

汽车行业二季度投资策略

——销售进入淡季 股价调整蓄势

可选消费/汽车与零部件

优于大势

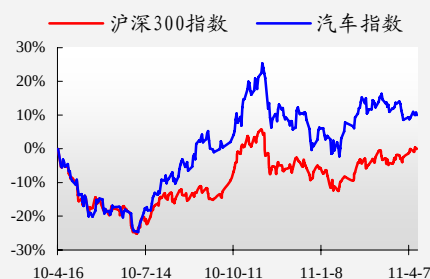
维持评级

发布时间：2011 年 4 月 18 日

投资要点:

- 2010 年底，中国人均 GDP4000 美元左右，汽车大规模进入家庭的条件刚刚成熟。因此，我国油价上涨时期正好与汽车市场快速发展时期重合，在这段时期，很多家庭购买首辆汽车，刚性需求非常强烈，因此油价对中国汽车消费的影响不大。
- 一季度，汽车销售 498.38 万辆，同比增长 8.08%，其中，乘用车销售 384.39 万辆，同比增长 9.07%，商用车销售 113.98 万辆，同比增长 4.86%。增速比较正常。
- 三个原因导致一季度的低速增长：一、购置税优惠政策、汽车下乡和以旧换新政策集中于 1 月 1 日退出，导致去年 4 季度提前透支了一季度的销量，在此前提下，能够取得 8.08% 的销量增长，还是令人满意的；二、燃油价格的不断攀升，对汽车销量也构成了一定的负面影响；三、今年经销商的融资环境远不如去年同期，且担心去年二季度库存问题的重演，进货谨慎。
- 考虑到 2010 年二、三季度的低基数，我们判断，二、三季度行业销量增速为 18-20%，四季度的销量增速 12% 左右，维持全年销量 15% 左右增速的判断。
- 我们认为，购置税优惠政策、汽车下乡和以旧换新政策的取消对行业的负面影响逐步消失，行业将进入自然增长状态。但由于二季度是行业进入销售淡季，我们判断二季度各月的绝对销量将呈逐步回落的态势，汽车股或将进入调整阶段。
- 2011 年是我国“十二五”计划的开局之年，我国国民经济仍将保持良好的发展态势。尽管一些消费政策已经退出，又面临交通拥堵等诸多矛盾，但居民收入不断提高的趋势不变，汽车刚性需求非常强烈。占 80% 人口的二三线城市及农村市场成为汽车消费的主力，而且将持续很长时间。我们对 2011 年我国汽车股的表现依然乐观。维持 2011 年汽车行业“优于大势”的投资评级。

走势图



子行业	评级
乘用车	优于大势
零部件	优于大势
商用车	同步大势

重要公司	评级
江淮汽车	推荐
上海汽车	推荐
宇通客车	推荐
华域汽车	推荐
江铃汽车	推荐
宁波华翔	推荐

分析师：刘立喜

执业证书编号：S0550511020007

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulx@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

