

增速回落，业绩分化

——汽车行业 2011 年二季度投资策略报告——

跟随大市

内容摘要:

- **一季度行业增速回落，业绩分化。**1 季度，交叉型乘用车产销 65.32 万和 70.76 万辆，增速同比下降 8.21%和 5.60%，同比出现负增长；自主品牌占比销售总量下降；客车产销 8.34 万和 9.08 万辆，同比增长 12.98%和 16.56%，成为商用车中产销增速最大的细分车型；
- **新能源引领结构调整。**汽车行业发展的基本面依然没有明显改观，受到内部和外部因素制约。结构调整将贯穿今年和今后数年的发展。2 季度将出台《汽车与新能源汽车产业发展规划》，新能源技术的研发与应用能够有效纾缓内外部压力，并将引领行业的结构调整；
- **汽车和零部件行业板块市场表现强于大市。**1 季度，沪深 300 指数涨幅 3.04%，汽车行业板块 13.26%，零部件行业涨幅 3.19%；
- **汽车和零部件行业估值水平偏低。**目前平均估值水平为 14.8 和 18.8 倍，而行业历史平均估值水平为 35 和 49 倍，目前估值水平远低于行业平均水平，存在较高安全边际；
- **投资建议与估值评级。**2011 年汽车及零部件行业投资价值将随业绩出现明显分化。在新能源汽车的概念和前景下，客车细分行业板块和汽车及零部件行业龙头股值得重点关注。

重点推荐公司和评级

代码	名称	评级	EPS (元)			PE (倍)			目标价 (元)
			11E	12E	13E	11E	12E	13E	
600104	上海汽车	买入	1.88	2.10	2.35	10	9	8	28.32
600066	宇通客车	买入	1.75	1.95	2.12	15	13	11	31.51
600166	福田汽车	买入	1.89	2.00	2.12	13	12	12	29.20
600660	福耀玻璃	增持	0.89	1.09	1.23	13	12	12	16.56
000887	中鼎股份	增持	0.82	0.98	1.30	27	23	17	30.12
000625	长安汽车	增持	0.96	1.11	1.24	10	9	8	16.59

分析师

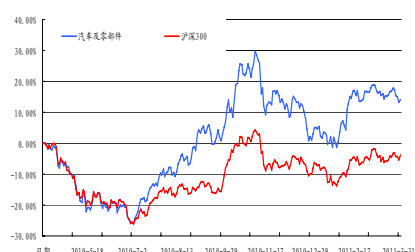
王剑辉

执业证号: S1250511010003

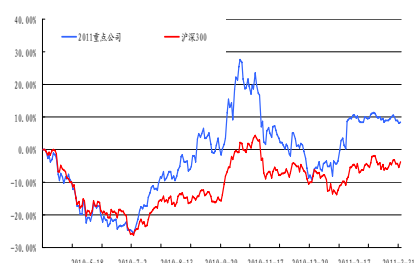
电话: 010-57631186

邮箱: wjhui@swsc.com.cn

汽车行业市场表现 (100301~110331)



重点公司市场表现 (100301~110331)



相关研究

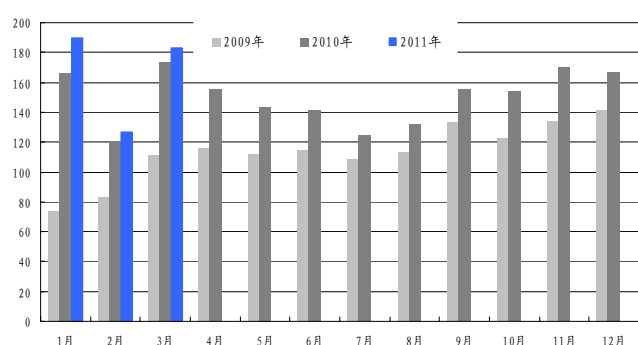
- 1 汽车行业 2011 年投资策略: 行业产销回落, 把握三大机遇 10/12/18

