

## 汽车及配件行业 2010 年年报、2011 年 1 季报综述：2010 年汽车行业高增长谢幕

### 汽车及配件

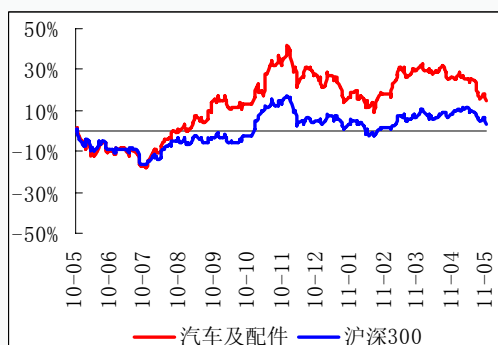
中性（下调）

报告日期：2010 年 5 月 09 日

#### 行业指数与相关市场指数比较

|           | 收盘       | 月涨幅 (%) |
|-----------|----------|---------|
| 天相汽车及配件指数 | 4,954.10 | -6.11%  |
| 天相流通指数    | 3,690.08 | -2.02%  |
| 上证指数      | 3,953    | 14.73%  |

#### 行业指数近一年走势图



近期报告：

《飞转的车轮——汽车及配件行业 2010 年半年报综述》——2010-09-07

《3 季度“火爆”过后：在不确定中寻找确定的投资机会——3Q2010 汽车及配件行业基金重仓股分析》——2010-10-29

《2011 年策略：汽车消费方兴未艾，把握结构性脉络》——2010-12-10

《细分行业龙头受到追捧——1Q2011 汽车及配件行业基金重仓股分析》——2011-04-27

证券分析师 张雷

执业证书编号：A0140511010022

联系人 天相汽车组

010-66045562 zhanghl@txsec.com

服务热线 010-66045555

#### 本报告关注点：

- 按细分行业分析汽车及配件上市公司同比、环比经营数据；
- 从细分车型分析整车2011年1季度销量情况；
- 根据汽车配件板块目前的表现，给予后市展望和投资建议。

#### 投资要点：

- **2011年1季度汽车销量维持高位，增速大幅回落。**1季度，我国汽车销量达到498万辆，同比仅增长8.08%。2009、2010年政策拉动消费很大程度上透支了2011年的消费需求，今年1季度汽车销量增速已经呈现出大幅下降的趋势。前两年受益最大的交叉型乘用车销量同比已经出现负增长，我们预计年内不会有明显改观。全年乘用车同比增幅将大幅下降但仍可维持10%左右的增长，而商用车增速下降将更为明显。综合考虑上述因素，2011年全国汽车销量将有5-10%左右的增长。
- **2011年1季度，SUV、MPV保持高速增长、1.6升及以下小排量基本型乘用车增速超预期。**1-3月，SUV、MPV车型表现依然出色；1.6升及以下小排量基本型乘用车销量同比增长12.77%，高于行业平均水平，超出预期。我们认为主要是国内三四线城市的购车需求释放的结果，随着优惠政策退出的影响逐渐减弱，以及三、四线城市的购车需求的不断释放，2011年小排量乘用车的增长率有望高于行业平均水平。
- **整车企业毛利率下降，乘用车、商用车盈利能力分化。**由于原材料价格普遍上涨和销量增速大幅下滑，整车上市公司毛利率同比略有下降，我们认为在2011年通胀预期高涨的背景下，原材料价格下降的可能性较小，大部分车企的毛利率会有所下降。2011年1季度，乘用车企业盈利继续增长，而多数商用车企业的盈利已经开始下降。
- **零部件企业盈利能力分化明显。**（1）宁波华翔、威孚高科等零部件龙头企业行业地位进一步巩固，规模扩张和业绩增长潜力巨大。（2）2010年和2011年1季度，轮胎类企业盈利能力明显下滑。我们预计二季度之后橡胶价格将逐渐回调，轮胎类企业面临的成本压力将明显减轻，盈利状况有望改善。
- **投资策略。**（1）关注受益SUV、MPV销量增长的上海汽车、悦达投资；（2）关注增长较为确定的客车行业龙头企业：宇通客车、金龙汽车；（3）关注新能源汽车关键零部件资产注入的主题性投资机会：万向钱潮；（4）关注受益于橡胶价格下跌的轮胎龙头企业：风神股份。



## 正文目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 汽车销量维持高位，增速大幅回落.....           | 4  |
| 2. 汽车及配件行业上市公司财务分析.....           | 5  |
| 2.1. 整车企业收入、利润同比继续增长，毛利率下降.....   | 5  |
| 2.2. 零配件企业盈利能力分化，轮胎类企业表现最差.....   | 9  |
| 3. 乘用车：中高端车型占比提升.....             | 13 |
| 3.1 SUV、MPV 等中高端乘用车继续领涨行业.....    | 13 |
| 3.2 乘用车企业增长放缓、盈利能力稳定 .....        | 13 |
| 4. 商用车：1 季度增速下滑明显，轻客表现抢眼 .....    | 14 |
| 4.1. 半挂牵引车负增长，轻客表现抢眼 .....        | 14 |
| 4.2. 客车企业盈利符合预期，货车企业淡季增速如期下滑..... | 16 |
| 5. 投资建议和重点关注公司.....               | 17 |
| 6. 重点公司的评级和盈利预测.....              | 18 |
| 6.1. 整车板块重点公司投资要点及评级 .....        | 18 |
| 6.2. 零配件板块重点公司投资要点及评级 .....       | 20 |



## 图表目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图表 1: 历年国内汽车年度销量及增速 (1992-2011.1-3)             | 4  |
| 图表 2: 历年国内汽车月度销量 (1992-2011.1-3)                | 4  |
| 图表 3: 2008 年-2011 年 3 月乘用车、商用车月度销量              | 5  |
| 图表 4: 2010 年汽车及配件上市公司 2010 年、2011 年 1 季度收入、利润情况 | 5  |
| 图表 5: 2010 年整车上市公司业绩变化情况                        | 6  |
| 图表 6: 2010 年整车上市公司固定资产投资、投资现金流情况                | 7  |
| 图表 7: 2010 年整车上市公司三项费用率细分情况                     | 7  |
| 图表 8: 2006-2010 年整车上市公司运营情况分析                   | 8  |
| 图表 9: 2006-2011 年 1 季度整车上市公司毛利率、净利率变化情况         | 8  |
| 图表 10: 2006-2011 年 1 季度整车上市公司三项费用率情况            | 8  |
| 图表 11: 2010 年零配件上市公司业绩变化情况                      | 10 |
| 图表 12: 2010 年零配件上市公司固定资产投资、投资现金流情况              | 11 |
| 图表 13: 2006-2010 年零配件上市公司运营能力指标                 | 12 |
| 图表 14: 2006-2011 年 1 季度零配件上市公司毛利率、净利率同比变化情况     | 12 |
| 图表 15: 2006-2011 年 1 季度零配件上市公司三项费用率变化情况         | 12 |
| 图表 16: 2011 年 1 季度乘用车细分车型销量情况                   | 13 |
| 图表 17: 2011 年 1 季度和 2010 年乘用车收入、利润增长情况          | 14 |
| 图表 18: 2011 年 1 季度商用车各细分车型销量和增速情况               | 15 |
| 图表 19: 2011 年 1 季度和 2010 年商用车上市公司收入、利润增长情况      | 16 |
| 图表 20: 2011 年 1 季度和 2010 年客车上市公司收入、利润增长情况       | 16 |
| 图表 21: 2011 年 1 季度和 2010 年货车上市公司收入、利润增长情况       | 16 |
| 图表 22: 2011 年 1 季度汽车行业在天相各行业中涨跌幅相对情况            | 17 |
| 图表 23: 上海汽车盈利预测                                 | 18 |
| 图表 24: 悦达投资盈利预测                                 | 19 |
| 图表 25: 宇通客车盈利预测                                 | 19 |
| 图表 26: 金龙汽车盈利预测                                 | 20 |
| 图表 27: 万向钱潮盈利预测                                 | 21 |
| 图表 28: 风神股份盈利预测                                 | 21 |

