

增速回落不改长期走势,看好SUV及MPV

——汽车及零部件行业 2011 年 2 季度报告

2011 年 4 月 15 日

看好/维持

汽车

季度报告

投资摘要:

- **一季度车市回顾:增速回落不改长期走势。**政策重压之下,车市冷淡开场:1-3 月,我国汽车累计产销 489.57 万辆和 498.37 万辆,同比增长 7.48% 和 8.08%,增幅较上年同期回落 69.51 个百分点和 63.70 个百分点。出口市场方面:一季度出口同比增长 52%,其中商用车出口大增 641%。
- **乘用车市场:看好 MPV 及 SUV:**一季度乘用车产销 375.23 万辆和 384.39 万辆,同比增长 8.37%和 9.07%。细分市场中 MPV 及 SUV 热销,销量同比增速分别为 18.6%及 46.7%,而轿车销量增速则下滑至 9.07%。
- **商用车市场:看好重卡及大客:**一季度商用车产销 114.34 万辆和 113.98 万辆,同比增长 4.66%和 4.86%。细分市场中货车销量同比增长 4%,增长乏力,中、轻型货车惨淡;客车销量同比增长 14.3%,大、轻客销量较好。
- **后市展望,长期看好:**预计 2011 年汽车销量同比增速为 13%,乘用车增速为 14%,商用车为 8%,轿车为 12%,SUV 销量增速为 50%,MPV 销量增速为 30%。车市利好因素有:汽车工业发展基础犹存,汽车产业还有 10 年黄金期;利空因素:产能过剩+政策严厉+油价高企+放弃十二五汽车产业规划。
- **投资逻辑及重点推荐公司:**2011 年虽然整体汽车销量增速放缓,但在细分汽车市场上存在很好的投资机会,维持对汽车板块的“推荐”评级。(1).看好受政策影响较少的汽车行业龙头企业:如以产品 MPV 及轻卡为主,受政策影响较小的江淮汽车(600418),产品以 SUV 及皮卡为主,销售数据喜人的江铃汽车(000550);(2).看好强者恒强,资产注入后产业链更完整的上海汽车(600104);(3).看好汽车设备里的核心零部件,并且具有估值优势的潍柴动力(000338)及福耀玻璃(600660);(4).看好客车行业龙头,且具有新能源概念或节能减排概念的宇通客车(600066);(5).看好具有多个盈利增长点,业绩稳步增长的悦达投资(600805)。

汽车及零部件行业相关重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	09A	10E	11E	09A	10E	11E		
江淮汽车	0.90	1.3	1.9	15	10	7	3.1	强推
江铃汽车	1.98	2.58	2.95	14	11	9	4.6	推荐
上海汽车	1.61	1.94	2.12	11	9	8	2.6	强推
福耀玻璃	0.89	1.2	1.4	14	10	8	4.0	强推
悦达投资	1.32	1.9	2.4	16	11	8	5.2	推荐
潍柴动力	4.07	4.77	5.7	13	11	9	5.0	强推
宇通客车	1.65	2.06	2.52	15	12	10	5.0	推荐

银国宏

策略分析师

010-66507301

执业证书编号 S1480510120002

联系人:后立尧

010-66507343

houly@dxzq.net.cn

细分行业	评级	动态
乘用车	看好	维持
商用车	看好	维持
零部件	看好	维持

行业基本资料	占比%
股票家数	57 2.88%
重点公司家数	21 1.04%
行业市值	7262.6 亿元 2.2%
流通市值	5685.8 亿元 2.6%
行业平均市盈率	18.2 /
市场平均市盈率	19.9 /

汽车及零部件行业指数走势图



资料来源: wind

相关研究报告

1. 《江淮汽车:MPV 及轻卡多点发力》 2011.02.16
2. 《江铃汽车:受汽车产业政策影响小》 2011.03.14

目 录

1. 一季度车市回顾: 增速回落,政策坚定,形式复杂	4
1.1 政策重压之下,车市冷淡开场	4
1.2 乘用车市场:MPV 及 SUV 大涨,轿车微涨.....	6
1.2.1 一季度轿车销量增速下滑至 9.07%	6
1.2.2 一季度 MPV 销量同比增长 18.6%.....	7
1.2.3 一季度 SUV 销量同比增长 46.7%	8
1.3 商用车市场:重卡增长轻卡下滑,客车下滑轻客走俏	9
1.3.1 一季度货车销量同比增长 4%:增长乏力,中、轻型货车惨淡	9
1.3.2 一季度客车销量同比增长 14.3%: 大、轻客销量较好.....	9
1.4 出口市场:一季度出口增 52%,商用车出口大增 641%.....	10
1.5 车市风向标:新政之后的北京车市遇冷	11
2. 后市展望:预计 2011 年汽车销量增长 13%	11
2.1 利好因素:短期政策不改长期走势:汽车产业还有 10 年黄金期	11
2.2 利空因素:产能过剩+政策严厉+油价高企+放弃十二五汽车产业规划	12
2.3 日本地震对中国汽车产业的影响:喜忧参半	14
2.4 汽车产业发展新趋势	15
2.5 新能源汽车规划呼之欲出	15
3. 投资逻辑及重点推荐公司	15
3.1 投资逻辑:.....	15
3.2 重点推荐公司:.....	16
4. 风险提示	24

表格目录

图 1: 2011 年 1-3 月各类汽车销量同比增速	4
图 2: 2011 年 3 月各类汽车销量同比增速.....	5
图 3: 2008-2011 年汽车月度产销量-2011 年增速下滑,进入调整年.....	5
图 4: 2008-2011 年历年汽车产销量.....	6
图 5: 2001-2011 年国内 SUV 销量	8
图 6: 国内 SUV 市场发展轨迹	8
图 7: 国内民间汽车保有量	12
图 8: 国内居民可支配收入与汽车销量增速的关系	12
图 9: 2003-2011 年国内汽车产销量.....	12
图 10: 中国历年汽车销量与城市化率.....	12
图 11: 2004-2011 年北京 93 号汽油价格.....	14
图 12: 2000-2011 年历次油价调整	14

插图目录

表 1: 2011 年轿车、SUV 及 MPV 销量同比增速	6
表 2: 2011 年一季度轿车销量排行榜	7
表 3: 2011 年一季度 MPV 销量排行榜	7
表 4: 2011 年一季度 SUV 销量排行榜	8
表 5: 2011 年 1-3 月细分货车销量	9
表 6: 2011 年 1-3 月细分客车销量	10
表 7: 2011 年 1-3 月出口排行榜	10
表 8: 主要国内车企产能规划	13
表 9: 2011 年重点推荐公司及盈利预测	16
表 10: 2011 年 1-3 月江淮汽车销量统计	17
表 11: 江淮汽车盈利预测表	17
表 12: 2011 年 1-3 月江铃汽车销量统计	18
表 13: 江铃汽车盈利预测表	19
表 14: 上海汽车盈利预测表	20
表 15: 福耀玻璃盈利预测表	21
表 16: 悦达投资盈利预测表	21
表 17: 潍柴动力盈利预测表	22
表 18: 宇通客车盈利预测表	23

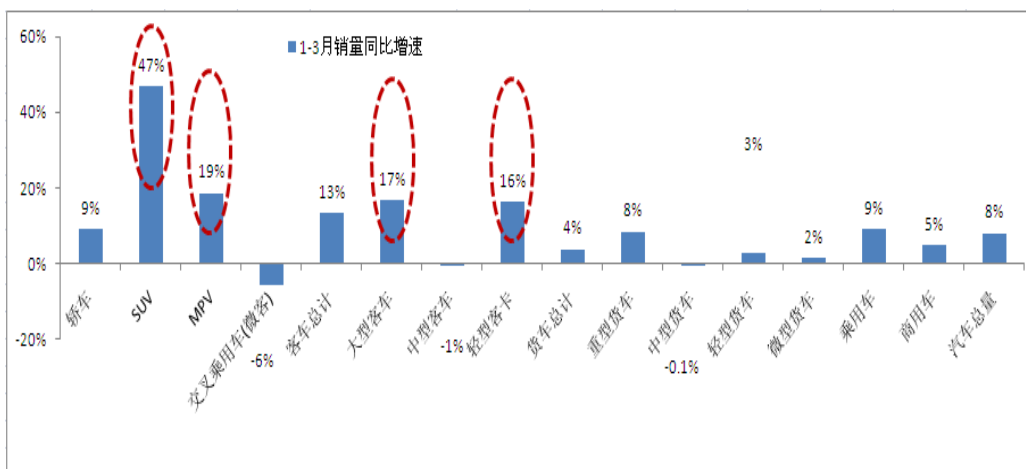
1. 一季度车市回顾：增速回落,政策坚定,形式复杂

1.1 政策重压之下,车市冷淡开场

1-3 月汽车累计销量同比增速回落至 8.08%: 据中国汽车协会统计,1-3 月,我国汽车累计产销 489.57 万辆和 498.37 万辆,同比增长 7.48%和 8.08%,增幅较上年同期回落 69.51 个百分点和 63.70 个百分点。其中:乘用车产销 375.23 万辆和 384.39 万辆,同比增长 8.37%和 9.07%;商用车产销 114.34 万辆和 113.98 万辆,同比增长 4.66%和 4.86%。