1. 一季度行业增速回落，业绩分化

今年一季度国产汽车生产和销售达到 489.57 万辆和 498.37 万辆，同比分别增长 7.48% 和 8.08%。一季度 1-3 月汽车产销的具体数字为 1 月份 179.79 万辆和 189.44 万辆，2 月份 126.03 万辆和 126.70 万辆，3 月份 182.73 和 182.85 万辆。月度产销同比增幅大幅减缓，使得季度产销量较上年同期大幅回落 69.51 个百分点和 63.7 个百分点。

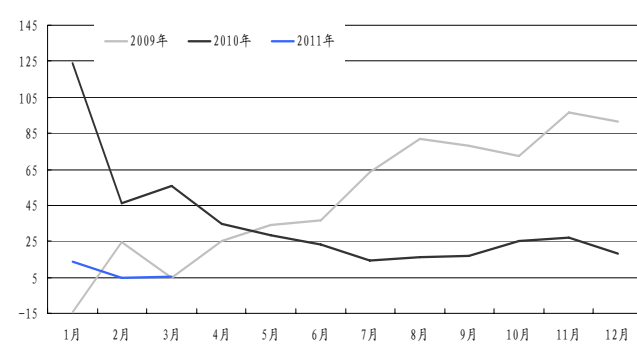
细分行业中，微车出现同比负增长，自主品牌占比销售总量下降，客车产销增速在商用车中居前，行业业绩出现较大分化。

图 1：2009-2011 年 1 季度月份汽车销售柱形图



数据来源：中汽协，西南证券

图 2：2009-2011 年 1 季度汽车产销同比增幅

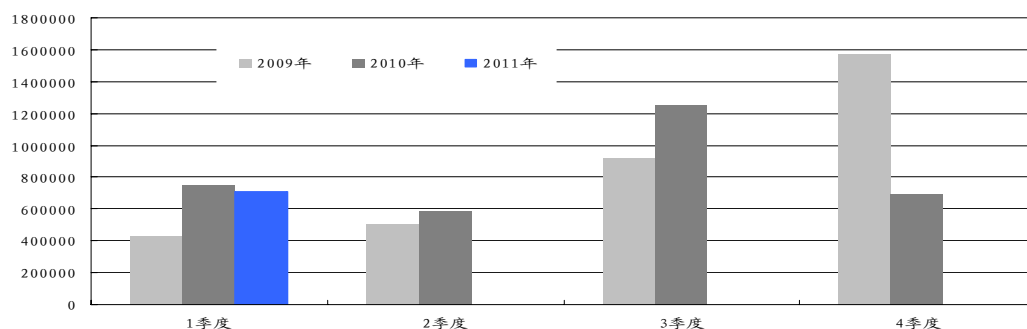


数据来源：中汽协，西南证券

微车同比负增长

09 年和 10 年汽车销量相继突破 1300 万和 1800 万辆，连创历史新高。在这两次“冲高”过程中，交叉型乘用车功不可没，成为明星车型。该种车型 09 年销量达到 195.05 万辆，占比总销量的 14.29%，同比增长 83.69%，比 2008 年提高 75.72 个百分点，高于同期全行业增速 37.24 个百分点。10 年则增加到 249.21 万辆，占比总销量为 13.80%，同比增长 27.77%。在 11 年 1 季度，该车型产销 65.32 万和 70.76 万辆，增速同比却下降 8.21% 和 5.60%，同比出现负增长，明星车型的星光逐渐暗淡。该车型市场需求弹性较大，消费优惠政策的退出是造成一季度出现负增长的主要原因。

