

景气回落是主旋律，分化之中寻强者

——汽车行业一季报回顾

2011年5月3日


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

事项

一季报披露完毕，我们对整车及零部件上市公司的季报进行了简要地整理与分析，以求管中窥豹。

要点

➤ 上汽一枝独秀，掩盖整车行业经营分化实质

据一季报的统计，整车类上市公司合计实现主营收入约1738.04亿元，同比增长32%，环比去年第四季度增长7%，显著好于行业销量数据，原因是上海汽车的收入增幅受上海通用并表的影响被放大，且公司在A股整车类上市公司中的权重过大(收入占比约55%)。

如剔除上汽的因素，整车类上市公司在一季度收入的同比增幅仅为11%，环比微降，与中汽协统计的销量数据较吻合。由于所处细分行业冷热不均，上市公司经营分化显著，强者如轻客为主的江铃、大中客为主的宇通和金龙；弱者如微车为主的长安、轻卡和重卡兼有的福田等。

➤ 毛利率下滑显著，凸显整车行业成本压力

一季度，整车类上市公司(剔除上汽因素)平均毛利率为13.32%，较去年一季度和四季度分别下滑了2.88和0.39个百分点。由于运营成本进一步高企，而销量增速又显著下滑，整车上市公司(剔除上汽因素)实现净利润约31.51亿元，同比增速为-18%。

➤ 订单周期及出口缘故，零部件行业表现好于整车

一季度，零部件类上市公司合计实现主营收入约481.43亿元，同比增长23%，环比去年第四季度增长6%。零部件公司平均毛利率为20.61%，较去年一季度和四季度分别下滑了1.38和2.50个百分点，其原因也在于原材料成本的持续上涨。不过，行业依然实现净利润约41.99亿元，同比增长约15%。

零部件行业经营表现强于整车，其原因主要是两方面：1)由于订单执行周期约有两个季度，故零部件公司的收入并不能较好地反映当前整车行业的景气状况，换言之，下游整车行业低迷的现状很可能在下半年体现在零部件行业的营收项目；2)部分零部件公司的收入中有一定占比的出口，可以部分平滑国内需求的波动，如福耀玻璃、万丰奥威、中鼎股份等。

➤ 库存增加是普遍现象，二季度将经历去库存

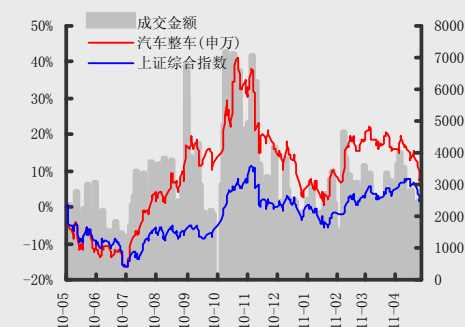
截至一季度末，整车类上市公司的存货约596.84亿元，较去年同期和年末分别增长34%和11%；零部件类上市公司的存货约265.97亿元，较去年同期和年末分别增长50%和10%。

行业评级

中性(维持)

市盈率(2011E): 11.9
市净率: 2.3

行业表现



评价周期	1个月	6个月	12个月
绝对表现(%)	-6.17	-16.60	8.59
相对表现(%)	-3.18	-12.66	5.90

资料来源: Wind 资讯

重点公司评级

公司	评级	EPS		
		09A	10A	11E
江淮汽车	强烈推荐	0.32	0.90	1.30
曙光股份	强烈推荐	0.72	0.84	1.15
金龙汽车	强烈推荐	0.34	0.53	0.89
亚太股份	强烈推荐	1.14	0.62	0.88
万里扬	强烈推荐	1.08	0.88	1.25
上海汽车	推荐	1.00	1.61	2.00
宇通客车	推荐	1.08	1.65	1.90

研究员 张志鹏
联系人 张宇

执业编号 S0820209120024
邮箱 zhangyu@ajzq.com
电话 021-32229888-3502

相关报告

《低档起步，以稳为主》
——汽车行业 2011 年投资策略》

在需求得不到有效回升的背景下，二季度整车及零部件行业都将经历“去库存”过程，这可能会进一步制约行业的销量增速。

➤ **维持行业中性评级，积极寻找分化中的强者**

整体而言，用“需求低迷而成本高企”可以简要地概括目前汽车行业所面临的困境，这也完全符合我们在汽车行业年度策略中的分析和预测，维持对行业的中性评级。在销售分化加剧的趋势中，我们旨在寻找强于行业的整车上市公司以及核心零部件公司，继续看好江淮汽车、金龙汽车、曙光股份、亚太股份、万里扬。

风险提示：

- 1) 销量增速回落可能引发盈利下调风险
- 2) A 股系统性风险

注：整车及零部件上市公司的统计口径按照申万行业分类，其中因同期数据缺失等因素剔除了四家新股(力帆股份、星宇股份、南方轴承、顺荣股份)和两家 ST 公司(*ST 松辽、*ST 宝龙)。

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。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

● 公司评级

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%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出：相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。