1-3 月销售数据分析: 由数据可见,2011 年 1 季度,汽车销量整体增速下滑,细分市场呈现冰火两重天景象:乘用车里的 SUV 及 MPV 延续了去年的热销景气,销量同比增速分别高达 47%和 19%,而商用车里的大型客车及轻型客车也保持了较高的增速,销量同比增速分别为 17%和 16%。而相反,乘用车里的交叉乘用车销量下滑明显,1-3 月销量同比下滑了 6%,另外,商用车里的中型货车销量下滑了 0.1%。

图 1: 2011 年 1-3 月各类汽车销量同比增速



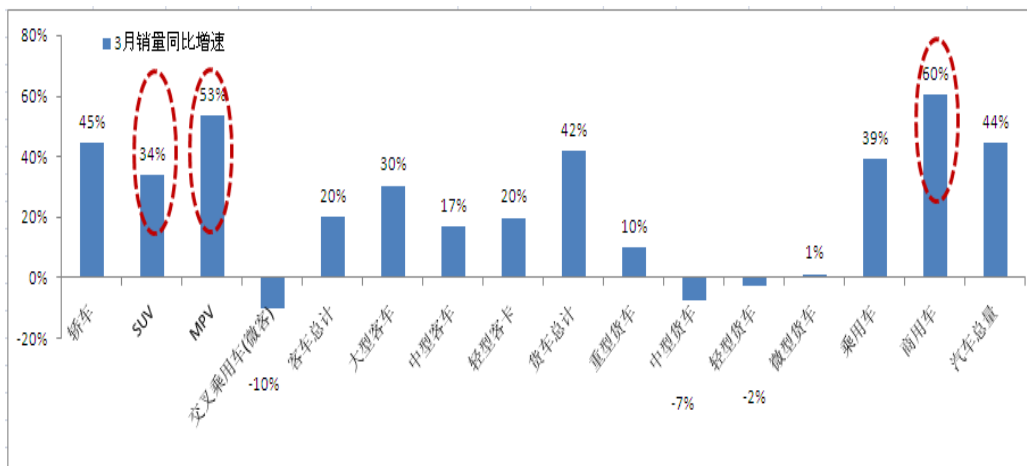
资料:东兴证券研究所

3 月当月产销量同比增速下滑至 44.3%: 2011 年 3 月,汽车产销 182.73 万辆和 182.85 万辆,环比增长 44.99%和 44.32%,同比增长 5.34%和 5.36%,增幅与上年同期相比回落 52.35 个百分点和 50.43 个百分点。其中:乘用车产销 138.34 万辆和 134.76 万辆,环比增长 42.72%和 39.32%,同比增长 6.45%和 6.52%。商用车产销 44.39 万辆和 48.09 万辆,环比增长 52.56%和 60.43%,同比增长 2.05%和 2.25%。3 月,是一年之中比较关键的月份,也是往年多为创新高的月份,但今年 3 月汽车产销没有创出新高,增速下滑,月度和季度同比增幅较大回落。

3 月销售数据分析: 3 月,SUV 及 MPV 继续保持了高增长,同比增速分别高达 34%和 53%,而商用车在 3 月份销量出现了明显的回暖迹象,商用车销量同比增速为 60%,超过了乘用车增速,特别是 3 月大客车销量同比增速高达 30%。相反,交叉型乘用车和

半挂牵引车同比呈现负增长；1.6 升及以下乘用车市场份额比上月下降；1.6 升及以下乘用车市场份额比上月下降；乘用车自主品牌市场份额回落；汽车出口突破 6 万辆。

图 2：2011 年 3 月各类汽车销量同比增速

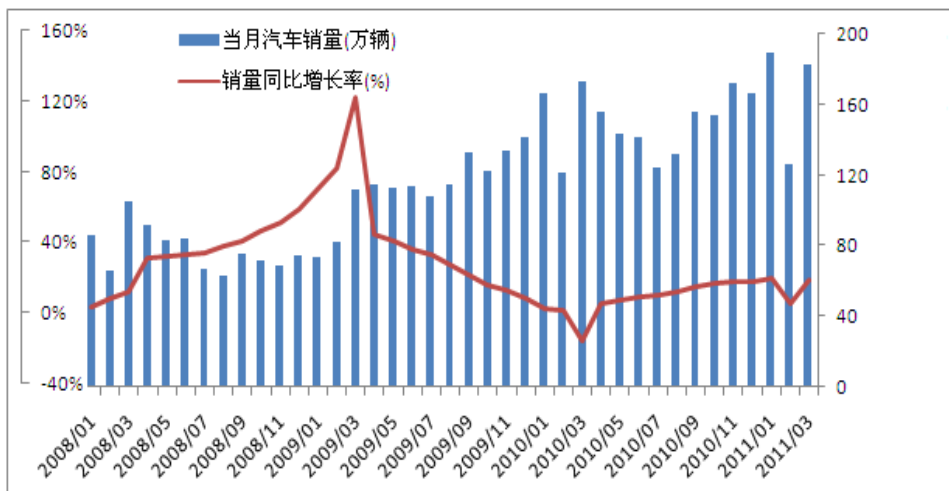


资料:东兴证券研究所

1-2 月销量回顾：2011 年 1 月，全国销售汽车产销量分别为 179.79 万和 189 万辆，同比增长 11.3%和 13.8%，环比增速分别为-3.58%和 13.6%，2 月全国汽车产销分别达到 126.03 万和 126.70 万辆,环比下降 29.89%和 33.09%，同比增长 4.48%和 4.57%。自今年 1 月开始，1.6 升及以下排量乘用车的表现已经低迷：销售增速低于乘用车增速。购置税优惠等政策取消对低排量车型销售的影响有所显现。

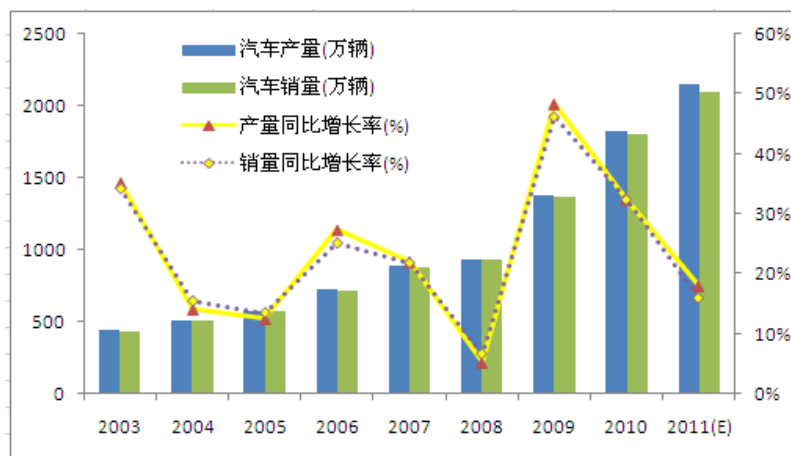
一季度销量排行榜：据中汽协统计，今年一季度销量排名前十位的汽车生产企业依次是：上汽、东风、长安、一汽、北汽、广汽、奇瑞、江淮、华晨和长城。这 10 家企业一季度共销售汽车 433.24 万辆，占汽车销售总量的 87%。

图 3：2008-2011 年汽车月度产销量-2011 年增速下滑,进入调整年



资料:东兴证券研究所

图 4: 2008-2011 年历年汽车产销量



资料:东兴证券研究所

表 1: 2011 年轿车、SUV 及 MPV 销量同比增速

		1 月销量	2 月销量	3 月销量	1-3 月销量
轿车	2011	107 万	63.3 万	91.6 万	262 万
	2010	93 万	62.3 万	85 万	240 万
	同比增速	15%	1.7%	7.7%	9.07%
SUV	2011	14.8 万	10.5 万	14 万	39.4 万
	2010	9.4 万	7 万	10.4 万	26.8 万
	同比增速	57.2%	49.5%	33.9%	46.7%
MPV	2011	4.7 万	2.9 万	4.5 万	12.1 万
	2010	3.9 万	2.5 万	2.9 万	10.2 万
	同比增速	20.4%	16.5%	53.2%	18.6%

资料:东兴证券研究所

1.2 乘用车市场:MPV 及 SUV 大涨,轿车微涨

1.2.1 一季度轿车销量增速下滑至 9.07%

2011 年 1-3 月,轿车销售 262 万辆,同比增速下滑至 9.03%。导致轿车销量增速下滑的主要原因:一是购置税优惠政策、汽车下乡和以旧换新政策的退出;二是燃油价格的不断攀升;三是部分城市治堵限购政策的实施;四是 2010 年的高速增长已经提前透支了 2011 年的部分需求;五是日本地震的影响。

1-3 月,销量排名前十位的轿车生产企业依次为:上海通用、上海大众、一汽大众、东风日产、北京现代、奇瑞、比亚迪、吉利、长安福特和神龙,分别销售 28.67 万辆、24.69 万辆、21.66 万辆、15.88 万辆、14.04 万辆、13.51 万辆、11.77 万辆、11.68 万辆、10.89 万辆和 10.18 万辆。与上年同期相比,比亚迪下降较快,北京现代降幅