图 3：2009 年-2011 年交叉型乘用车季度销售量



数据来源：中汽协，西南证券

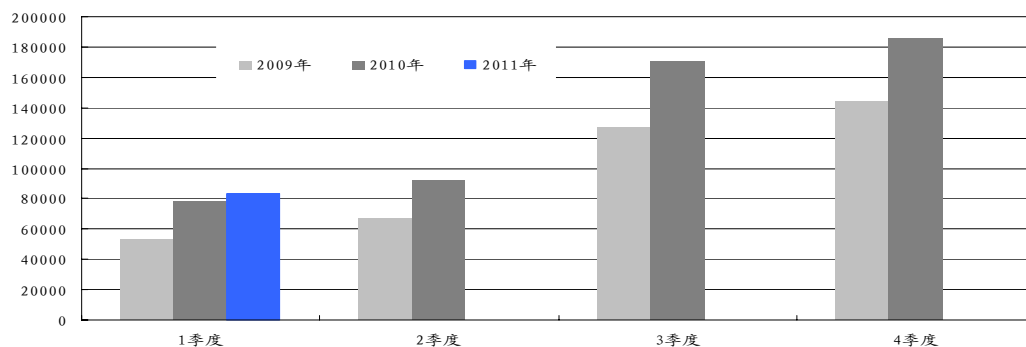
自主品牌占比销售总量下降

1-3月,乘用车自主品牌共销售 178.28 万辆,同比增长 2.76%,占乘用车销售总量的 46.38%,占有率较上年同期下降 2.85 个百分点。其中,自主品牌轿车共销售 83.68 万辆,占轿车销售总量的 31.94,比上年同期下降 1.058 个百分点。

客车产销增速居前

1-3月,客车产销 8.34 万和 9.08 万辆,同比增长 12.98%和 16.56%,成为商用车中产销增速最大的细分车型。按燃料类型分,其他燃料客车品种增速最大,超过柴油和汽油作为动力的车型;以用途分,城市客车和旅游客车车型增长最为明显,同比增长 44.55%和 38.90%。2011 年客车产销增长,符合此前做出的预期。

图 4: 2009 年-2011 年客车季度销售量



数据来源: 中汽协, 西南证券

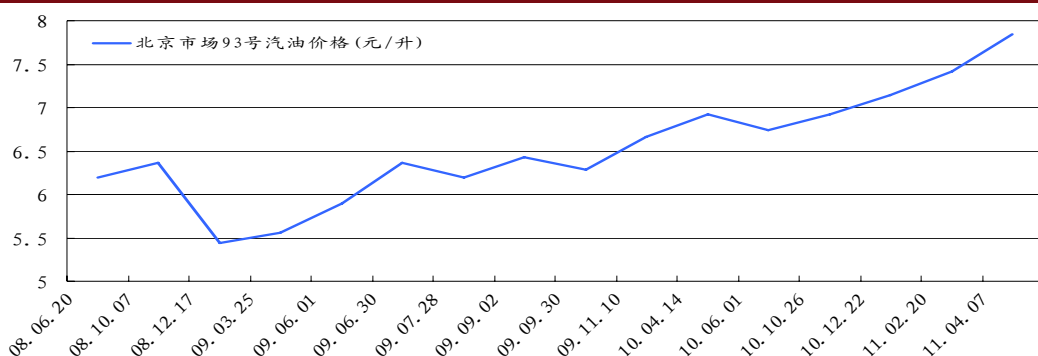
2. 新能源引领结构调整

汽车行业发展的基本面依然没有明显改观,受到内部和外部因素制约。结构调整将贯穿今年和今后数年的发展。《新能源产业发展规划》(以下简称《规划》)即将出台,新能源技术的研发与应用能够有效纾缓内外部压力,并将引领行业的结构调整。

外部制约因素

首先,当前节能环保的低碳经济增长方式迫使行业加紧改变粗放发展。汽车是机动车污染物总量的主要来源,其排放的一氧化碳和碳氢化合物超过 70%,氮氧化物和颗粒物超过 90%;其次,促使行业超速增长的外部动力逐渐减弱,政策设计的出发点已由单纯刺激消费转向引导节能和新能源市场的培育。购置税减征、汽车以旧换新等政策已于 2010 年终止实施,但是节能汽车补贴和新能源汽车补贴等两项优惠政策得以在 2011 年延续;再次,成品油价格的持续单边上涨加重了消费端的使用负担。从 2009 年到 2011 年 4 月上旬,我国成品油市场价格共经历 14 次价格调整,其中降价 4 次,涨价 10 次,每吨汽油价格净增长超过 2600 元;还有,以北京发端的多城市限车措施出台直接或间接增加了汽车消费和保有成本。