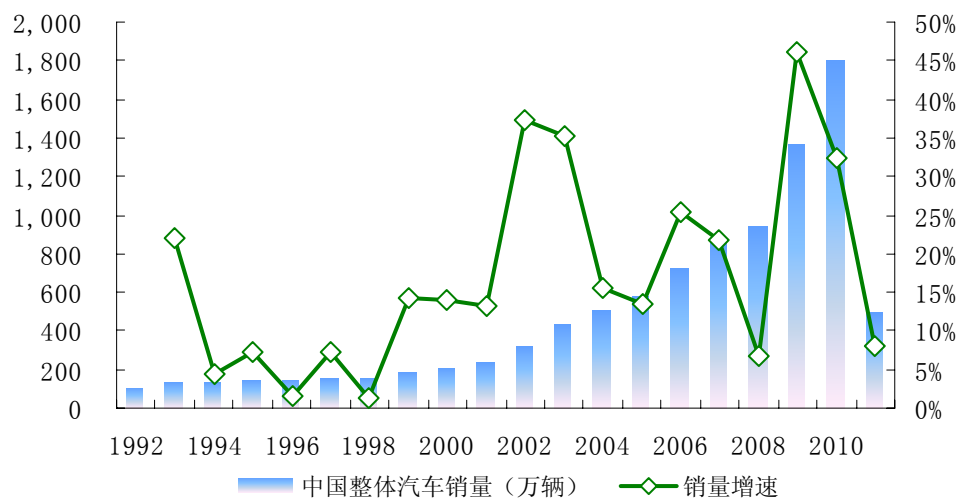


## 1. 汽车销量维持高位，增速大幅回落

2010年，我国汽车销量为1806.19万辆，同比增长32.37%。从细分行业来看，乘用车销量增速高于商用车。乘用车销量为1375.78万辆，同比33.17%；商用车销量为430.41万辆，同比增长29.90%。2011年1季度，国内汽车销量维持在高位，但增速大幅回落：1季度，全国汽车销量为498.38万辆，同比增长8.08%，环比仅增长1.66%，不过单月销量均在125万辆以上。

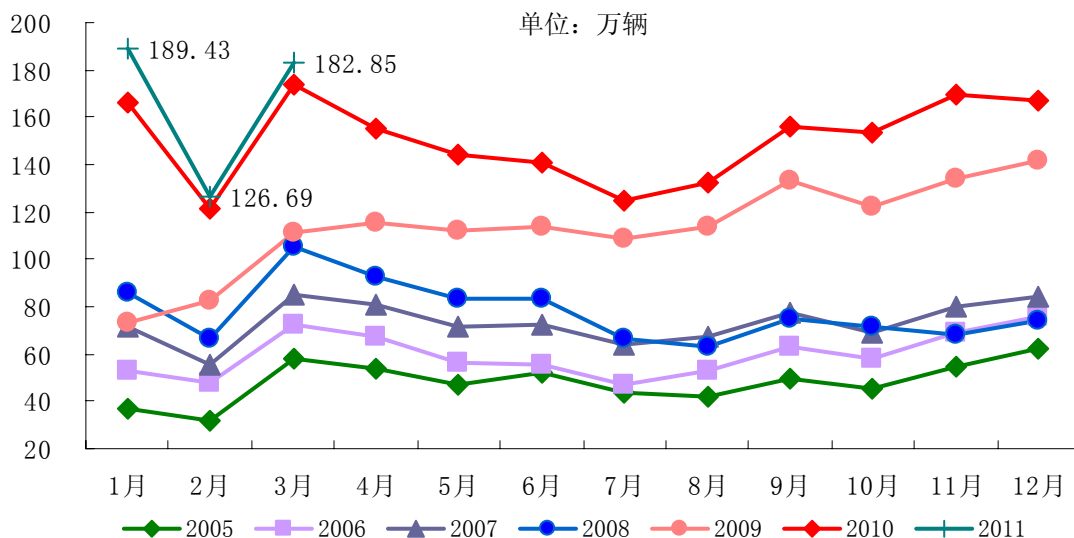
2009、2010年政策拉动消费一定程度上透支了2011年的消费需求，今年1季度汽车销量增速已经呈现出大幅下降的趋势。前两年受益最大的交叉型乘用车销量同比已经出现负增长，预计年内不会有明显改观。我们预计，全年乘用车同比增幅将大幅下降但仍可维持10%左右的增长，而商用车增速下降将更为明显。综合考虑上述因素，2010年全国汽车销量将实现5-10%左右的增长。

图表 1：历年国内汽车年度销量及增速（1992-2011.1-3）



数据来源：CAAM、天相投顾

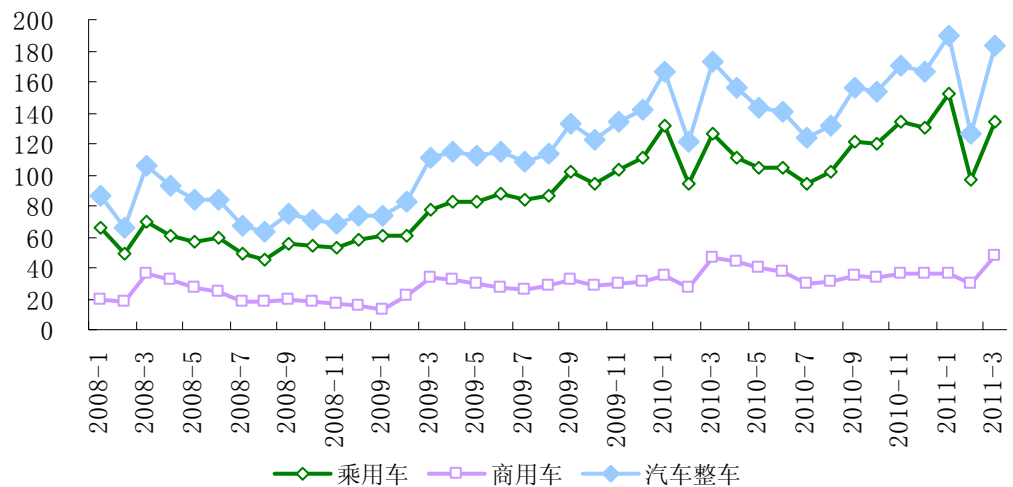
图表 2：历年国内汽车月度销量（1992-2011.1-3）





数据来源：CAAM、天相投顾

图表 3：2008 年-2011 年 3 月乘用车、商用车月度销量（单位：万辆）



数据来源：CAAM、天相投顾

## 2. 汽车及配件行业上市公司财务分析

### 2.1. 整车企业收入、利润同比继续增长，毛利率下降

2010年全年，汽车及配件行业收入和净利润均实现同比高速增长，且净利润增幅高于收入增幅。根据2010年年报统计，天相汽车及配件板块全部84家上市公司合计实现营业收入9,140亿元，同比增长63.57%；营业利润689亿元，同比增长104.41%；归属母公司所有者净利润264亿元，同比增长76.62%；综合毛利率为17.52%，同比提高1.65个百分点；净利率为5.11%，同比提高0.38个百分点；净资产收益率为25.24%，同比提高7.83个百分点。