略低，其它企业呈不同程度增长，其中上海大众和上海通用增速依旧居前。1-3 月，上述十家企业共销售 162.97 万辆，占轿车销售总量的 62%。

表 2：2011 年一季度轿车销量排行榜

排名	公司	2011 年 1-3 月轿车销量
1	上海通用	28.67
2	上海大众	24.69
3	一汽大众	21.66
4	东风日产	15.88
5	北京现代	14.04
6	奇瑞	13.51
7	比亚迪	11.77
8	吉利	11.68
9	长安福特	10.89
10	神龙	10.18

资料:东兴证券研究所

1.2.2 一季度 MPV 销量同比增长 18.6%

2010 年，多功能乘用车(MPV)销售 44.5 万辆，同比增长 78.9%。其中，家庭用车个性化、多样化需求的日益凸显是其销量增长的主因。参照国际经验，当经济达到中等发达国家水平时，汽车需求便会开始凸显多样化、个性化趋势。对车辆时尚外形、大空间、多用途、高安全性、燃油经济性的综合追求。国家统计局调研结果表明：今年收入水平越高的家庭休闲出游需求比例增大，出游方式则基本以自助游为主，占出游家庭的 93.5%，而 MPV 满足了家庭用户对大空间、多用途的需求,会成为今年汽车行业销量最火爆的车型。

2011 年 1-3 月,国内共销售 MPV 约 12.1 万辆,同比增长 18.6%,其中 3 月当月销售 4.5 万辆,环比增长 53.2%，同比增长 17.7%，增速远远超过汽车及乘用车行业的平均销量增速。

表 3：2011 年一季度 MPV 销量排行榜

排名	车型	2011 年 1-3 月销量(万辆)
1	瑞风	2
2	别克 GL8	1.7
3	东风景逸	1.7
4	一汽森雅 M80	1.08
5	东风风行	0.65
总销量		12.1

资料:东兴证券研究所

1.2.3 一季度 SUV 销量同比增长 46.7%

根据中汽协的统计,2010 年中国 SUV 销售 132.6 万辆,占乘用车市场的份额达到创纪录的 9.6%,同比 101.27%的增速,远远领先于其他细分市场车型。2010 年,各级别城市 SUV 领军品牌销售 54 万台,占 SUV 整体的 41%。特别是在大中型 SUV 市场,本地生产的汉兰达独占鳌头,以超过 8 万台的年销量占据超过 50%以上的市场份额。

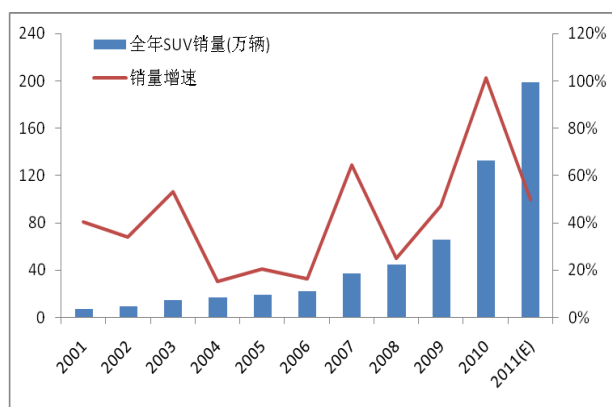
2011 年,SUV 市场延续了 2010 年的火爆场景,2011 年 1-3 月,国内共销售 SUV 39.46 万辆,同比增长 46.75%,其中 3 月当月销售 14.09 万辆,环比增长 33.94%,同比增长 35.40%,增速远远超过汽车及乘用车行业的平均销量增速。国内 SUV 市场竞争特点:(1).日系竞争优势明显,在 14 个主要 SUV 生产企业中,引进日本技术的有 9 家,中高档 SUV 市场上,途观、CRV、RAV4 基本形成三强鼎立,韩系 SUV 和日产的 SUV 基本是二线阵容的主力,由于中档 SUV 以自主品牌为主;(2).进口产品集中在高档领域,国内价格竞争蔓延到进口车市场,国内进口 SUV 增长最快的部分多为 20 万元以内的产品,其中日本车的地位牢固;(3).产品结构调整加快,中高档 SUV 市场份额继续提高;(4).产品全系列和中高档化成为趋势,企业继续分化。国内生产 SUV 的汽车厂家已有 40 多家,SUV 品牌则接近 60 个。

表 4: 2011 年一季度 SUV 销量排行榜

排名	车型	2011 年 1-3 月销量(万辆)
1	本田 CR-V	1.52
2	哈佛	1.33
3	现代 IX35	0.94
4	大众途观	0.93
5	奇瑞瑞虎	0.91
总销量		39.4

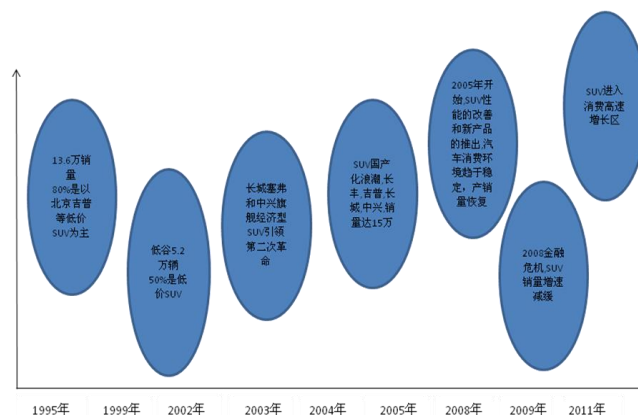
资料:东兴证券研究所

图 5: 2001-2011 年国内 SUV 销量



资料来源: 东兴证券研究所

图 6: 国内 SUV 市场发展轨迹



资料来源: 东兴证券研究所

1.3 商用车市场:重卡增长轻卡下滑,客车下滑轻客走俏

1.3.1 一季度货车销量同比增长 4%:增长乏力,中、轻型货车惨淡

2011 年 1-3 月,货车累计销售 103 万辆,同比增长 4%。其中重型货车销售 29 万辆,同比增长 8%;中型货车销售 7.1 万辆,同比下降 0.1%;轻型客车销售 52.2 万辆,同比增长 2%;微型货车销售 14.5 万辆,同比增长 2%。

由以上数据来看,用于基建的重型货车销量数据较为乐观,而用于物流的中轻型货车销量下滑较为明显。我们研判,今后这种重轻货车销量两极化的走势还将持续,2 月份的重卡市场冷淡除了春节效应外,地方政府固定资产投资还没有大规模开始,处于观望状态,但是随着两会结束,2011 年 1000 万套保障房硬任务的开始,地方难以压制的投资热情的存在,以及十二五期间 3600 万套保障房建设计划的启动,基建方面及水利水电建设方面对重卡的需求也会逐渐放量。我们预计 2011 年全年货车销量增速在 6%左右,而重型货车销量增速在 10%左右。

表 5: 2011 年 1-3 月细分货车销量

	3 月销量(万)	3 月销量同比增速	1-3 月销量(万)	1-3 月销量同比增速
重型货车	13	10%	29	8%
中型货车	3.1	-7%	7.1	-0.1%
轻型货车	22	-2%	52.2	3%
微型货车	5.7	1%	14.5	2%
货车总计	44	42%	103	4%

资料:东兴证券研究所

1.3.2 一季度客车销量同比增长 14.3%:大、轻客销量较好

2011 年 1-3 月,客车累计销售 10.12 万辆,同比增长 13.43%。其中大型客车销售 1.61 万辆,同比增长 16.88%;中型客车销售 1.57 万辆,同比下降 0.73%;轻型客车销售 6.94 万辆,同比增长 16.39%。

其中 2011 年 3 月,客车销售 3.78 万辆,环比增长 77.21%,同比增长 20.90%。三大类客车品种继续保持稳定增长,其中大型客车增速更快。3 月,大型客车销售 0.57 万辆,环比增长 1.3 倍,同比增长 30.44%;中型客车销售 0.56 万辆,环比增长 1.7 倍,同比增长 16.96%;轻型客车销售 2.65 万辆,环比增长 57.77%,同比增长 19.86%。

2 月受春节长假影响,客车销量环比明显下降,但产销率继续保持较高水平。1~2 月,大型和轻型客车销量较快增长,客车市场需求总体稳定。2 月,客车销售 2.13 万辆,环比下降 49.07%,同比增长 0.43%。在客车主要品种中,大、中和轻型客车三大类品种销量环比均明显下降,其中大、中型客车的降幅更为显著。