图 5：08 年 6 月-11 年 4 月北京市场 93 号汽油价格走势



数据来源: wind, 西南证券

此外, 3 月发生的日本地震及次生灾害在关键零部件和整车制造方面造成全球汽车产业链短期紊乱。日本汽车零部件主要生产企业受困于地震导致的交通中断、供电不足以及原材料紧缺等因素, 造成减产或产品无法进入物流环节, 导致全球汽车产业供应链的紊乱。震后的日本对美零部件供应能力严重削弱, 我国汽车产业也将面临日产零部件安全库存迅速下降的状况, 汽车制造商积极寻求新的关键零部件供应商, 以改善因日本地震停产而导致的零部件, 特别是电子及传动部件出现的短缺状况。日本灾情影响我国汽车产业将在第 2 季度开始显现。

内部制约因素

许多汽车企业前两年为抢占急剧扩大的市场, 跑马圈地, 扩充产能。在行业回归理性发展的过程中, 特别是在行业遭遇景气不足的情况下, 可能面临产能闲置或者为“去库存”而进行价格战的情况, 结果将导致企业陷入恶性竞争, 企业经营环境恶化。

汽车“透支”消费使市场疲软, 加速市场由卖方向买方过渡。如果按照 2000 年到 2008 年的平均销售以及行业正常发展增速来计算, 09 年和 10 年我国大约“多”销售了 550 万辆左右的汽车, 未来的消费被提前透支。

制造成本上升将导致企业毛利率下降。钢材、橡胶、有色金属等汽车原材料面临着价格上涨压力, 原材料涨价将循价格传导机制抬高整车及零部件生产企业制造成本。

图 6：52 周钢材综合价格指数走势



数据来源: WIND, 西南证券

图 7：52 周天然橡胶期货价格走势



图 8: 52 周有色金属价格指数走势



数据来源: WIND, 西南证券

图 9: 52 周布伦特原油期货价格走势



除此以外,人民币持续升值,人民币兑美元中间价由年初的 6.6215 元逐渐降低为 1 季度末的 6.5564 元,美、欧等国家和地区频频发起对华汽车及零部件产品的反倾销调查和制裁以及传统汽车进口国提高进入门槛等因素,为我国汽车整车及零部件出口带来困扰。

图 10: 52 周人民币美元汇率中间价走势



数据来源: 中国人民银行, 西南证券

新能源引领结构调整

将于 2 季度颁布的《规划》内容涉及新能源汽车技术研发、产业化以及具体的发展目标、产业布局以及保障措施等。《规划》确定将电动汽车作为汽车产业转型的重要战略方向,最终实现插电式混合动力汽车和纯电动汽车的产业化,同时加快研发燃料电池汽车技术。政府将予以 1000 亿元的财政扶持。

新能源技术研发应用和最终市场化,将引领结构调整的进程,并为汽车和零部件传统和新兴行业带来发展和投资机会。整条新能源汽车产业链和投资价值链将围绕电池、电机和电控等“三电”展开,上游可追溯到锂、稀土等矿物原材料,中游为整机企业,下游延伸到电网技术设施和充电桩和建设。

3. 市场表现和估值水平

市场表现强于大市

1 季度，沪深 300 指数涨 95.03 点，涨幅 3.04%，振幅 13.95%。汽车行业板块涨 353.70 点，涨幅 13.26%，振幅为 20.46%。零部件行业涨 121.36 点，涨幅 3.19%，振幅为 19.65 点。

根据本年投资报告，上海汽车、宇通客车、福田汽车、长安汽车、中鼎股份以及福耀玻璃等六家重点关注公司指数上涨 432.64 点，涨幅为 17.03%，振幅为 21.05%。重点公司指数表现强于沪深 300 指数，强于行业。