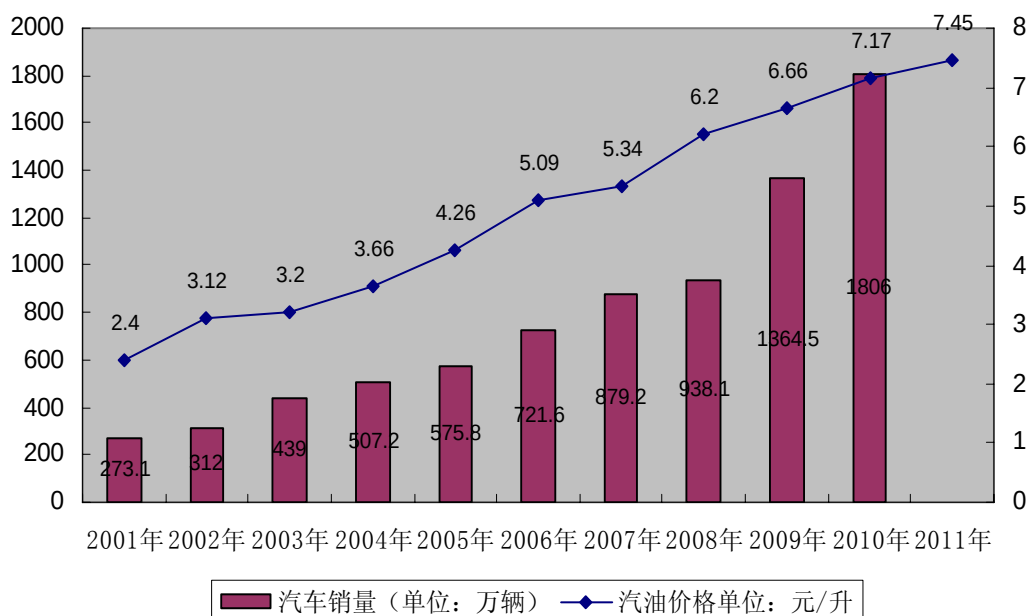
邮 编：200002

一、油价上涨对汽车销量的影响有限

对发达国家来说，汽油价格上涨对人们汽车消费影响非常明显。比如 2003 年伊拉克战争前，国际平均油价为 26 美元/桶。2004 年 9 月，受伊拉克战争引发的紧张局面的影响，国家油价第一次突破 50 美元/桶，美国汽油的零售价格也居高不下，导致美国家庭对汽车的需求量较少。9 月当月，美国主要汽车生产商的销量出现全面下滑，轿车和轻卡的销售总量环比下降了 12%，通用汽车销量同比下降 14%，福田公司的销量下降 13%。

按照汽车使用成本与家庭收入的比率，美国人用车应该比中国人更轻松，但是中国这两年油价节节攀升，人们的购车热情几乎没有受到太大影响，进口的大排量车、SUV 等销量增长很快。

10年间我国汽油价格与汽车销量变化



资料来源：以上图表和文字内容来自于《中国汽车报》

注：除 2011 年之外，油价为当年底 93 号汽车北京价格

中国人的购车计划受油价影响较小，与中国汽车市场目前的发展阶段有关。美国 2010 年千人保有量达到 950 辆，发达国家平均水平为 500 辆左右，世界平均水平是 128 辆，而中国目前千人保有量约为 52 辆，不到世界平均水平的一半，中国有巨大的汽车消费潜力。

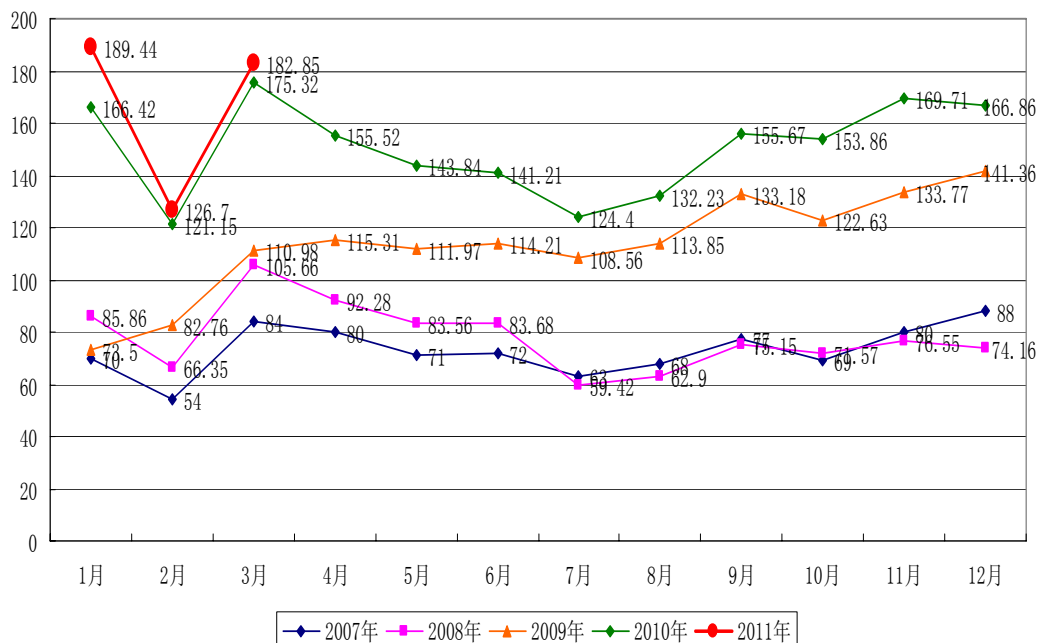
2010 年底，中国人均 GDP4000 美元左右，汽车大规模进入家庭的条件刚刚成熟。因此，我国油价上涨时期正好与汽车市场快速发展时期重合，在这段时期，很多家庭购买首辆汽车，刚性需求非常强烈，因此油价对中国汽车消费的影响不大。