2011 年,客车行业面临通货膨胀压力加大、中国制造的低成本优势消失、汽车专业人才短缺、企业缺少核心技术等诸多挑战。除此之外,客车行业面临的政策变化也将

带来行业结构的调整。例如双层客车被禁止、《城市公共交通“十二五”发展规划纲要》的出台以及节能与新能源汽车发展重点的转变,都给 2011 年客车行业带来不确定性。

由于 2010 年去年销量基数很高,留给今年的上涨空间已经不大。综合以上分析,今年大中型客车的增幅不会超过 5%。

表 6: 2011 年 1-3 月细分客车销量

	3 月销量(万)	3 月销量同比增速	1-3 月销量(万)	1-3 月销量同比增速
大型客车	0.57	30%	1.61	17%
中型客车	0.56	17%	1.57	-1%
轻型客车	2.65	20%	6.94	16%
客车总计	3.7	20%	10.1	13%

资料:东兴证券研究所

1.4 出口市场:一季度出口增 52%,商用车出口大增 641%

2010 年,汽车商品进口金额首次超过 500 亿美元,达到 566.94 亿美元,同比增长 71.24%,增速仅低于 2003 年,为历史次高。从七大类汽车商品出口情况来看,汽车零部件超过 400 亿美元,达到 405.84 亿美元,占汽车商品出口总额的 78%,同比增长 41.9%。

2011 年 1-3 月,汽车企业出口 15.83 万辆,比上年同期增长 52.72%,其中商用车出口 7.21 万辆,同比增长 641.24%。另外,3 月当月中国汽车企业出口 6.3 万辆,环比增长 45.26%,同比增速为 59.77%。3 月商用车出口 2.96 万辆,环比增长 65.96%,同比增长 50.68%。3 月,乘用车出口 3.34 万辆,比上月增长 30.80%。

1-3 月,出口前五名的整车制造企业分别为奇瑞、长安、长城、江淮和东风,出口量分别为 2.86 万辆、1.91 万辆、1.60 万辆、1.46 万辆和 1.35 万辆,比上年同期分别增长 71.93%、45.02%、31.80%、2.14 倍和 43.24%,前五家出口占出口总量的比重为 58.00%。2011 年前 3 个月,中国商用车出口主要国家:阿尔及利亚、越南、巴西、智利、伊拉克、叙利亚、埃及、秘鲁、俄罗斯联邦、南非等。

表 7: 2011 年 1-3 月出口排行榜

	公司	出口量(万辆)	同比增速
1	奇瑞	2.86	71.9%
2	长安	1.91	45%
3	长城	1.60	31.8%
4	江淮	1.46	214%
5	东风	1.35	43.2%

资料:东兴证券研究所

具体地,中国重汽一季度出口开门红,重卡出 3039 辆;而江淮汽车 2009 年与巴西 SHC 公司签署了《独家经销协议》出口 62 万辆汽车,2011 年计划出口 4.5 万辆。2011

年 1-2 月江淮汽车出口汽车 8755 台, 同比增长 297.41%, 3 月出口为 5753, 同比增长 213%, 今年公司轿车在巴西市场有望实现 4 万辆销售。

1.5 车市风向标:新政之后的北京车市遇冷

作为全国汽车市场风向标的北京自 2011 年出台汽车限购政策之后, 市场渐冷。经初步测算, 受治堵新政影响, 24 万辆的新车增量加上 20 多万辆的更新总量, 预计今后北京每年新车销量约为 50 万辆。这样的相比 2010 年下降 44%, 大致与 2008 年持平。

采用摇号制度之后, 北京市 1-3 月的购车指标中签率分别由 10% 逐渐递减到 6%、4.5%, 在中签者比例下降的另一方面, 中签者购车比例不到两成。在 1 月 26 日首批摇号的 17600 个个人购车指标被确定后, 1 月 30 日至 2 月 10 日间, 中签者中仅有约 3400 人购车, 购车比例尚不及 20%。

另外一方面, 油价上涨, 驾校严格, 停车费上涨更是给冷淡的车市雪上加霜: 北京市交管部门正通过加大驾校考试难度缓解交通拥堵, 北京驾校的结业率由新政前的 90% 下降至 60% 左右。另外, 2011 年, 国家发改委两次上调成品油零售价, 最近一次上台后, 93 号汽油零售价上升至 7.85 元, 这些不利因素都阻碍了北京市汽车销量的增长。

汽车新政之后, 北京汽车经销商开始经历大洗牌, 二手车市场几乎冰封。目前, 北京有 4S 店接近 500 家, 拥有 7 个新车交易市场、7 家二手车交易市场。据我们估算, 如果每月销量不足 40 辆, 4S 店就要亏损出局。受限购政策影响, 北京至少有 20% 的汽车经销店面临关闭、整合, 约有 40% 的二手车经销商将退出市场。大部分经销商只能通过拓展售后服务、涉水汽车租赁业务来维持经营。

2. 后市展望:预计 2011 年汽车销量增长 13%

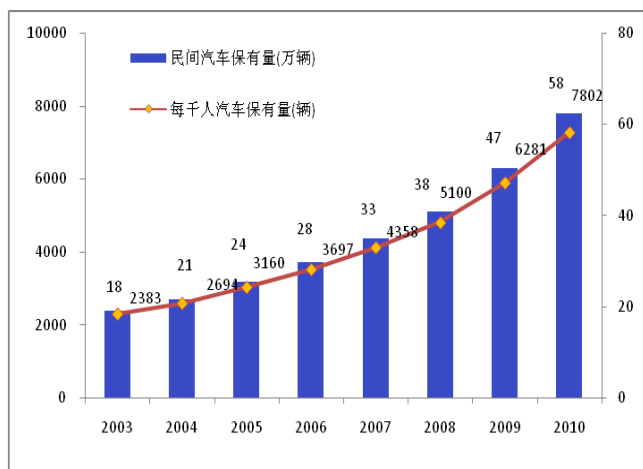
2.1 利好因素:短期政策不改长期走势:汽车产业还有 10 年黄金期

中国汽车产业进入调整年, 单汽车工业增长动力仍在:虽然从去年底开始, 国家先后出台了包括购置税优惠取消、汽车下乡和以旧换新政策的退出等政策, 而且部分城市还出台了严厉的治堵限购政策。但是我们研判, 短期政策不改汽车工业长期走势, 中国汽车工业至少还有 10 年的黄金发展期, 而目前中国汽车发展的问题在于基础设施及规划跟不上居民汽车消费需求的增长。

我国汽车工业长期发展的动力如下: (1). 居民收入持续增长, 购买小轿车能力及意愿强烈; (2). 中国人均汽车保有量低, 汽车行业还在发展期; (3). 消费对 GDP 的贡献度高, 今后汽车消费仍是拉动消费的重头戏: 2010 年, 汽车工业约总产值 4 万亿, 社会消费品零售总额 15.4 万亿, 占 GDP 比例分别为 10% 和 38.5%; (4). 根据日本欧美经验, 中国城市化率目前不到 50%, 民间汽车保有量仅为每千人 58 辆, 远低于成熟汽车国家水平, 汽车工业还有至少 10 年的增长期。

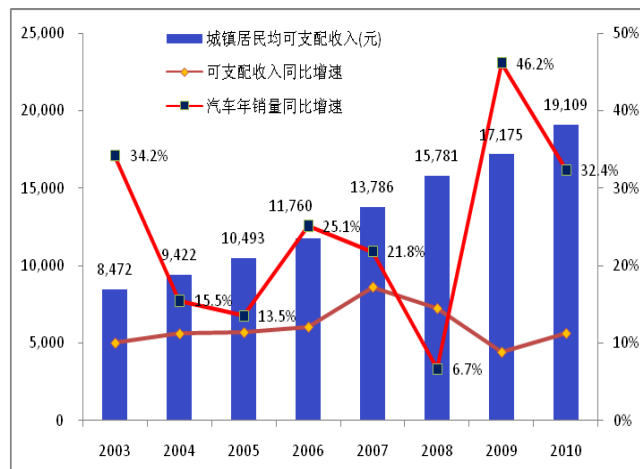
历史上, 中国汽车工业大致经历了如下 4 个大的发展周期: (第一周期) 02-03 暴涨, 04 低迷, (第二周期) 05-08 平均增速 22%, (第三周期) 09-11 年快速增长平均增速 30%, (第四周期) 2012 年进入另一个增长周期, 发展空间仍然很大。

