行业利空政策已有充分预期
- 维持对汽车行业整体“中性”的投资评级
- 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。



- 主要投资机会

- 中高端乘用车及零部件龙头，尤其是欧美车系龙头：上海汽车、华域汽车、一汽富维；
- 受益城市物流升级的高端轻客、轻卡：江铃汽车
- 有望持续增长的SUV、MPV：悦达投资、江淮汽车

# 主要公司投资要点

## • 上海汽车（600104）

- 主要盈利贡献者上海大众、上海通用销量远超行业水平（2月份上海大众、上海通用分别实现32.5%和37.6%的同比增速，远超行业平均水平）。
- 产品结构定位中高端，新品市场表现突出，受高油价和刺激政策退出影响较少；
- 日本地震或将对日系车生产造成负面影响，公司或将受益
- 不考虑增发，预计2010/11年EPS为1.90元和2.15元，当前动态PE10倍左右，给予“推荐”评级。

- **华域汽车（600741）**

- 国内汽配龙头，旗下子公司细分行业地位突出，盈利能力强；
- 公司产品种类齐全,主要客户为上汽系整车公司、一汽大众、东风汽车等优秀企业,随着换车需求提升和二三线城市的消费升级,公司主要客户销量有望维持较快增长
- 预计公司11/12年EPS分别为1.20/1.40元,当前价对应PE分别为10倍左右, 公司“推荐”评级。

## • 江淮汽车（600418）

- 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
- 受益MPV和SUV的持续高成长：预计公司今年MPV可保持同比增速20%以上的增长
- 轿车业务开始贡献利润：公司的轿车业务经过几年的准备，预计2011年轿车业务可实现盈利；
- 出口业务：公司从2011年起将大力拓展海外市场，随着62万辆出口巴西轿车订单的履行，口碑效应将为公司带来更多的海外订单；
- 新能源汽车业务：公司目前已经售出500多辆纯电动车(比亚迪售出200多辆)，30多辆纯电动客车，后续还将有150辆纯电动客车售出，远远超出其它品牌的新能源汽车销量。合肥市今年还将采购2000辆电动车，预计江淮汽车将获得其中大部分订单。
- 预计公司11-12年EPS分别为1.40元、1.90元，当前股价2011动态PE约为10倍，给予公司"推荐"评级。

# 祝投资者朋友投资顺利！