二、一季度汽车行业销售数据点评

根据中汽协的统计，2011 年 3 月，汽车销售 182.85 万辆，同比增长 5.36%，继 1 月份增长 13.81%、2 月份增长 4.57%之后，再次实现正增长，增速基本符合我们的预期。

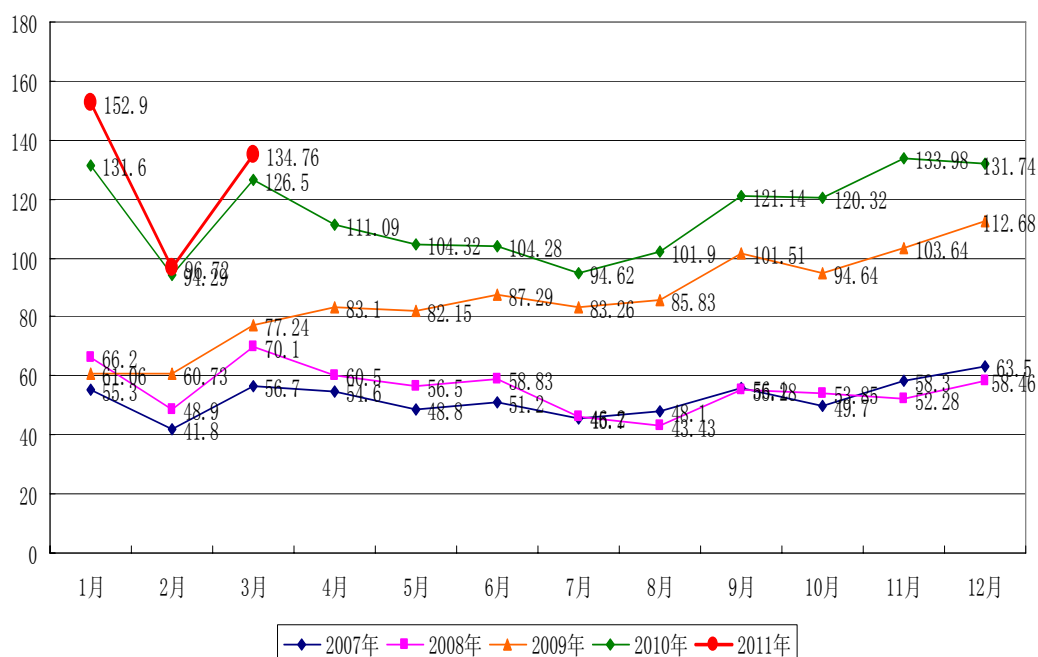
3月，乘用车销售134.76万辆，同比增长6.52%，其中微客同比下降9.99%，其余车型均呈现不同幅度的增长；商用车销售48.09万辆，同比增长2.25%，其中客车增长突出，增幅达22.52%，货车略有增长，增幅为2.22%。