图 11: 汽车及零部件行业指数与沪深 300 指数 52 周走势

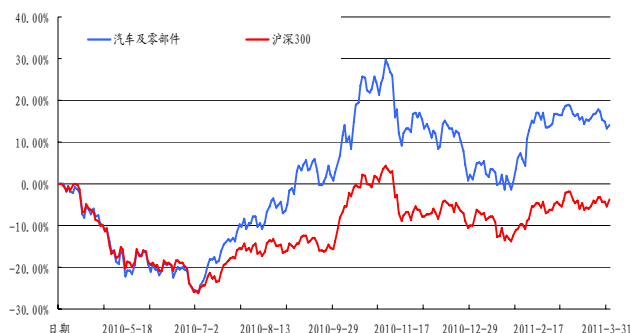
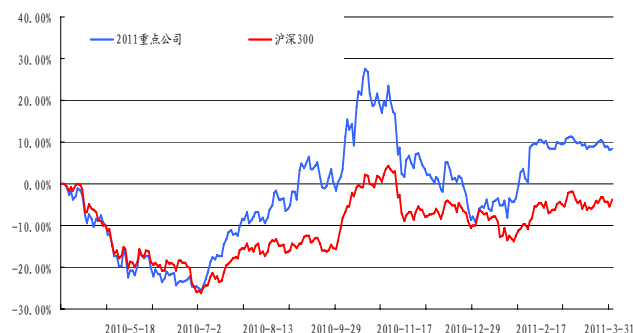


图 12: 重点公司市场指数与沪深 300 指数 52 周走势



数据来源: WIND, 西南证券

板块估值水平偏低

目前汽车和零部件行业的平均估值水平为 14.8 和 18.8 倍，而行业历史平均估值水平为 35 和 49 倍，目前估值水平远低于行业平均水平，存在较高安全边际。相比 2008 年最低时期的 10.1 和 11.9 倍的行业估值水平，目前汽车整车和零部件基本面已大为改善，已不再是当时内外交困的局面，盈利模式和能力已不可同日而语。

板块整体估值水平偏低，板块中优秀企业应该具有更高的估值溢价。虽然行业整体对于 2011 年全年业绩因结构调整而存在不确定性，但是上海汽车、福耀玻璃等整车与零部件龙头企业的估值仅为 12.1 和 12.9 倍，存在明显的上升空间和投资价值。

4. 投资建议与重点公司

投资建议

2011 年汽车及零部件行业投资价值将随业绩出现明显分化。在新能源汽车的概念和发展前景下，客车细分行业板块和汽车及零部件行业龙头股值得重点关注。客车行业符合当前城市交通绿色出行的发展方向，能够有效缓解城市交通设施与城市车辆保有量的矛盾，另外旅游市场以及团体运输市场的发展，使客车行业板块前景看好。

汽车龙头企业具有良好的投资回报。产品相对垄断、产品结构完善、盈利模式完整、现金流充裕和高毛利率的汽车龙头企业能够有效抵御行业风险、保持相对稳定的盈利能力，并且有能力适时主导发起重组并购。

重点公司关注

上海汽车（600104）

2010 年，公司汽车销售 358.3 万辆，相比上年同期增长 31.4%，实现与行业同步增长。公司由此名列全球车企第 8 位。旗下上汽通用五菱、上海通用和上海大众的整车产销量均各自突破 100 万辆大关。公司自主品牌乘用车名爵和荣威系列，在继 2009 年突破 9 万辆以后，今年销量超过 16 万辆，同比增长 78%。

全年公司营业总收入 3124.85 亿元，较上年同期同比增长 125.01%；归属于上市公司股东的净利润 137.29 亿元，同比增长 108.26%。公司业绩增长受益于市场需求旺盛和公司盈利能力增强。

在资本运作方面，上汽取得良好成绩。上汽 2010 年进行了年初的行权；2 月受让 1% 的上海通用股权实现财务并表；4 月办结通过无偿划拨形式划转给跃进汽车集团公司的股份过户；6 月通过定增募集 100 亿元资金计划，12 月圆满完成；2011 年 3 月实现了公司整体上市。通过这些资本运作，上汽在流动资金补充、自主品牌和技术中心建设、子公司增资、贷款偿还和产品线拓展以及深化和通用的合作关系等方面都获益匪浅。