2011年1季度，汽车及配件行业收入和净利润同比继续增长，但毛利率同比略有下降。全部84家上市公司合计实现营业收入2,467亿元，同比增长29.78%；营业利润205亿元，同比增长27.90%；归属母公司所有者净利润129亿元，同比增长14.06%；综合毛利率为17.62%，同比下降0.53个百分点；净利率为5.22%，同比提高0.72个百分点。

图表 4：2010 年汽车及配件上市公司 2010 年、2011 年 1 季度收入、利润情况

| 单位：亿元       | 2010年    | 同比变化    | 2011年1季度 | 同比变化   |
|-------------|----------|---------|----------|--------|
| 营业收入        | 9,139.60 | 63.57%  | 2467     | 29.78% |
| 营业利润        | 688.64   | 104.41% | 205      | 27.90% |
| 归属母公司所有者净利润 | 467.13   | 76.62%  | 129      | 14.06% |
| 毛利率         | 17.52%   | 1.65%   | 17.62%   | -0.53% |
| 净利率         | 5.11%    | 0.38%   | 5.22%    | -0.72% |
| 净资产收益率      | 25.24%   | 7.83%   | 4.39%    | -1.13% |

数据来源：公司年报、天相投顾



2010 年全年，21 家整车上市公司实现营业收入 6,090 亿元，归属母公司所有者净利润 261 亿元。其中上海汽车收入达到 3,123 亿元，收入占比达 51.28%，归属母公司所有者净利润 137 亿元，占比为 52.61%。从毛利率水平来看，上海汽车作为行业龙头，受益于产品结构的高端化，毛利率水平提高幅度最大，同比提高 6.68 个百分点。除专用车外，江铃汽车、广汽长丰、一汽轿车毛利率排在行业前列，一汽夏利、中国重汽毛利率最低。

图表 5：2010 年整车上市公司业绩变化情况（单位：亿元）

| 代码     | 简称    | 营业收入    | 同比变化    | 毛利率    | 同比变化    | 归属于母公司所有者的净利润 | 同比变化     |
|--------|-------|---------|---------|--------|---------|---------------|----------|
| 600104 | 上海汽车  | 3124.85 | 125.01% | 19.39% | 6.68%   | 137.29        | 108.27%  |
| 600166 | 福田汽车  | 534.92  | 19.30%  | 11.83% | 0.65%   | 16.46         | 58.73%   |
| 000800 | 一汽轿车  | 372.96  | 34.42%  | 20.70% | -1.40%  | 18.6          | 14.18%   |
| 000625 | 长安汽车  | 330.72  | 31.22%  | 17.44% | -2.57%  | 20.27         | 88.03%   |
| 600418 | 江淮汽车  | 297.04  | 47.84%  | 15.42% | 0.92%   | 11.63         | 246.13%  |
| 000951 | 中国重汽  | 289.04  | 41.96%  | 9.82%  | 1.77%   | 6.73          | 57.24%   |
| 600006 | 东风汽车  | 198     | 38.36%  | 11.72% | -1.31%  | 5.71          | 79.56%   |
| 600686 | 金龙汽车  | 161.56  | 37.25%  | 12.86% | 0.18%   | 2.35          | 55.63%   |
| 000550 | 江铃汽车  | 157.68  | 51.14%  | 25.82% | -0.30%  | 17.12         | 62.12%   |
| 600066 | 宇通客车  | 134.79  | 53.48%  | 17.34% | 0.00%   | 8.6           | 52.75%   |
| 000572 | 海马股份  | 101.85  | 62.52%  | 11.82% | 6.84%   | 3.74          | -250.81% |
| 000927 | 一汽夏利  | 98.91   | 15.45%  | 5.48%  | -1.50%  | 3             | 70.45%   |
| 600991 | 广汽长丰  | 61.99   | 27.05%  | 25.17% | -0.41%  | 1.55          | 453.57%  |
| 600303 | 曙光股份  | 61.09   | 50.95%  | 12.68% | -4.04%  | 2.43          | 50.93%   |
| 600609 | *ST金杯 | 46.75   | 13.86%  | 12.21% | 0.01%   | 2.81          | -170.43% |
| 000868 | 安凯客车  | 31.53   | 43.97%  | 19.61% | 7.19%   | 0.73          | 204.17%  |
| 600760 | 中航黑豹  | 30.87   | 115.42% | 13.75% | -0.49%  | 0.38          | -5.00%   |
| 600501 | 航天晨光  | 26.52   | 21.54%  | 10.04% | -10.81% | 0.7           | 48.94%   |
| 000957 | 中通客车  | 20.08   | 38.20%  | 35.09% | 21.39%  | 0.4           | 90.48%   |
| 600213 | 亚星客车  | 6.67    | 27.29%  | 16.52% | 10.98%  | 0.07          | -107.29% |
| 300201 | 海伦哲   | 2.28    | 28.09%  | 12.68% | 12.68%  | 0.39          | 21.88%   |

数据来源：公司年报、天相投顾

21 家整车上市公司中，除一汽夏利、亚星客车、\*ST 金杯投资活动现金净流量为正值外，其余 18 家公司投资活动现金流均为负值。上海汽车投资活动净现金流和购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的净现金流分别为-69.30 亿元、-71.83 亿元，居行业榜首，远高于其他整车企业。商用车企业中，福田汽车投资活动净现金流和购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的净现金流分别为-22.41 亿元、-30.90 亿元，远高于其他商用车企业。