图 7: 国内民间汽车保有量



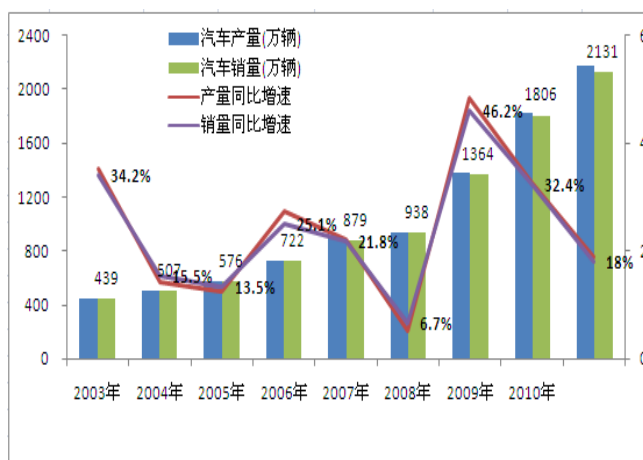
资料来源: 东兴证券研究所

图 8: 国内居民可支配收入与汽车销量增速的关系



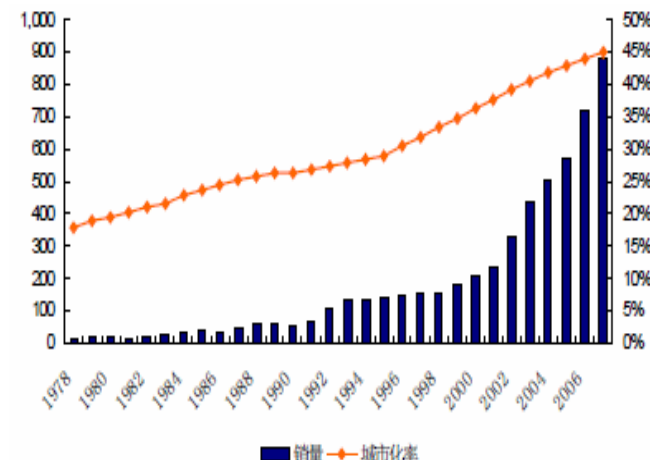
资料来源: 东兴证券研究所

图 9: 2003-2011 年国内汽车产销量



资料来源: 东兴证券研究所

图 10: 中国历年汽车销量与城市化率



资料来源: 东兴证券研究所

2.2 利空因素:产能过剩+政策严厉+油价高企+放弃十二五汽车产业规划

今年,我国汽车产业面临如下利空因素的影响:

产能过剩:按照“十二五”规划,至2015年,中国汽车产销量将达到3000万辆(中汽协预计的2500万产能一致),其中出口规模500万辆。而按照目前中国主流汽车企业的规划,2015年的总产能将突破4000万辆。发改委委托相关机构对国内二十家汽车企业集团和十家骨干整车企业进行第五次汽车产能情况调查显示,2009年底整车产能为1395万辆,2015年底规划产能已达3124万辆。而未来全行业的整个规划产能将远超过这个数字,汽车企业的快速扩张式发展加剧了产能过剩的风险。

各家汽车企业上报的2015年产销目标如下:上汽为600万辆,长安汽车500万辆,一汽500万辆,东风汽车500万辆,广汽300万辆,北汽400万辆。这样,排名前6位的汽车企业2015年规划的产销目标高达2800万辆,已大大超过中国汽车工业

协会原先预测的 2500 万辆的总产能。比亚迪 2015 年保守估计也要达到 300 万辆产能，而长城汽车公开声称要达到 200 万辆产能。所统计的 15 家汽车集团，2015 年总产能就达到 4310 万辆，加上没统计在内的其他企业，2015 年我国汽车总产能将超 5000 万辆，产能过剩严重。

据不完全统计，仅在 2011 年底，国内 14 家主流车企累计规划产能就将达 2300 万辆，加上其他车企，汽车行业总产能将在 2500 万辆以上。而业界一个较为一致的预测是，今年最多只有 2000 万辆的销售规模，因此，今年汽车产量可能有 500 万辆是过剩的。

表 8：主要国内车企产能规划

企业	现有产能	09 年销量	2010 年销量	在建/将建产能	2012 年产能
上海大众	70 万	72.8 万	100	—	100 万以上
一汽大众	68 万	68.2 万	86 万	15-35 万(2011 年)	100 万以上
上海通用	76 万	72.76 万	104	—	100 万以上
北京现代	60 万	57.03 万	70 万	30 万(2012 年)	100 万
东风日产	36 万	51.8 万	66 万	24 万(2011 年底)	70 万
奇瑞汽车	60 万	50.03 万	62	20 万(09 年开建，大连)	100 万以上
比亚迪	60 万	44.84 万	52 万	40+40 万(不详)	超过 150 万

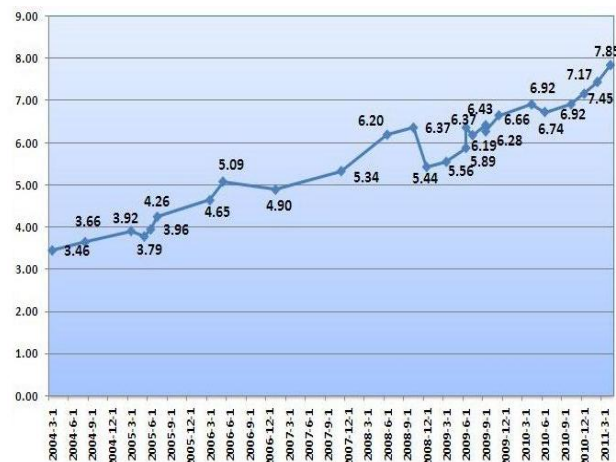
资料:东兴证券研究所

政策严厉：2011 年的汽车市场政策可谓空前严厉，首先是汽车购置税优惠、汽车下乡等在内的几项刺激汽车消费的激励措施都逐渐退出，北京广州上海分别出台了包括小轿车限购摇号等在内的治理交通拥堵政策，工信部近期又宣布放弃汽车产业十二五规划，明确表态十二五期间国家不会下大力气鼓励汽车产业快速发展。另外，国务院决定自 2010 年 12 月 1 日起，对外商投资企业、外国企业及外籍个人预计征收 1%~7% 的城市维护税及教育费税。此项政策将对现有外资车企以及合资车企在 2011 年的盈利预期造成一定的影响，将会减弱国内汽车产业的疯狂扩张趋势。目前，国家针对汽车产业的政策还要权衡很多问题，比如依托增大公务车的自主品牌份额来对自主品牌进行扶持等。同时，对于国内车市整体销量的超常规增长，已经带来的包括城市拥堵、环境破坏以及汽车厂家无节制扩张产能等弊端，也将是 2011 年车市调控政策关注的重点。

油价高企：2011 年 4 月 7 日，发改委年内第二次上调国内油价，将汽、柴价格每吨分别提高 500 元和 400 元，全国平均 90 号汽油和 0 号柴油每升分别提高 0.37 元和 0.34 元，上调油价后北京的 93 号汽油零售价已经高达 7.85 元，用车成本直线上升。同时，发改委认为适时调整国内成品油价格，有利于抑制石油消费过快增长，促进经济发展方式转变和资源节约。我们研判，今年国内外局势复杂，利比亚内战，日本地震等突发性因素可能会继续推高国际油价，而预计发改委年内还将至少上调 2-3 次油价，北京的 93

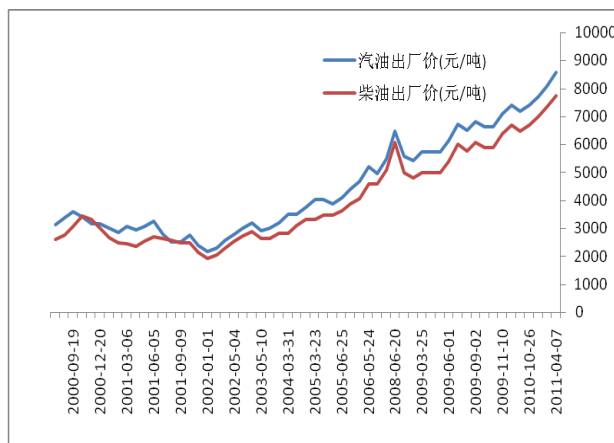
号汽油将快步迈入 10 元时代,油价高企将会是阻碍中国汽车工业发展的另外一个不利因素。

图 11: 2004-2011 年北京 93 号汽油价格



资料来源: 东兴证券研究所

图 12: 2000-2011 年历次油价调整



资料来源: 东兴证券研究所

放弃十二五汽车产业规划: 中国汽车工业协会表示,“十二五”末,中国汽车年产量将达到 3000 万辆,国内销售 2500 万辆,出口 500 万辆。工信部及发改委近期表示:节能和新能源汽车规划即将出台,没必要再搞一个汽车产业的“十二五”规划。现在重要的不是产销量,而是汽车的质量和性能。这意味着国内汽车产业政策面临着重大变化。

2.3 日本地震对中国汽车产业的影响:喜忧参半

日本地震海啸对中国汽车产销影响较小,个别企业和车型受到影响,但 4 月份之后影响会逐步显现。日本地震海啸对我国汽车产业乃至全球汽车产业的影响是全面的。除了日本在中国合资合作企业和一级供应商,在日本的二、三级以及原材料供应商对我国企业也产生的较大影响。我们发现,中国品牌的企业和其它的合资企业很多二、三级供应商在日本,例如从日本采购芯片等。所以,日本地震海啸不但影响日本在中国的合资企业,对全球汽车产业都产生了影响。数据统计显示:中国从日本进口的汽车整车金额比重占汽车商品进口金额总额的 13%,中国从日本进口的汽车零部件金额比重,占汽车商品进口金额总额的 21%。

但是另外一方面,此次日本地震会给上汽及一汽等欧美车系带来替代效应,德系及美系车在中高端车市的市场份额应该会有上市的趋势。另外一方面,此次日本地震也给奇瑞、比亚迪、吉利中国三大自主品牌带来了发展的机遇,三大自主品牌如能利用此次机会提升产品品质上攻日韩系车垄断的中等汽车市场,将会给中国汽车产业的崛起带来希望。