公司 2010 年基本每股收益为 1.61 元，预测 2011、2012 和 2013 年的每股收益分别是 1.88 元、2.10 元和 2.35 元，对应的 PE 分别为 10、9 和 8 倍。基于公司自主品牌产品进入高成长期，旗下合资公司将继续扩大市场份额，新能源汽车研发处于行业前列等因素，给予“买入”的评级。

表 1：上海汽车预测及估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿元)	3133.76	3534.28	4018.25	4586.84
净利润(亿元)	228.33	266.32	295.22	322.28
每股收益(元)	1.61	1.88	2.10	2.35
市盈率（倍）	12	10	9	8

数据来源：上海汽车财务报表，西南证券

福田汽车（600166）

公司 2010 年全年实现营业总收入 534.92 亿元，较上年 448.40 亿元增长 19.3%；利润总额 19.15 亿元，同比去年增加 49.63%；归属母公司净利润 16.46 亿元，同比大幅增长 58.68%。

公司生产车型涵盖轻型卡车、中重型卡车、轻型客车以及大中型客车等全系列商用车，2010 年累计销售各型车辆 68.29 万辆，同比增长 13.4%。细分车型销售量中，中重型卡车增幅最大，较去年同期增长 23.4%；轻型卡车（不含微卡）和轻型客车同比分别增长 16.6% 和 11.4%。中重卡实现销售收入 228.40 亿元，同比增长 51.06%，成为对营业收入贡献最大的车型。

新能源和新能源汽车在公司“十二五”规划中做为重点发展产业之一。公司累计销售新能源汽车近 2000 辆，涵盖混合动力客车、纯电动客车、纯电动环卫车和纯电动出租车等，新能源汽车市场化运作程度较高。按照福田汽车规划，到 2015 年，福田汽车产销量将达到 180 万辆，营业收入超过 2000 亿元。其中新能源汽车占福田汽车整体产销量的比例将增至 15%。新能源技术将推动公司可持续发展。

公司 2010 年基本每股收益为 1.731 元，预测 2011、2012 和 2013 年的每股收益分别是 1.89 元、2.00 元和 2.12 元，对应的 PE 分别为 13、12 和 12 倍。维持原“买入”的评级。

表 2：福田汽车预测及估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿元)	534.92,	583.69	634.53	687.22,
净利润(亿元)	16.46	19.88	21.06	22.31
每股收益(元)	1.73	1.89	2.00	2.12
市盈率（倍）	17	13	12	12

数据来源：福田汽车财务报表，西南证券

宇通客车（600066）

汽车行业龙头股。世界规模最大、工艺技术条件最先进的大中型客车生产基地。2010 年全年产量 41894 辆，销量 41169 辆，产销双双环比增长 46%。其中，大型客车 1.76 万辆，相比 2009 年的 1.12 万辆增长 56.9%，中型客车 1.98 万辆，增长 46.7%；2010 年全年营业总收入 134.79 亿元，利润 9.74 亿元，分别较上年增长 53.48%和 48.95%。

2010 年宇通客车在细分市场的占有率为 34%，占据三分之一强的市场份额。2011 年，公司将在宇通工业园周边地区新征土地，进行增加年产 20000 辆客车技术改造项目的建设；并且启动专用车分公司客车专用车产能提升项目；此外，公司还将投资建设节能与新能源客车生产基地项目。

公司具备先进的客车电泳工艺技术，产品毛利率水平稳定，并且高于客车行业平均水平 2-3 个百分点。期间费用率控制良好。

2011 年客车行业将迎来良好的发展机遇，做为客车行业龙头，公司将充分利用现有产能满负荷生产。预计公司今后三年的每股收益为 1.75、1.95、2.12 元，以 3 月 31 日为基准日，对应的 2011、2012 和 2013 年 PE 分别为 14、13 和 12 倍。维持“买入”评级。