图表 6：2010 年整车上市公司固定资产投资、投资现金流情况（单位：万元）

| 代码     | 简称    | 投资活动产生的现金流量净额 |            |          | 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 |         |         |
|--------|-------|---------------|------------|----------|-------------------------|---------|---------|
|        |       | 2010年         | 2009年      | 差额       | 2010年                   | 2009年   | 差额      |
| 000927 | 一汽夏利  | 129,777       | 50,630     | 79,148   | 49,389                  | 36,981  | 12,408  |
| 600213 | 亚星客车  | 14,409        | 1,311      | 13,098   | 1,268                   | 468     | 800     |
| 600609 | *ST金杯 | 11,932        | -15,536    | 27,468   | 5,585                   | 17,914  | -12,329 |
| 000957 | 中通客车  | -2,880        | -506       | -2,374   | 3,082                   | 1,648   | 1,433   |
| 000868 | 安凯客车  | -4,469        | -4,311     | -158     | 9,157                   | 9,309   | -153    |
| 600501 | 航天晨光  | -6,241        | -2,842     | -3,399   | 9,163                   | 5,357   | 3,806   |
| 600686 | 金龙汽车  | -7,502        | -14,919    | 7,416    | 16,777                  | 15,825  | 952     |
| 300201 | 海伦哲   | -9,729        | -3,801     | -5,928   | 9,729                   | 3,801   | 5,928   |
| 600991 | 广汽长丰  | -10,934       | -43,813    | 32,879   | 11,188                  | 43,920  | -32,733 |
| 600760 | 中航黑豹  | -33,537       | 254        | -33,791  | 35,577                  | 1,704   | 33,874  |
| 600303 | 曙光股份  | -36,681       | -32,320    | -4,361   | 37,093                  | 34,182  | 2,911   |
| 000550 | 江铃汽车  | -37,292       | -41,602    | 4,310    | 45,981                  | 48,928  | -2,947  |
| 000951 | 中国重汽  | -44,278       | -20,419    | -23,860  | 49,079                  | 51,678  | -2,599  |
| 600066 | 宇通客车  | -60,312       | -38,319    | -21,994  | 92,630                  | 25,019  | 67,612  |
| 600006 | 东风汽车  | -62,710       | -12,997    | -49,713  | 78,719                  | 54,002  | 24,716  |
| 600418 | 江淮汽车  | -66,502       | -62,433    | -4,069   | 41,646                  | 67,155  | -25,509 |
| 000572 | 海马股份  | -84,158       | -49,710    | -34,448  | 86,972                  | 60,406  | 26,565  |
| 000800 | 一汽轿车  | -96,365       | -79,744    | -16,621  | 115,087                 | 93,956  | 21,131  |
| 000625 | 长安汽车  | -117,928      | -53,325    | -64,604  | 183,169                 | 154,318 | 28,851  |
| 600166 | 福田汽车  | -224,111      | -71,268    | -152,843 | 308,990                 | 75,934  | 233,056 |
| 600104 | 上海汽车  | -693,045      | -1,228,512 | 535,467  | 718,323                 | 375,888 | 342,435 |

数据来源：公司年报、天相投顾

从期间费用率来看，中国重汽、福田汽车、海伦哲、\*ST 金杯期间费用率分别为 5.56%、7.64%、16.67%、10.42%，分别同比增长 0.82 个百分点、0.06 个百分点、0.94 个百分点、0.21 个百分点。其他整车期间费用率均呈现下降趋势，其中，亚星客车、中航黑豹、广汽长丰期间费用率同比下降最多，期间费用率分别为 11.69%、5.28%、12.07%，分别同比下降 5.48 个百分点、5.54 个百分点、3.20 个百分点。

图表 7：2010 年整车上市公司三项费用率细分情况

| 代码     | 简称    | 期间费用率  | 同比变化    | 销售费用率 | 同比变化   | 管理费用率 | 同比变化   | 财务费用率  | 同比变化   |
|--------|-------|--------|---------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 600104 | 上海汽车  | 10.47% | -0.42%  | 6.74% | -0.30% | 3.66% | 0.24%  | 0.12%  | -0.29% |
| 600166 | 福田汽车  | 7.70%  | 0.12%   | 3.40% | -0.33% | 4.13% | 0.39%  | 0.12%  | 0.00%  |
| 000800 | 一汽轿车  | 9.37%  | -1.15%  | 6.13% | -1.17% | 3.89% | 0.57%  | -0.04% | 0.06%  |
| 000625 | 长安汽车  | 14.36% | -0.15%  | 9.77% | -0.02% | 4.76% | 0.02%  | -0.16% | -0.15% |
| 600418 | 江淮汽车  | 7.71%  | -1.19%  | 4.27% | -1.55% | 4.09% | 0.99%  | -0.10% | -0.08% |
| 000951 | 中国重汽  | 5.97%  | 1.23%   | 3.49% | 0.41%  | 1.38% | 0.00%  | 0.69%  | 0.41%  |
| 600006 | 东风汽车  | 9.25%  | -1.48%  | 5.77% | -0.66% | 4.50% | -0.22% | -0.14% | 0.28%  |
| 600686 | 金龙汽车  | 8.12%  | -0.30%  | 5.00% | 0.02%  | 3.29% | -0.11% | -0.07% | -0.11% |
| 000550 | 江铃汽车  | 9.64%  | -2.95%  | 6.46% | -0.92% | 5.20% | -0.51% | -0.59% | -0.09% |
| 600066 | 宇通客车  | 9.16%  | -0.37%  | 5.35% | 0.00%  | 3.88% | -0.20% | 0.13%  | 0.02%  |
| 000572 | 海马股份  | 2.93%  | -3.62%  | 0.77% | 0.14%  | 4.13% | -2.01% | -0.11% | 0.12%  |
| 000927 | 一汽夏利  | 12.40% | -0.57%  | 5.94% | -0.29% | 6.15% | 0.04%  | 0.56%  | -0.07% |
| 600991 | 广汽长丰  | 9.28%  | -5.99%  | 4.81% | -1.83% | 5.05% | -0.96% | 2.21%  | -0.41% |
| 600303 | 曙光股份  | 8.40%  | -3.33%  | 4.13% | -0.64% | 5.17% | -0.96% | 0.70%  | -0.14% |
| 600609 | *ST金杯 | 9.47%  | -0.73%  | 3.27% | -1.14% | 4.60% | 0.19%  | 2.55%  | 1.16%  |
| 000868 | 安凯客车  | 9.45%  | -1.88%  | 6.03% | -0.37% | 4.00% | -0.52% | 0.32%  | -0.09% |
| 600760 | 中航黑豹  | 0.37%  | -10.44% | 2.36% | -4.19% | 2.92% | -0.71% | 0.00%  | -0.63% |
| 600501 | 航天晨光  | 14.93% | -2.81%  | 8.37% | -1.34% | 6.75% | 0.06%  | 1.09%  | -0.24% |
| 000957 | 中通客车  | 9.41%  | -2.16%  | 6.77% | -0.38% | 3.34% | -0.52% | 0.20%  | -0.35% |
| 600213 | 亚星客车  | 6.57%  | -10.61% | 6.30% | -2.48% | 4.80% | -2.65% | 0.60%  | -0.35% |
| 300201 | 海伦哲   | 17.41% | 1.68%   | 6.14% | -0.04% | 9.21% | 0.78%  | 1.32%  | 0.19%  |

数据来源：公司年报、天相投顾



整车企业运营状况良好，21 家整车上市公司应收账款周转率、存货周转率、流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率分别为 41.52、12.02、2.66、10.66、1.65，均处于历史高位，显示出整车企业较好的营运能力。

图表 8：2006-2010 年整车上市公司运营情况分析（单位：次）

|       | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 流动资产周转率 | 固定资产周转率 | 总资产周转率 |
|-------|---------|-------|---------|---------|--------|
| 2006年 | 21.76   | 6.15  | 0.47    | 4.59    | 1.02   |
| 2007年 | 25.62   | 8.45  | 0.63    | 6.48    | 1.35   |
| 2008年 | 22.81   | 7.95  | 0.54    | 6.38    | 1.24   |
| 2009年 | 30.17   | 10.27 | 2.39    | 7.89    | 1.34   |
| 2010年 | 41.52   | 12.02 | 2.66    | 10.66   | 1.65   |