2.4 汽车产业发展新趋势

2011 年,中国汽车工业发展的新趋势是: (1). SUV 支持率大幅上升 超过三厢跃居首位; (2).适时驱动 SUV 继续受欢迎(电脑芯片控制两驱与四驱的切换); (3).手自一体、无极变速需求增大; (4).发动机增压技术最被看好; (5).自动泊车辅助系统将流行

2011 年北京汽车消费市场趋势—消费高端化: 2011 年,北京汽车消费呈高端化趋势:北京消费市场的最大变化就是限制购车的新政,摇号上牌、总量控制将使过去 10 年京城消费增长比较依赖于汽车消费拉动的格局发生改变。“在限制购车政策的影响下,尽管北京汽车市场整体下滑,但进口车市场份额将有所提升。奥迪 A6L 2011 年型车 1 月销售 9001 辆,较上月强劲增长 15.86%。全新 BMW 5 系长轴距版 1 月销量升至 6300 辆,同比增长 98.2%。

2.5 新能源汽车规划呼之欲出

工信部牵头制订的《节能与新能源汽车产业发展规划》,已会同国家发改委、财政部等多部门联合上报国务院,近期将批复公布。根据规划内容,2020 年中国新能源汽车销量规模要达全球第一,新能源汽车要以纯电动为主要技术路线,未来 10 年政府财政投入 1000 亿元,打造新能源汽车的产业链。《规划》提出,为了保证在 2020 年之前,我国新能源汽车产销总量达到 500 万辆的水平,该产业规模目标分两步走:十二五期间,纯电动汽车和插电式混合动力汽车市场保有量达到 50 万辆以上;中、重度混合动力乘用车保有量达到 100 万辆。同时,2015 年要实现 100 万辆新能源汽车的生产能力,其中纯电动汽车和插电式混合动力汽车要占 50%。

我们研判:将节能与新能源汽车规划取代“十二五”规划,是对汽车业总体发展方向的一次明晰。这就向市场释放出了明确的信息:中国希望发展插电式混合动力汽车和纯电动车,并加速推广节能汽车。主管部门需要制定电动车的技术标准,节能汽车的审批标准并有严格的执行,对能够胜出的企业的产品进行准确的激励。除此之外,产销量能够发展到多大,那完全是市场和企业的的事情,非规划所能够掌控。

根据 2010 年 6 月出台的《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》,自 6 月 1 日起,在上海、长春、深圳、杭州、合肥等 5 个城市启动私人购买新能源汽车补贴试点工作,其中上海或率先尝试减免牌照费,以此拉动新能源产业落地发展。而对于牌照资源的放开,将大大推进新能源汽车的发展。

3. 投资逻辑及重点推荐公司

3.1 投资逻辑:

2011 年宏观经济不确定性增加,汽车优惠政策取消,日本地震,国内高通胀压力背景下,汽车市场形式复杂,但是考虑到支撑中国汽车工业发展的基础仍然存在,中国汽车工业还有 10 年的黄金发展期,短期政策变化不会改变汽车工业长期走势,我们预测 2011 年中国汽车销量同比增速会在 13%左右,其中乘用车销量增速约为 14%,商用车销量增

速为 8%, 轿车销量增速会在 12%左右,SUV 销量增速会在 50%左右,MPV 销量增速为 30%。

我们认为,2011 年虽然整体汽车销量增速放缓,但在细分汽车市场上存在很好的投资机会,维持对汽车板块的“推荐”评级。具体地,我们的投资逻辑是:

- (1) .看好受政策影响较少的汽车行业龙头企业:如以产品 MPV 及轻卡为主,受政策影响较小的江淮汽车(600418), 产品以 SUV 及皮卡为主,销售数据喜人的江铃汽车(000550);
- (2) .看好强者恒强,资产注入后产业链更完整的上海汽车(600104);
- (3) .看好汽车设备里的核心零部件,并且具有估值优势的 潍柴动力(000338)及福耀玻璃(600660);
- (4) .看好客车行业龙头,且具有新能源概念或节能减排概念的宇通客车(600066);
- (5) .看好具有多个盈利增长点,业绩稳步增长的悦达投资(600805)。

3.2 重点推荐公司:

根据以上的投资逻辑, 2011 年 2-4 季度我们看好如下公司:

表 9: 2011 年重点推荐公司及盈利预测

公司名及代码	评级	2010 年 EPS	2011 年 EPS	2011 年 PE
江淮汽车(600418)	强烈推荐	0.90	1.3	10
江铃汽车(000550)	推荐	1.98	2.58	11
上海汽车(600104)	强烈推荐	1.61	1.94	9
福耀玻璃(600660)	强烈推荐	0.89	1.2	10
悦达投资(600805)	推荐	1.32	1.9	11
潍柴动力(000338)	强烈推荐	4.07	4.77	11
宇通客车(600066)	推荐	1.65	2.06	12

资料: 东兴证券研究所

3.2.1 江淮汽车(600418):业绩大增符合预期,增发扩产喜迎未来(强烈推荐)

江淮汽车 70%的利润来自 MPV 及轻卡业务,而且公司受汽车行业不利政策影响小。业绩方面: 公司 2010 年实现净利润 11.63 亿元, 同比增长 246.35%。每股收益 0.9 元, 同比增长 246.15%。2011 年 3 月,公司共销售汽车 5.57 万辆, 同比增加 16.07%。1 一季度累计销售汽车 14.8 万辆,同比增长了 17%。其中一季度销售轿车 4.65 万辆, 同比增长 24.5%, 销售 MPV 共 2 万辆,同比增长 9.4%,销售轻卡 5.5 万辆,同比增长 11.6%,销售重卡 5246 辆,同比大增 61.8%。

表 10： 2011 年 1-3 月江淮汽车销量统计

	3 月销量(辆)	同比增速	1-3 月销量(辆)	同比增速
轿车	16832	26.3%	46575	24.5%
MPV	7179	6.61%	20103	9.4%
轻卡	24124	14.5%	62046	11.6%
重卡	3847	61.6%	8491	61.8%
底盘	2057	0.15%	5989	30%
合计	55790	16%	148443	17%
其中:出口	5737	137%	14492	213.6%
其中:发动机	26169	69.1%	73410	88.9%

资料:东兴证券研究所

公司 2011 年的投资看点是: (1). MPV 市场龙头,轻重卡业务继续发力,轿车业务今年开始盈利: MPV 市场方面:10 年共售出 MPV6.4 万辆,稳居 MPV 行业第一,目前 M 市场占有率接近 18%,2011 年预计销量 8 万辆。轻卡业务方面: 公司轻卡销售采取了分网络营销策略, 10 年卖出 19.4 万辆,2011 年预计销售 25 万台。重卡市场方面: 2010 年,公司同销售重卡 2.5 万辆,今年的目标是 3.5 万辆。轿车业务方面:2010 年公司轿车销量为 11.6 万辆,预计 2011 年公司轿车的销量约为 18 万辆。(2). 新能源汽车精准定位,领跑市场: 目前有同悦电动车及和悦插电式混合动力车。已售出 500 多辆纯电动车,30 多辆纯电动客车,远超其它新能源汽车销量。(3). 出口业务大放异彩,轿车业务今年开始盈利: 公司今年的一大看点是公司的出口业务, 南美地区,仅在巴西,公司未来两年年均销量预计会超过 5 万辆,在中东和东亚地区,公司也正在积极拓展市场。2011 年 1 月,公司共出口汽车 5018 辆,同比增加 319%,其中获得巴西订单 7000 辆,1 月交货 2700 辆。2 月出口汽车 3737 辆,同比增加 271%,1-2 月累计出口 8700 辆,同比增长 297%。

我们看好公司今后的成长性、享受的优厚政策优势、在 MPV 及新能源汽车领域的先发优势、以及公司积极拓展的出口业务,基于以上判断,我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 1.3 元、1.9 元和 2.5 元,当前股价对应 10-12 年 PE 分别为 10 倍、7 倍和 5 倍。另外,我们预计今年汽车行业整体销量增速为 18%,江淮汽车的销量将明显好于行业平均水平,我们预计 2011 年江淮汽车销售收入增速至少为 30%。我们保守给江淮汽车 2011 年动态 PE 为 15 倍的话,公司未来 8 个月的目标价为 20 元,目前公司股价为 13 元左右,还有至少 50%的上涨空间,我们维持之前的“强烈推荐”评级。

表 11： 江淮汽车盈利预测表

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	20,091.71	29,704.36	39,000.00	50,000.00	65,000.00
主营收入增长率	36.45%	47.84%	31.29%	28.21%	30.00%
EBITDA(百万元)	1,129.38	2,036.04	2,445.52	3,382.61	4,391.61

EBITDA 增长率	116.09%	80.28%	20.11%	38.32%	29.83%
净利润 (百万元)	335.69	1,162.65	1,696.79	2,454.91	3,304.06
净利润增长率	488.39%	246.35%	45.94%	44.68%	34.59%
ROE	7.76%	21.65%	24.69%	27.09%	27.51%
EPS (元)	0.260	0.900	1.317	1.905	2.564
P/E	52.92	15.29	10.45	7.22	5.37
P/B	4.10	3.30	2.58	1.96	1.48
EV/EBITDA	13.57	7.17	3.70	1.89	0.71