2007-2011年汽车月度实际销量（单位：万辆）



数据来源：中国汽车工业协会 东北证券整理

2007-2011年乘用车月度实际销量（单位：万辆）



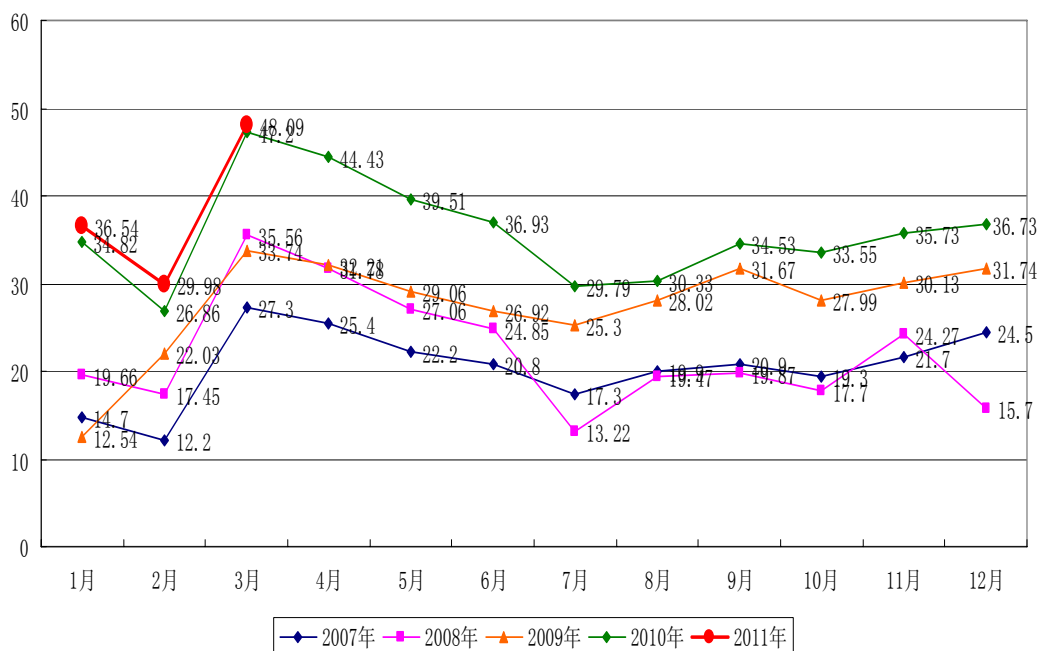
数据来源：中国汽车工业协会 东北证券整理

一季度,汽车销售 498.38 万辆,同比增长 8.08%,其中,乘用车销售 384.39 万辆,同比增长 9.07%,商用车销售 113.98 万辆,同比增长 4.86%。

三个原因导致一季度的低速增长:一、购置税优惠政策、汽车下乡和以旧换新政策集中于 1 月 1 日退出,导致去年 4 季度提前透支了一季度的销量,在此前提下,能够取得 8.08%的销量增长,还是令人满意的;二、燃油价格的不断攀升,对汽车销量也构成了一定的负面影响;三、今年经销商的融资环境远不如去年同期,且担心去年二季度库存问题的重演,进货谨慎。

坦率地说,站在 2010 年底的时间节点看 2011 年一季度的汽车行业实际销售数据,已经是相当令人满意了。

2007-2011年商用车月度实际销量(单位:万辆)



数据来源:中国汽车工业协会 东北证券整理

二、二季度及下半年汽车行业展望

我们认为,购置税优惠政策、汽车下乡和以旧换新政策的取消对行业的负面影响逐步消失,行业将进入自然增长状态。但由于二季度是行业进入销售淡季,我们判断二季度各月的绝对销量将呈逐步回落的态势,汽车股或将进入调整阶段。

考虑到 2010 年二、三季度的低基数,我们判断,二、三季度行业销量增速为 18-20%,四季度的销量增速 12%左右,维持全年销量 15%左右增速的判断。

2011 年是我国“十二五”计划的开局之年,我国国民经济仍将保持良好的发展态势。尽管一些消费政策已经退出,又面临交通拥堵等诸多矛盾,但居民收入不断提高的趋势不变,汽车刚性需求非常强烈。占 80%人口的二三线城市及农村市场成为汽车消费的主力,而且将持续很长时间。我们对 2011 年我国汽车股的表现依然乐观。维持 2011 年汽