数据来源：公司年报、天相投顾

2010 年，21 家整车上市公司营业收入同比增长 70.00%，营业利润同比增长 159.55%，归属母公司所有者净利润同比增长 101.14%，利润增幅高于营业收入增幅。整车上市公司销量增长带来的规模效应导致毛利率和净利率分别达到 17.26%、6.83%，继续保持增长。2011 年 1 季度，毛利率基本稳定。我们认为，2010 年四季度和 2011 年一季度钢铁等原材料和劳动力成本上涨对企业盈利能力将构成一定压力，同时考虑到 2011 年汽车销量增速大幅下滑的压力，整车企业存在一定毛利率下行的风险，中高端整车企业毛利率受到的影响将较小。

图表 9：2006-2011 年 1 季度整车上市公司毛利率、净利率变化情况

|          | 毛利率    | 营业利润率 | 税前利润率 | 净利润率  | 归属于母公司所有者净利润率 | 净资产收益率 | 总资产报酬率 |
|----------|--------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|
| 2006年    | 14.35% | 4.33% | 4.27% | 3.69% | 3.28%         | 6.50%  | 2.66%  |
| 2007年    | 15.28% | 5.59% | 5.74% | 5.10% | 4.22%         | 13.69% | 5.15%  |
| 2008年    | 13.39% | 1.95% | 2.44% | 2.02% | 2.22%         | 7.53%  | 2.68%  |
| 2009年    | 15.06% | 5.30% | 5.48% | 4.87% | 4.30%         | 15.40% | 5.02%  |
| 2010年    | 17.26% | 6.74% | 6.83% | 5.91% | 4.28%         | 27.17% | 9.73%  |
| 2011年1季度 | 17.27% | 7.55% | 7.68% | 6.38% | 4.38%         | 6.73%  | 2.50%  |

数据来源：公司年报、天相投顾

2010 年，21 家整车上市公司期间费用率为 9.97%，其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.98%、3.85%、0.14%，分别同比下降 0.15 个百分点、0.01 个百分点、0.11 个百分点。2011 年 1 季度，期间费用率继续呈现下降趋势。

图表 10：2006-2011 年 1 季度整车上市公司三项费用率情况

|          | 销售费用率 | 管理费用率 | 财务费用率 | 期间费用率  | 成本费用利润率 |
|----------|-------|-------|-------|--------|---------|
| 2006年    | 5.19% | 4.75% | 0.29% | 10.23% | 4.51%   |
| 2007年    | 6.23% | 4.44% | 0.50% | 11.17% | 5.83%   |
| 2008年    | 5.63% | 4.57% | 0.77% | 10.97% | 2.00%   |
| 2009年    | 6.13% | 3.86% | 0.25% | 10.24% | 5.57%   |
| 2010年    | 5.98% | 3.85% | 0.14% | 9.97%  | 7.27%   |
| 2011年1季度 | 5.76% | 3.61% | 0.09% | 9.46%  | 8.19%   |

数据来源：公司年报、天相投顾

## 2.2. 零配件企业盈利能力分化，轮胎类企业表现最差

2010 年，52 家零配件上市公司实现营业收入 2,303 亿元，归属母公司所有者股东净利润 191 亿元。其中，潍柴动力领先行业，实现营业收入 633 亿元，归属母公司所有者股东净利润 68 亿元。

零配件企业盈利能力出现分化：（1）福耀玻璃、松芝股份、宁波华翔、威孚高科等零部件龙头企业受益于我国汽车消费的持续快速增长以及行业集中度的提高，龙头地位进一步巩固。其中，福耀玻璃和松芝股份的毛利率分别为 40.42%、35.80%，继续保持高位；宁波华翔毛利率为 22.87%，同比提高 1.25 个百分点；威孚高科毛利率为 27.78%，同比提高 8.14 个百分点；（2）对原材料价格较为敏感的轮胎类企业盈利能力明显下滑。其中，S 佳通、青岛双星、风神股份毛利率分别为 11.60%、7.74%、13.65%，分别同比下降 10.12 个百分点、6.68 个百分点、10.11 个百分点。主要是由于 2010 年以来天然橡胶价格延续上扬态势并保持高位运行，2011 年 2 月 14 日，上海天胶价格突破 4 万元大关，创出 41640 元/吨的历史新高。我们预计 2011 年 2 季度之后天然橡胶价格将回落，轮胎类企业面临的成本压力将减小，盈利状况将有望改善。



图表 11: 2010 年零配件上市公司业绩变化情况 (单位: 百万元)