资料来源: 东兴证券研究所

3.2.2 江铃汽车(000550):受汽车产业政策影响小,3月销量数据依然喜人(推荐)

公司的主要产品是福特商用车(全顺)、JMC 卡车(江陵轻卡)、JMC 皮卡(宝典)及 SUV(驭胜), 产品以 MPV、SUV 及卡车为主,受汽车产业不利政策影响小。2011 年 3 月份,公司共销售汽车 2.19 万辆,同比增长 34%,2011 年 1 季度,公司整车累计销量 5.54 万辆,同比增长 34%。

表 12: 2011 年 1-3 月江铃汽车销量统计

	3 月销量(辆)	同比增速	1-3 月销量(辆)	同比增速
福特商用车	6244	35.7%	15724	37.5%
JMC 卡车	7936	24.7%	20740	35.9%
JMC 皮卡及 SUV	7712	32.0%	18979	30.0%
合计	21892	30.3%	55443	34.2%

资料:东兴证券研究所

2011 年公司的投资看点是: (1). 汽车产业消极政策对公司影响很小。公司汽车排量都在 2.0L 以上,不受小排量轿车购置税优惠政策取消影响,公司的皮卡、SUV 及商务车很少针对农村客户,汽车下乡政策取消对公司影响小。公司的 MPV、轻卡及皮卡不受北京汽车限购政策影响。(2). 江铃汽车走向世界,出口业务锦上添花:2011 年,出口也是仍然是江铃公司的增长热点之一,我们预计 2011 年全年公司出口额会增长 30%达到 13 亿人民币。

业绩方面:2010 年度公司共销售了 17.9 万辆整车,比 2009 年增长 56%,包括 5.2 万辆福特品牌商用车,6.6 万辆 JMC 品牌卡车,6 万辆 JMC 品牌皮卡及 SUV,同比分别增长 57.5%、43.4%和 71.4%。2010 年度营业利润为 20.4 亿元,同比增长 65%。

我们认为在 2011 年汽车行业整体增速下滑的情况下,江铃汽车的产品结构以 MPV、SUV 及卡车为主,具有“抗政策”性,受汽车产业不利政策影响小,并且公司盈利能力强,2011 年 1-2 月销量增速都维持在 32%以上,预计公司 1 季度销量增速会在 35%以上。随着公司市场占有率的不断上升以及金融危机后出口业务的进一步恢复,2011 年公司主营收入增速将至少为 20%。基于以上考虑,我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.98 元、2.58 元和 2.95 元,当前股价对应 11-13 年 PE 分别为 14 倍、11 倍和 10

倍,低于汽车及零配件行业平均 PE,公司股价被低估。我们认为公司未来 12 个月的目标价为 38 元,暂时给予“推荐”的评级。

表 13: 江铃汽车盈利预测表

万元	2008A	2019A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	8,587.03	10,433.21	15,767.90	19,000.00	22,000.00
主营收入增长率	1.56%	21.50%	51.13%	20.50%	15.79%
EBITDA(百万元)	923.65	1,476.55	2,218.62	2,863.74	3,242.74
EBITDA 增长率	-10.47%	59.86%	50.26%	29.08%	13.23%
净利润(百万元)	784.32	1,056.13	1,711.61	2,227.09	2,546.21
净利润增长率	3.31%	34.66%	62.03%	30.15%	14.33%
ROE	19.36%	21.80%	30.71%	30.28%	27.11%
EPS(元)	0.910	1.220	1.982	2.580	2.950
P/E	32.05	23.91	14.71	11.31	9.89
P/B	6.22	5.20	4.52	3.42	2.68
EV/EBITDA	25.68	14.42	5.63	7.26	5.81

资料来源: 东兴证券研究所

3.2.3 上海汽车(600104):资产注入倒计时, 1 月销量超预期(强烈推荐)

根据公司最近公告,上海汽车拟通过非公开增发方式以 16.53 元/股价格发行约 17.28 亿股,向控股股东上汽集团及其子公司工业有限购买其持有的从事独立零部件业务、服务贸易业务、新能源汽车业务相关公司股权及其他资产,上述资产预估值为 285.6 亿元。此次注入完成后,上海汽车将依托完整的产业链和规模效应促进整车与零部件的协同发展,加快制造与服务的一体化,提升市场信息的反应速度以及产品的质量保障,实现综合实力的提升。

2011 年公司的主要投资看点是: (1). 上汽集团资产注入进入倒计时,优质资产提升公司盈利能力:上汽拟将集团内剩余整车资产、服务贸易资产注入上海汽车;零部件资产注入华域汽车,此次注入资产总值将为 285 亿元,估计将为上海汽车贡献约 14 亿元的净利润。考虑增发的话,资产注入后将增厚公司 2011 年 EPS 约 0.13 元。(2). 2011 年 1 月销量增 35%超预期,2011 全年销量增速或超 25%;(3). 收购南汽后实现扭亏为盈,整体业绩提升可待。

我们预计公司 11-12 年 EPS 分别为 1.94 元和 2.12 元,当前股价对应 10-12 年 PE 分别为 9.5 倍和 8.7 倍。公司目前股价为 19 元左右,PE 仅 12 倍左右,低于行业估值均值,公司作为汽车行业的龙头具有强者恒强的效应,加上日本地震利好德系和美系车,我们认为公司股价仍被低估,公司目标价应为 22 元,给予“强烈推荐”的评级。

表 14: 上海汽车盈利预测表

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	105,892.26	139,635.76	312,485.48	370,000.00	440,000.00
主营收入增长率	1.44%	31.87%	125.01%	19.35%	18.92%
EBITDA (百万元)	2,782.98	11,029.40	24,999.39	29,465.48	31,636.48
EBITDA 增长率	-66.84%	296.32%	126.66%	17.86%	7.37%
净利润 (百万元)	656.17	6,591.93	13,728	17,955.40	19,613.75
净利润增长率	-85.84%	904.61%	108%	24.22%	9.24%
ROE	1.89%	15.52%	25.74%	24.88%	21.87%
EPS (元)	0.100	1.006	1.61	1.943	2.122
P/E	184.50	18.34	11.80	9.50	8.69
P/B	3.49	2.85	3.04	2.36	1.90
EV/EBITDA	40.35	9.25	5.47	4.09	3.29

资料来源: 东兴证券研究所

3.3.4 福耀玻璃(600660):业绩符合预期,出口及新产品助力 2011(强烈推荐)

目前,福耀玻璃占据国内汽车玻璃 68%的市场份额,在高端客车细分市场上,公司更是占据了 71%的市场份额。公司占汽车玻璃 OEM 市场 50% 份额,在汽车玻璃维修市场上占国内 40% 的份额,拥有 38 家联网销售分公司,出口方面在北美市场已有近 5 年的销售历史,产品质量早已获得了国际认可。公司已成功为宾利、宝马、奥迪、路虎等高端车提供汽车玻璃,并计划从 2011 年开始为宝马公司旗下的 minicopper 品牌供货。

业绩方面,2010 年福耀玻璃实现营业收入 85.1 亿元,同比增长了 39.92%;实现净利润 17.8 亿元,同比增长了 60.1%,实现基本每股收益 0.89 元。

公司 2011 年的主要投资看点是:(1). 稳居国内汽车玻璃行业第一,国际地位亦稳步提升;(2). 提前布局出口业务,2011 年出口业务或大放异彩;(3). 玻璃原片自给率提升,2011 年成本费将下降;(4). 天线玻璃、Low-E 玻璃等高附加值新产品提升公司盈利能力。

公司年报公布信息显示出公司具有很强的成本控制能力,而且 2010 年盈利增速明显强于汽车行业整体增速。我们研判:2011 年随着公司出口业务规模化,高附加值的新产品不断推出,收购的重庆万盛浮法玻璃开始提供玻璃原片从而提高自给率,去年改造的福清三线建筑级浮法玻璃生产线产能释放,公司业绩也会稳步增长。我们预计福耀玻璃 11-13 年 EPS 分别为 1.2 元、1.4 元和 1.7 元,当前股价对应 11-13 年 PE 分别为 10 倍、8 倍和 7 倍。低于汽车及零配件行业平均 PE,严重被低估。总之,该公司主营业务盈利能力强,出口和新产品是公司的新亮点,公司业绩会伴随中国汽车销量的进一步增长而继续辉煌。基于以上考虑,我们维持之前“强烈推荐”的评级,未来 12 个月目标价为 16 元。