车行业“优于大势”的投资评级。

“十一五”期间，市场需求的高速增长弱化了企业之间的竞争，特别是 2009-2010 年，产品供不应求，各企业忙于应对市场需求，企业之间的竞争比较弱。我们判断，“十二五”期间，汽车行业将进入平稳增长阶段，汽车企业间的竞争将加剧，对汽车行业的发展规律具有清醒认识，具有管理优势、技术优势、产业链比较完整的企业将持续成长壮大；不遵循汽车行业发展规律，管理上存在漏洞、急功近利、产业链不够完整的企业将陷入被动，苦苦挣扎。我们认同国内某汽车企业对汽车行业未来 5-10 年的判断：“十二五”期间是“选拔赛”，“十三五”是“淘汰赛”。

汽车行业估值比较

板块名称	2010 年预测 PE	2011 年预测 PE	2012 年预测 PE
煤炭	19.55	16.80	14.28
有色金属	53.88	34.36	25.98
电力及公用事业	27.28	22.71	20.07
钢铁	23.48	17.64	13.51
基础化工	46.19	28.05	20.42
建筑	18.64	13.66	11.03
建材	30.72	18.67	14.11
轻工制造	29.14	20.96	16.47
机械	30.93	22.59	17.31
电力设备	36.03	27.58	20.84
国防军工	58.12	49.01	38.48
汽车	17.45	14.49	12.37
乘用车	13.29	10.84	9.15
商用车	18.98	16.35	13.88
卡车	17.63	15.74	13.17
客车	22.50	16.86	14.89
专用汽车	26.27	23.32	19.86
汽车零部件	19.96	16.31	14.04
商贸零售	30.77	22.62	17.62
餐饮旅游	44.79	34.01	26.59
家电	23.60	18.60	15.18
纺织服装	34.25	23.84	18.41
医药	36.92	28.29	22.15
食品饮料	35.80	28.33	21.79
农林牧渔	43.13	30.70	22.71
银行	10.30	8.22	6.93
非银行金融	22.70	19.05	16.30
房地产	18.59	13.73	10.50
交通运输	16.70	14.77	13.83

数据来源：Wind 资讯 东北证券整理

就子行业而言，我们仍维持乘用车子行业和零部件子行业“优于大势”的投资评级，维持商用车子行业“同步大势”的投资评级。

三、重点公司推荐：

1、江淮汽车（600418）：

“十一五”期间，公司完成了“布局、转型”的战略目标，过程是艰苦的，收获也是丰厚的，公司成为自主品牌企业中车型最全的综合类汽车企业；“十二五”期间，公司的战略目标是“调整、优化”，公司拥有行业中最优秀的管理团队和企业文化，竞争优势将凸显出来，未来五年将会“厚积薄发”，稳健快速增长，成为汽车股的绝对龙头之一。

公司计划利用 5 到 10 年的时间，把江淮汽车打造成具有较强国际竞争力的中国汽车业主力厂商。基本战略目标——到 2015 年，公司整车销量达到 130 万辆，销售收入达 890 亿元；挑战目标——到 2015 年，公司整车销量达到 160 万辆，销售收入达到 1120 亿元。

一季度，公司累计销售各类汽车 148443 辆，同比增长 17.05%，超过行业销量增速 8.97 个百分点；其中 MPV 销量 20103 辆，同比增长 9.40%，轻卡销量 62046 辆，同比增长 11.66%；轿车销售 46575 辆，同比增长 24.54%；出口销售 14492 辆，同比增长 213.61%；发动机（自配）销售 73410 台，同比增长 88.96%。

进入 2011 年，公司最大的亮点是轿车表现出口项目。我们判断全年巴西出口销量将达 5-6 万辆；全年轿车总销量将达 20 万辆，同比增长 70%左右，开始贡献利润。