| 代码     | 简称    | 营业收入      | 同比变化    | 毛利率    | 同比变化    | 归属于母公司所有者的净利润 | 同比变化     |
|--------|-------|-----------|---------|--------|---------|---------------|----------|
| 000338 | 潍柴动力  | 63,279.56 | 78.13%  | 24.61% | 0.24%   | 6,782.15      | 99.04%   |
| 600741 | 华域汽车  | 44,062.68 | 78.62%  | 15.73% | -0.26%  | 2,513.43      | 64.19%   |
| 600623 | 双钱股份  | 9,094.63  | 24.69%  | 11.00% | -9.02%  | 290.59        | 72.34%   |
| 600660 | 福耀玻璃  | 8,508.04  | 39.95%  | 40.42% | -1.63%  | 1,787.76      | 59.90%   |
| 600469 | 风神股份  | 8,121.85  | 44.45%  | 13.65% | -10.11% | 152.63        | -50.77%  |
| 000559 | 万向钱潮  | 7,819.68  | 40.39%  | 17.67% | -0.45%  | 425.81        | 60.03%   |
| 600653 | 申华控股  | 7,070.07  | 156.93% | 6.24%  | -4.36%  | 61.18         | -42.44%  |
| 601777 | 力帆股份  | 6,770.77  | 27.05%  | 18.45% | -0.58%  | 381.91        | 25.25%   |
| 000589 | 黔轮胎 A | 6,226.75  | 31.44%  | 14.76% | -9.29%  | 124.76        | -65.38%  |
| 600742 | 一汽富维  | 6,182.50  | 73.40%  | 5.93%  | 3.52%   | 570.56        | 60.84%   |
| 000599 | 青岛双星  | 5,777.81  | 37.52%  | 7.74%  | -6.68%  | 36.43         | -86.38%  |
| 000581 | 威孚高科  | 5,371.21  | 74.35%  | 27.78% | 8.14%   | 1,340.29      | 199.03%  |
| 600182 | S佳通   | 3,611.01  | 36.44%  | 11.60% | -10.12% | 53.76         | -63.81%  |
| 600480 | 凌云股份  | 3,431.13  | 36.70%  | 24.35% | -1.43%  | 251.94        | 32.72%   |
| 002048 | 宁波华翔  | 3,333.11  | 18.46%  | 22.87% | 1.25%   | 420.26        | 17.46%   |
| 600482 | 风帆股份  | 3,255.00  | 21.30%  | 14.13% | -0.69%  | 48.73         | 9.78%    |
| 000887 | 中鼎股份  | 2,522.43  | 71.11%  | 31.29% | -3.12%  | 310.71        | 55.32%   |
| 600178 | 东安动力  | 2,333.99  | 8.30%   | 12.60% | 0.72%   | 134.22        | -42.66%  |
| 600081 | 东风科技  | 2,306.67  | 78.81%  | 19.19% | 4.80%   | 163.85        | 439.69%  |
| 600805 | 悦达投资  | 2,126.87  | 39.06%  | 32.46% | 5.19%   | 717.27        | 121.36%  |
| 000700 | 模塑科技  | 1,970.85  | 14.10%  | 25.13% | -0.61%  | 33.18         | 26.64%   |
| 002085 | 万丰奥威  | 1,895.36  | 39.90%  | 18.36% | 2.66%   | 132.76        | 97.00%   |
| 600960 | 渤海活塞  | 1,767.51  | 44.49%  | 22.89% | 0.48%   | 122.01        | 137.60%  |
| 002284 | 亚太股份  | 1,750.20  | 32.19%  | 18.89% | -1.10%  | 118.51        | 30.95%   |
| 002126 | 银轮股份  | 1,473.41  | 64.50%  | 27.43% | -2.76%  | 130.58        | 141.90%  |
| 600579 | ST黄海  | 1,470.31  | 20.48%  | -1.47% | -11.57% | -99           | -675.92% |
| 002283 | 天润曲轴  | 1,393.39  | 79.85%  | 29.88% | 0.25%   | 221.66        | 96.14%   |
| 002355 | 兴民钢圈  | 1,339.55  | 25.47%  | 16.27% | 0.81%   | 95.5          | 21.95%   |
| 002454 | 松芝股份  | 1,301.44  | 41.42%  | 35.80% | -0.40%  | 228.75        | 50.69%   |
| 002406 | 远东传动  | 1,014.81  | 64.57%  | 34.91% | 2.10%   | 185.23        | 41.80%   |
| 002536 | 西泵股份  | 999.26    | 48.72%  | 29.56% | -0.06%  | 88.46         | 66.81%   |
| 000665 | 武汉塑料  | 936.92    | 40.86%  | 21.23% | 0.06%   | 10.18         | 123.74%  |
| 002363 | 隆基机械  | 923.68    | 13.01%  | 18.07% | -0.70%  | 49.4          | -18.64%  |
| 601799 | 星宇股份  | 870.77    | 61.90%  | 28.36% | 2.44%   | 136.36        | 72.52%   |
| 002434 | 万里扬   | 827.14    | 13.76%  | 26.47% | -2.93%  | 150.26        | 9.25%    |
| 002448 | 中原内配  | 822.24    | 32.11%  | 32.59% | 3.86%   | 104.09        | 57.02%   |
| 000980 | 金马股份  | 803.8     | 41.68%  | 18.53% | -2.48%  | 43.88         | 30.99%   |
| 002516 | 江苏旷达  | 781.88    | 32.44%  | 33.52% | -1.20%  | 113.74        | 57.73%   |
| 300100 | 双林股份  | 775.89    | 42.78%  | 31.25% | 2.27%   | 104.13        | 101.18%  |
| 600148 | 长春一东  | 717.71    | 79.30%  | 28.99% | 9.74%   | 21.12         | -154.70% |
| 002488 | 金固股份  | 590.74    | 55.34%  | 30.62% | 1.65%   | 61.28         | 57.01%   |
| 002031 | 巨轮股份  | 569.41    | 39.70%  | 36.53% | -0.73%  | 106.03        | 27.64%   |
| 000760 | *ST博盈 | 550.63    | -8.61%  | 12.76% | 2.29%   | 3.06          | -148.34% |
| 002013 | 中航精机  | 536.62    | 24.54%  | 19.79% | 0.16%   | 35.19         | 15.08%   |
| 002265 | 西仪股份  | 520.96    | 18.94%  | 11.17% | -0.91%  | 11.91         | -35.31%  |
| 002337 | 赛象科技  | 512.61    | -17.60% | 30.73% | -0.44%  | 91.75         | -9.89%   |
| 000025 | 特力 A  | 386.35    | -10.71% | 16.96% | 0.82%   | 3.58          | -43.17%  |
| 300176 | 鸿特精密  | 386.23    | 30.39%  | 26.25% | -2.08%  | 42.55         | 23.30%   |
| 600093 | 禾嘉股份  | 353.07    | 15.18%  | 32.25% | 1.26%   | 2.58          | -4.44%   |
| 002555 | 顺荣股份  | 316.76    | 33.98%  | 31.21% | 0.17%   | 49.22         | 27.32%   |
| 002190 | 成飞集成  | 302.49    | 67.01%  | 25.08% | -3.32%  | 50.3          | 20.39%   |
| 002213 | 特尔佳   | 257.14    | 54.87%  | 36.17% | -3.67%  | 40.37         | 44.13%   |



数据来源：公司年报、天相投顾

投资活动现金流方面，悦达投资、双钱股份、ST 黄海居行业前三；购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金流方面，潍柴动力、华域汽车和福耀玻璃位居行业前三。