表 15：福耀玻璃盈利预测表

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	6,079.37	8,508.04	10,000.00	12,000.00	14,000.00
主营收入增长率	6.34%	39.95%	17.54%	20.00%	16.67%
EBITDA（百万元）	2,261.44	2,761.89	3,418.28	4,037.28	4,644.88
EBITDA 增长率	97.81%	22.13%	23.77%	18.11%	15.05%
净利润（百万元）	1,118.03	1,787.76	2,403.00	2,894.28	3,435.04
净利润增长率	354.39%	59.90%	34.41%	20.44%	18.68%
ROE	25.49%	30.60%	30.99%	28.74%	26.80%
EPS（元）	0.560	0.890	1.200	1.445	1.715
P/E	22.48	14.15	10.49	8.71	7.34
P/B	5.75	4.32	3.25	2.50	1.97
EV/EBITDA	11.98	9.79	7.25	5.56	4.16

资料来源：东兴证券研究所

3.3.5 悦达投资(600805)：公路收费稳步增长,汽车业务突破在即(推荐)

悦达投资的四大主营业务是汽车产销、公路收费、煤炭产销及商品流通。汽车业务方面,公司推出的新产品智跑 SUV 及 K5 轿车都取得了喜人的销售成绩,预计今年汽车业务将会实现突破。公路收费业务属于高毛利率、高增速的优质业务,公司控股陕西西铜、徐州通达及京沪高速三条公路,2010 年公路收费业务同比增长了 32%,毛利率高达 64.6%。公司另外一个优质业务是煤炭产销,2010 年公司全资子公司准格尔乌兰渠煤炭共销售煤炭 143.77 万吨,实现销售收入 2.84 亿元,毛利率也高达 28.8%。

业绩方面,根据公司 2010 年年报, 2010 年公司共实现营业收入 21.27 亿元,同比增长 39.1%;实现净利润 7.17 亿元,同比增长 121.3%,每股收益 1.32 元。2011 年,公司的主要投资看点是:(1). 四大业务齐头并进,销售及煤炭采掘增速明显 ; (2). 高速公路稳定增长,汽车业务突破在即。

总之,鉴于占公司主营收入 40%的公路收费业务稳步增长有保障,占公司主营收入 35%的汽车产销业务今年有望取得突破,公司其它业务中商品流通及煤炭开采业务仍将保持高速增长,因此,我们看好该公司的增长潜力。我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 1.9 元、2.4 元和 2.8 元,当前股价对应的 PE 分别为 11.3 倍、8.8 倍和 7.6 倍。假如我们给公司 2011 年汽车业务 13 倍 PE,公路收费业务 15 倍 PE,商品流通业务 16 倍 PE,煤炭开采业务 18 倍 PE,给公司整体业务 16 倍 PE 的话,公司 2011 年的目标价为 30 元,公司目前股价为 21 元左右,还有约 40%的上涨空间,本着谨慎原则,我们暂时给予公司“推荐”评级。

表 16：悦达投资盈利预测表

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入（百万元）	1,529.42	2,126.87	2,500.00	2,900.00	3,300.00

主营收入增长率	-24.10%	39.06%	17.54%	16.00%	13.79%
EBITDA (百万元)	798.97	1,367.16	1,809.40	2,189.59	2,442.59
EBITDA 增长率	17.99%	71.11%	32.35%	21.01%	11.55%
净利润 (百万元)	324.03	717.27	1,040.50	1,326.10	1,533.50
净利润增长率	415.42%	121.36%	45.06%	27.45%	15.64%
ROE	21.94%	32.69%	41.52%	45.66%	45.58%
EPS (元)	0.590	1.320	1.908	2.431	2.811
P/E	36.53	16.33	11.30	8.86	7.67
P/B	7.96	5.36	4.69	4.05	3.49
EV/EBITDA	18.03	10.56	7.88	6.19	5.24

资料来源: 东兴证券

3.3.6 潍柴动力(000338): 业绩超预期,期待下游工程机械发力(强烈推荐)

潍柴动力是国家内燃机研发、制造、销售重点骨干企业,公司内燃机产品广泛应用于重型汽车、大客车、工程机械、船用、发电等大功率动力配套市场,公司控股陕西重汽及法士特变速器公司,拥有重卡及工程机械发动机两个黄金产业链。

业绩方面: 2010 年公司实现营业收入 632.80 亿元, 同比增长 78.13%, 2010 年公司实现净利润 67.82 亿元, 同比增长 99.04%, 超出我们之前预期。另外, 公司预计 2011 年销售收入将达到 730 亿左右, 同比增幅约 15.5%。公司 2011 年的投资看点是: (1). 受益于重卡国四排放标准出台; (2). 工程机械发动机业务发力, 打造商用车及工程机械双产业链。

我们研判: 随着两会后十二五基建项目逐步开展、水利水电构成建设增加、保障房建设规模扩大、区域振兴规划带来的基础设施建设投资逐步落实, 重汽及工程机械领域龙头潍柴动力业绩将持续稳定增长。我们预测公司 11-13 年 EPS 分别至 4.7 元、5.7 和 6.5 元, 当前股价对应 11-13 年 PE 分别为 11.5 倍、9.6 倍和 8.4 倍。公司目前 PE 仅 11 倍左右, 远低于农业机械及重型卡车板块均值, 假如我们给予公司 2011 年 15 倍 PE 的话, 公司今年目标价为 70 元, 公司目前股价为 55 元左右, 仍有 30% 左右的上涨空间, 维持之前“强烈推荐”评级。

表 17: 潍柴动力盈利预测表

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	35,525.18	63,279.56	74,000.00	85,000.00	97,000.00
主营收入增长率	7.24%	78.13%	16.94%	14.86%	14.12%
EBITDA (百万元)	5,543.66	10,541.80	10,821.10	13,070.29	14,757.29
EBITDA 增长率	49.61%	90.16%	2.65%	20.79%	12.91%
净利润 (百万元)	3,407.42	6,782.15	7,949.46	9,536.75	10,885.70
净利润增长率	76.43%	99.04%	17.21%	19.97%	14.14%
ROE	28.99%	36.63%	30.31%	27.45%	24.49%
EPS (元)	4.090	4.070	4.772	5.724	6.534

P/E	13.50	13.57	11.57	9.65	8.45
P/B	3.91	4.97	3.51	2.65	2.07
EV/EBITDA	7.79	7.94	5.08	5.12	3.72

资料来源：东兴证券

3.3.7 宇通客车(600066): 净利润大增 52%,公交及出口业务成增长新亮点(推荐)

在传统客车领域方面,宇通客车在产量上已经排在了全球客车行业的第一,宇通集团 2010 年客车产量突破 4 万辆达到 4.18 万辆,销量高达 4.11 万辆,稳坐全球客车行业产销量第一把交椅,2010 年宇通客车的国内市场占有率达到 25%,经连续 8 年保持业内销量第一。

公司 2011 年的投资看点是:(1).“十二五”期间公交客车总需求达 48 万辆,市场空间大。(2).出口业务成公司新增长点,十二五期间年出口目标 8000 辆:2010 年公司的海外市场销售额实现了 9.3 亿元的营业收入,占总销售收入的 7%,同比增长了 214.61%。

业绩方面,2010 年公司营业收入达 134.79 亿元,同比增长 53.48%;实现归属于上市公司股东的净利润 8.6 亿元,同比增长 52.56%。

我们预测公司 10-12 年 EPS 分别至 1.65 元、2.06 元和 2.52 元,当前股价对应 10-12 年 PE 分别为 15 倍、12 倍和 10 倍。公司目前股价为 25 元左右,PE 仅 15 倍左右,鉴于公司 2010 年业绩超出预期,公司作为公交客车行业第一,将充分分享十二五期间 48 万辆公交客车市场大蛋糕,另外,2011 年的出口业务也会成为公司新的增长亮点,随着公司 6000 辆节能型客车(主要为公交客车)和 4000 辆新能源客车(混合动力、纯电动客车)项目的稳步推进,公司在国内客车市场的地位将进一步得到巩固,市场份额还有上升的空间,公司股价具有一定的估值吸引力,我们给出未来 6 个月的目标价是 30 元,维持之前的“推荐”评级。

表 18: 宇通客车盈利预测表

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	8,335.67	8,781.73	13,478.00	15,500.00	18,000.00
主营收入增长率	5.77%	5.35%	53.48%	15.00%	16.13%
EBITDA(百万元)	774.40	836.77	1,157.77	1,369.06	1,652.56
EBITDA 增长率	10.85%	8.05%	38.36%	18.25%	20.71%
净利润(百万元)	531.04	563.49	859.60	1,072.98	1,313.95
净利润增长率	40.87%	6.11%	52.55%	24.82%	22.46%
ROE	31.63%	25.99%	37.60%	35.50%	34.90%
EPS(元)	1.020	1.080	1.653	2.064	2.527
P/E	24.94	23.56	15.39	12.33	10.07
P/B	7.88	6.10	4.51	3.40	2.61
EV/EBITDA	15.33	14.96	14.51	9.37	7.27

资料来源：东兴证券

4. 风险提示

(1).原材料成本上市吞噬车企利润;(2).国家出台更严厉的措施治理拥堵;(3).房地产市场不景气影响商用车销量。

联系人简介

后立尧

清华大学工科学士, 韩国 POSTECH 大学管理学硕士, 2007 年起从事行业研究员工作, 2010 年加盟东兴证券研究所, 从事机械行业(军工/高铁/船舶/汽车等)研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。