表 3：宇通客车预测及估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿元)	134.79	159.95	189.81	225.25
净利润(亿元)	8.57	9.07	10.14	11.01
每股收益(元)	1.65	1.75	1.95	2.12
市盈率（倍）	15	14	13	12

数据来源：宇通客车财务报表，西南证券

福耀玻璃（600660）

受益于 2010 年国内汽车行业和公司各板块业务收入的全面增长,公司 2010 年全年营业收入 85.08 亿元,净利润 17.88 亿元,两项指标双双创造了福耀集团历史新高。两大业务中,汽车玻璃营业收入为 75.68 亿元,浮法玻璃为 18.25 亿元;在国内、北美和亚太等三大市场中,国内市场营业收入份额最多,占比近 72%,亚太市场比上年增幅最大,增幅达到约 66%;公司前五大客户营业收入占比总营业收入的 17%,较上年的 19%降低了两个百分点。

公司是国内最大的汽车玻璃制造商,它占有国际汽车玻璃市场 10%和国内配套市场 60%的市场份额;产能进一步扩张,地域布局趋向完善。出口配套也有望随着海外车市复苏而持续增长。

预计公司今后三年的每股收益为 0.89、1.09 和 1.23 元,以 3 月 31 日为基准日,对应的 2011、2012 和 2013 年 PE 分别为 12、10 和 9 倍。维持原“增持”评级。

表 4: 福耀玻璃预测及估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿元)	60.79	82.15	95.91	109.95
净利润(亿元)	11.18	17.82	21.75	24.58
每股收益(元)	0.56	0.89	1.09	1.23
市盈率(倍)	19	12	10	9

数据来源: 福耀玻璃财务报表, 西南证券

中鼎股份（000887）

中鼎股份是我国特种橡胶件生产龙头企业。全年实现营业收入 25.22 亿元,同比增长 71%;归属于上市公司股东的净利润 3.1 亿元,同比增长 55%。

客户群涵盖主要国内主机厂,市场占有率较高。2010 年在原有主机配套的基础上,长安、柳微项目取得重大进展,进入日系汽车供应商体系获得突破,并可能向高铁、军工领域项目提供配套。

预计公司今后三年的每股收益为 0.82、0.98 和 1.30 元,对应的 2011、2012 和 2013 年 PE 分别为 27、23 和 17 倍。维持“增持”评级。

表 5: 中鼎股份预测及估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿元)	25.22	26.35	31.85	37.44
净利润(亿元)	3.41	3.51	4.18	5.52
每股收益(元)	0.73	0.82	0.98	1.30
市盈率(倍)	30	27	23	17

数据来源: 中鼎股份财务报表, 西南证券

长安汽车（000625）

汽车行业龙头股。2010 年累计完成产销 186.40 万辆和 185.15 万辆，同比分别增长 34.41% 和 35.24%。其中微车销售 85.34 万辆，自主品牌轿车销售 19.46 万辆，同比分别增长 26.38% 和 80.90%。公司占据 10.25% 的市场份额，比上年提高 0.22 个百分点，销量继续居于中国汽车业前 4 位。

公司 2010 年汽车销量大幅增长，以及来源于合营企业投资收益的大幅增加，公司营业收入、营业成本、利润总额和归属于母公司的净利润均同比大幅增加。其中总收入 330.72 亿元，净利润 20.27 亿元，同比分别增长 29.22% 和 80.87%。

预计公司今后三年的每股收益为 1.75、1.95、2.12 元，以 3 月 31 日为基准日，对应的 2011、2012 和 2013 年 PE 分别为 14、13 和 12 倍。维持“买入”评级。

预计 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.96 元、1.11 元和 1.24 元，以 12 月 8 日收盘价计算，对应的动态 PE 分别为 10 倍、9 倍和 8 倍。投资评级为“增持”。

表 6：长安汽车预测及估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(亿元)	330.72	303.82	340.21	395.32
净利润(亿元)	20.27	22.37	25.87	28.76
每股收益(元)	0.87	0.96	1.11	1.24
市盈率（倍）	11	10	9	8

数据来源：长安汽车财务报表，西南证券

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：http://yf.swsc.com.cn/