图表 12：2010 年零配件上市公司固定资产投资、投资现金流情况（单位：百万元）

| 代码     | 简称    | 投资活动产生的现金流量净额 |           |          | 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 |          |         |
|--------|-------|---------------|-----------|----------|-------------------------|----------|---------|
|        |       | 2010年         | 2009年     | 差额       | 2010年                   | 2009年    | 差额      |
| 600805 | 悦达投资  | 262.63        | 344.07    | -81.44   | 161.05                  | 179.93   | -18.88  |
| 600623 | 双钱股份  | 139.65        | -264.56   | 404.21   | 227.88                  | 433.28   | -205.4  |
| 600579 | ST黄海  | 101.88        | 1.73      | 100.15   | 0.84                    | 1.32     | -0.48   |
| 600742 | 一汽富维  | 35.57         | 315.85    | -280.28  | 212.47                  | 16.55    | 195.92  |
| 600081 | 东风科技  | 23.66         | 71.93     | -48.27   | 31.95                   | 26.65    | 5.3     |
| 600093 | 禾嘉股份  | 3.82          | -15.81    | 19.63    | 66.16                   | 16.64    | 49.52   |
| 000760 | *ST博盈 | -0.64         | -5.58     | 4.94     | 3.7                     | 5.59     | -1.89   |
| 000025 | 特力A   | -0.68         | 9.16      | -9.84    | 0.68                    | 0.83     | -0.15   |
| 600148 | 长春一东  | -9.67         | -13.52    | 3.85     | 21.93                   | 37.42    | -15.49  |
| 002213 | 特尔佳   | -10.8         | -4.47     | -6.33    | 10.97                   | 4.61     | 6.36    |
| 000581 | 威孚高科  | -17.72        | 44.72     | -62.44   | 230.87                  | 116.2    | 114.67  |
| 000665 | 武汉塑料  | -33.8         | -25.58    | -8.22    | 35.12                   | 26.25    | 8.87    |
| 002516 | 江苏旷达  | -35.53        | -6.06     | -29.47   | 55.8                    | 19.16    | 36.64   |
| 600178 | 东安动力  | -41.01        | 80.93     | -121.94  | 84.55                   | 31.82    | 52.73   |
| 002265 | 西仪股份  | -42.72        | -70.12    | 27.4     | 61.67                   | 81.99    | -20.32  |
| 002013 | 中航精机  | -45.59        | -27.02    | -18.57   | 45.74                   | 9.67     | 36.07   |
| 300100 | 双林股份  | -64.74        | -23.36    | -41.38   | 66.38                   | 32.16    | 34.22   |
| 002085 | 万丰奥威  | -66.87        | -67.68    | 0.81     | 70.98                   | 67.04    | 3.94    |
| 002454 | 松芝股份  | -86.01        | -122.16   | 36.15    | 82.26                   | 94.74    | -12.48  |
| 600482 | 风帆股份  | -86.28        | -86.27    | -0.01    | 83.86                   | 86.56    | -2.7    |
| 600182 | S佳通   | -86.77        | -45.94    | -40.83   | 86.78                   | 46.17    | 40.61   |
| 002434 | 万里扬   | -91.09        | -127.52   | 36.43    | 166.39                  | 131.91   | 34.48   |
| 002448 | 中原内配  | -92.26        | -33.86    | -58.4    | 88.54                   | 22.41    | 66.13   |
| 002048 | 宁波华翔  | -97.77        | 576.59    | -674.36  | 214.88                  | 112.52   | 102.36  |
| 600960 | 渤海活塞  | -100.84       | -30.33    | -70.51   | 104.46                  | 39.16    | 65.3    |
| 300176 | 鸿特精密  | -103.84       | -32.54    | -71.3    | 105.12                  | 32.54    | 72.58   |
| 601799 | 星宇股份  | -112.98       | -62.55    | -50.43   | 115.69                  | 41.81    | 73.88   |
| 002536 | 西泵股份  | -124.78       | -134.13   | 9.35     | 126.76                  | 134.22   | -7.46   |
| 002337 | 赛象科技  | -126.14       | -63.42    | -62.72   | 126.78                  | 60.37    | 66.41   |
| 000700 | 模塑科技  | -138.11       | -101.2    | -36.91   | 105.75                  | 133.01   | -27.26  |
| 002031 | 巨轮股份  | -144.47       | -140.6    | -3.87    | 144.48                  | 140.6    | 3.88    |
| 002555 | 顺荣股份  | -148.98       | -17.71    | -131.27  | 138.98                  | 27.78    | 111.2   |
| 000887 | 中鼎股份  | -157.03       | -370.39   | 213.36   | 123.05                  | 40.13    | 82.92   |
| 002284 | 亚太股份  | -186.26       | -61.75    | -124.51  | 186.37                  | 66.42    | 119.95  |
| 002190 | 成飞集成  | -203.94       | -73.06    | -130.88  | 190.95                  | 76.43    | 114.52  |
| 002126 | 银轮股份  | -206.33       | -80.32    | -126.01  | 110.72                  | 62.13    | 48.59   |
| 000980 | 金马股份  | -206.73       | -2.09     | -204.64  | 210.01                  | 14.38    | 195.63  |
| 600653 | 中华控股  | -230.48       | -668.04   | 437.56   | 235.43                  | 739.61   | -504.18 |
| 600469 | 风神股份  | -258.86       | -276.97   | 18.11    | 259.44                  | 278.25   | -18.81  |
| 002488 | 金固股份  | -261.07       | -75.43    | -185.64  | 111.01                  | 48.46    | 62.55   |
| 002406 | 远东传动  | -271.75       | -61.89    | -209.86  | 273.39                  | 66.62    | 206.77  |
| 002363 | 隆基机械  | -282.24       | -185.84   | -96.4    | 282.94                  | 186.89   | 96.05   |
| 000589 | 黔轮胎A  | -289.87       | -314.96   | 25.09    | 293.63                  | 328.71   | -35.08  |
| 600741 | 华域汽车  | -294.64       | 1,074.48  | -1369.12 | 1,398.85                | 843.04   | 555.81  |
| 600480 | 凌云股份  | -314.09       | -85.1     | -228.99  | 292.15                  | 83.13    | 209.02  |
| 000559 | 万向钱潮  | -335.46       | -133.57   | -201.89  | 341.93                  | 174.23   | 167.7   |
| 002355 | 兴民钢圈  | -367.06       | -39.55    | -327.51  | 367.06                  | 39.6     | 327.46  |
| 000599 | 青岛双星  | -367.71       | -285.49   | -82.22   | 382.99                  | 312.15   | 70.84   |
| 601777 | 力帆股份  | -496.17       | -572.53   | 76.36    | 530.04                  | 346.62   | 183.42  |
| 002283 | 天润曲轴  | -561.41       | -166.76   | -394.65  | 564.23                  | 191.71   | 372.52  |
| 600660 | 福耀玻璃  | -1,080.64     | 24.21     | -1104.85 | 1,073.89                | 450.1    | 623.79  |
| 000338 | 潍柴动力  | -2,007.39     | -1,340.22 | -667.17  | 1,812.63                | 1,347.03 | 465.6   |

数据来源：公司年报、天相投顾



运营数据方面，2010 年零配件上市公司应收账款周转率、存货周转率、流动资产周转率、固定资产周转率、总资产周转率分别为 9.00、6.46、1.92、4.61、1.12，同比均有所提高，显示出零配件企业营运能力有所增强。

图表 13：2006-2010 年零配件上市公司运营能力指标（单位：次）

|       | 应收账款周转率 | 存货周转率 | 流动资产周转率 | 固定资产周转率 | 总资产周转率 |
|-------|---------|-------|---------|---------|--------|
| 2006年 | 7.79    | 5.07  | 0.45    | 2.10    | 0.76   |
| 2007年 | 8.32    | 5.25  | 0.49    | 2.43    | 0.84   |
| 2008年 | 7.82    | 5.08  | 0.47    | 2.27    | 0.78   |
| 2009年 | 8.01    | 5.11  | 1.76    | 3.16    | 0.92   |
| 2010年 | 9.00    | 6.46  | 1.92    | 4.61    | 1.12   |

数据来源：公司年报、天相投顾

2010 年，52 家零配件上市公司营业收入、归属母公司所有者净利润分别同比增长 52.53%、60.26%，增速低于整车企业。毛利率为 19.99%，同比上升 0.06 个百分点，与整车企业相比毛利率高出 2.73 个百分点。2011 年 1 季度，毛利率出现一定下滑。

2010 年，52 家零配件上市公司期间费用率为 9.87%，同比下降 2.17 个百分点。其中，销售费用率和管理费用率、财务费用率分别为 3.58%、5.38%、0.91%，分别同比上升 0.26 个百分点和下降 1.50 个百分点、0.92 个百分点。2011 年 1 季度，期间费用率未有明显变化。我们认为，2010 年销售费用率略有上升的原因在于零部件市场竞争加剧；管理费用率提高的原因在于研发力度的增强和员工成本的提高；财务费用率目前处于历史低位，但是随着央行加息预期的实现，预计财务费用率将有所提高。

图表 14：2006-2011 年 1 季度零配件上市公司毛利率、净利率同比变化情况

|          | 毛利率    | 营业利润率  | 税前利润率  | 净利润率  | 归属于母公司所有者净利润率 | 净资产收益率 | 总资产报酬率 |
|----------|--------|--------|--------|-------|---------------|--------|--------|
| 2006年    | 15.78% | 4.30%  | 4.51%  | 3.71% | 3.14%         | 6.37%  | 2.27%  |
| 2007年    | 16.91% | 6.14%  | 6.56%  | 5.46% | 4.68%         | 9.87%  | 3.63%  |
| 2008年    | 14.38% | 3.07%  | 3.90%  | 3.22% | 2.58%         | 6.07%  | 2.03%  |
| 2009年    | 19.93% | 10.09% | 10.28% | 9.04% | 7.32%         | 14.19% | 5.69%  |
| 2010年    | 19.99% | 11.17% | 11.47% | 9.99% | 8.27%         | 19.77% | 9.23%  |
| 2011年1季度 | 18.92% | 10.83% | 11.06% | 9.50% | 7.69%         | 5.33%  | 2.58%  |