我们维持公司 2011-2012 年的 EPS 分别为 1.51 元、2.12 元的业绩预测。维持公司“推荐”的投资评级，考虑公司的成长性，我们给予公司 2011 年 15-18 倍的合理市盈率，目标价格区间为 22.65-27.18 元。

2、上海汽车（600104）：

由于公司产业链比较完备，拥有国内最大的整车产品销售与服务网络，以及动力总成、汽车电子、底盘等与整车开发密切相关的零部件体系和汽车金融业务对整车业务的支持，有利于公司对市场需求的准确把握和敏捷反映，公司将充分分享中国汽车工业平稳增长的有利形势，未来几年的业绩将会持续快速的的增长。

一季度上海大众销售整车 286781 辆，同比增长 32.63%；上海通用销售整车 313651 辆，同比增长 33.27%，两家企业均大幅超过行业增速 25 个百分点左右，我们判断公司一季度业绩增长将会非常可观。另外，公司一季度自主品牌销量 45274 辆，同比增长 18.82%，也比较可观。

作为乘用车行业绝对龙头，旗下上海大众和上海通用的销量快速增长，将给公司带来业绩超预期增长，预计 2011-2012 年公司每股收益 2.15 元、2.82 元，继续维持公司“推荐”的投资评级。

3、华域汽车（600741）：

公司目前直接投资汽车零部件企业 24 家，拥有国内最为完善的独立供应汽车零部件体系，主要业务覆盖汽车内外饰、金属成形及模具、功能件、电子电器、热加工和新能源等。

尽管公司已与诸多整车企业建立了稳固的长期合作关系，但考虑到公司目前的 65% 左右的营业收入来源于跟上海大众、上海通用等上汽集团旗下整车企业供货，业绩与上海汽车（600104）的相关度较高，因此判断公司的投资价值表面上很复杂，实质上很简

单。

根据行业和公司经营状况，我们预测 2011-2012 年 EPS 分别为 1.26 元、1.61 元。目前估值优势明显，维持公司“推荐”的投资评级。

4、宁波华翔（002048）：

公司体制灵活，管理团队稳定，主要客户是上海大众、一汽大众、上海通用等；汽车消费政策退出，对公司影响很小，反而受益于中高级乘用车的稳健增长；2010 年一季度融资的东北、成都等项目逐步开始见效；公司参股公司一汽富奥上市，为公司股价带来重估的机会；公司国际并购的推进；公司对新能源汽车零部件的密切关注。

2011 年一季度公司主要配套的上海大众、一汽大众等整车厂相关车型持续热销带动了公司业绩增长，公司一季度业绩预增 20%-50%。

我们认为，公司是成长性最好的零部件上市公司之一，维持公司“推荐”的投资评级。

5、江铃汽车（000550）：

公司经营稳健，专注中高端轻型商用车，几乎不受汽车消费政策的影响。

一季度公司累计销售整车 55443 辆，同比增长 34.24%，大幅超过轻型商用车的销量增速，取得骄人的销售业绩；其中福特全顺销量 15724 辆，同比增长 37.47%，江铃轻卡销量为 20724 辆，同比增长 35.88%，江铃皮卡及 SUV 等销量为 18979 辆，同比增长 30.00%。

公司投资 21 亿元建设小蓝基地，新建年产能 20 万台的 SUV、皮卡、轻客的生产基地，最大产能可达 30 万台/年。预计 2013 年上半年达产。这将有为公司的持续增长奠基扎实的基础。

维持公司“推荐”的投资评级。

6、宇通客车（600066）：

2011 年两大亮点值得关注：一是配股项目的进展情况，如果公司能够抓住国家对 25 个城市实施新能源公交车补贴的机遇，大力发展新能源公交车，估值有望大幅提升；二是为解决城市拥堵问题，各地制订了优先发展公交的战略，导致 2011 年客车行业有望实现销量 20%以上的销量增长，给公司带来良好的发展机遇。

我们预测公司 2011-2012 年 EPS 为 2.15 元、2.57 元，维持公司“推荐”的投资评级，以 18-20 倍的合理 PE 计算，公司合理估值区间为 38.70-43.00 元。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。