数据来源：公司年报、天相投顾

图表 15：2006-2011 年 1 季度零配件上市公司三项费用率变化情况

|          | 销售费用率 | 管理费用率 | 财务费用率 | 期间费用率  | 成本费用利润率 |
|----------|-------|-------|-------|--------|---------|
| 2006年    | 3.55% | 5.68% | 2.69% | 11.92% | 4.47%   |
| 2007年    | 3.45% | 5.36% | 2.73% | 11.54% | 6.49%   |
| 2008年    | 3.54% | 5.65% | 3.29% | 12.49% | 3.13%   |
| 2009年    | 3.32% | 6.88% | 1.83% | 12.04% | 10.96%  |
| 2010年    | 3.58% | 5.38% | 0.91% | 9.87%  | 12.43%  |
| 2011年1季度 | 3.17% | 4.91% | 0.79% | 8.87%  | 12.04%  |

数据来源：公司年报、天相投顾



### 3. 乘用车：中高端车型占比提升

#### 3.1 SUV、MPV 等中高端乘用车继续领涨行业

2010 年，1.6L 及以下排量基本型乘用车增速回落。基本型乘用车销量 949.42 万辆，同比增长 27.05%。其中，1.6L 及以下基本型乘用车销量为 663.18 万辆，同比增长 27.98%，增速比上半年回落 12.14 个百分点。2011 年 1 季度，基本型乘用车增速大幅下降。基本型乘用车销量 262.00 万辆，同比增长 9.03%，增速比 2010 年下降 18.02%。其中，1.6L 及以下基本型乘用车销量为 187.98 万辆，同比增长 12.77%，增速比 2010 年回落 15.21 个百分点。小排量车市场销量增速持续回落基本符合我们的预期。随着汽车下乡政策、汽车以旧换新和 1.6 升及以下小排量乘用车车辆购置税按 7.5%征收等优惠政策于 2010 年底到期退出的影响逐渐减弱，国内三四线城市的刚性需求的不断释放，我们预计，2011 年 1.6 升及以下小排量基本型乘用车销量虽仍将保持稳定增长，但增速将维持在 10%左右。

2011 年 1 季度，SUV、MPV 车型表现依然出色。1-3 月，SUV、MPV 分别实现销售 39.46 万辆、12.17 万辆，分别同比增长 46.75%、18.63%，远高于行业整体增长率。我们认为，SUV 销量增长的主要原因在于个性化购车需求和改善型购车需求持续提升，以企业公务型需求为主的 MPV 销量提高的主要原因在于宏观经济复苏和企业盈利状况改善。目前我国 SUV、MPV 车型的消费需求已经启动，预计将成为未来汽车市场的销售亮点。

图表 16：2011 年 1 季度乘用车细分车型销量情况

|              | 2011年1-3月（辆） | 2010年1-3月（辆） | 汽车结构占比情况 | 销量增速情况  |
|--------------|--------------|--------------|----------|---------|
| 排量≤1L        | 205,960      | 161,387      | 4.13%    | 27.62%  |
| 1L<排量≤1.6L   | 1,673,886    | 1,505,534    | 33.59%   | 11.18%  |
| 1.6L<排量≤2.0L | 565,460      | 544,670      | 11.35%   | 3.82%   |
| 2.0L<排量≤2.5L | 160,854      | 170,406      | 3.23%    | -5.61%  |
| 2.5L<排量≤3.0L | 13,741       | 20,725       | 0.28%    | -33.70% |
| 3.0L<排量≤4.0L | 49           | 224          | 0.00%    | -78.13% |
| 排量>4.0L      | 8            | 97           | 0.00%    | -91.75% |
| 基本型乘用车小计     | 2,619,958    | 2,403,043    | 52.57%   | 9.03%   |
| MPV          | 121,709      | 102,592      | 2.44%    | 18.63%  |
| 两驱SUV        | 234,216      | 157,220      | 4.70%    | 48.97%  |
| 四驱SUV        | 160,429      | 111,700      | 3.22%    | 43.62%  |
| 交叉型乘用车       | 707,632      | 749,608      | 14.20%   | -5.60%  |
| SUV小计        | 394,645      | 268,920      | 7.92%    | 46.75%  |
| 乘用车合计        | 3,843,944    | 3,524,163    | 77.13%   | 9.07%   |

数据来源：CAAM、天相投顾

#### 3.2 乘用车企业增长放缓、盈利能力稳定

2010，乘用车7家上市公司（上海汽车、一汽轿车、一汽夏利、海马股份、长丰汽车、江淮汽车、长安汽车）合计实现营业收入4,388亿元，同比增长89.45%；营业利润332亿元，同比增长190.65%；归属母公司所有者净利润196亿元，同比增长



246.63%；综合毛利率为18.68%，同比提高4.04个百分点。

2011年1-3月，7家可比公司合计实现营业收入1,310亿元，同比增长37.62%；营业利润112亿元，同比增长43.23%；归属母公司所有者净利润61亿元，同比增长22.33%；综合毛利率为19.00%，同比提高0.15个百分点；净利润率为4.63%，同比下降0.58个百分点。

图表 17：2011 年 1 季度和 2010 年乘用车收入、利润增长情况

| 单位：亿元         | 2011年1季度 | 同比变化   | 2010年    | 同比变化    |
|---------------|----------|--------|----------|---------|
| 营业收入          | 1309.78  | 37.62% | 4,388.32 | 89.45%  |
| 营业利润          | 111.92   | 43.23% | 332.45   | 190.65% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 60.69    | 22.33% | 196.08   | 246.63% |
| 毛利率           | 19.00%   | 0.15%  | 18.68%   | 4.04%   |
| 净利率           | 4.63%    | -0.58% | 4.47%    | 0.33%   |

数据来源：公司 1 季报、年报，天相投顾

## 4. 商用车：1 季度增速下滑明显，轻客表现抢眼

### 4.1. 半挂牵引车负增长，轻客表现抢眼

受益于旅游业发展、城镇化水平提高和和客运需求增长，2010 年大客在客车中的销量增速最快。2010 年，我国客车、客车非完整车辆销量分别为 35.62 万辆、8.69 万辆，分别同比增长 31.30%、4.93%。其中，大客、中客、轻客分别销售 6.00 万辆、5.86 万辆、23.76 万辆，分别同比增长 48.39%、21.92%、29.99%。2011 年 1 季度，我国客车、客车非完整车辆销量分别为 9.08 万辆、1.87 万辆，分别同比增长 16.56%、9.55%。其中，大客、中客、轻客分别销售 1.26 万辆、1.22 万辆、6.60 万辆，分别同比增长 12.22%、4.91%、19.91%。1 季度除轻客外客车增速都有较大幅度下滑，我们认为轻客主要是受益于 2010 年底以来中短途物流（城市物流公司）以及城乡客运需求快速增长，2011 年全年增速将明显好于行业水平。

2010 年重货和半挂牵引车销量增速最为显著，但 2011 年 1 季度半挂牵引车销量下滑最为明显，增速变为负增长，上演“过山车”。2010 年，广义重卡销量为 101.74 万元，同比增长 59.93%。其中，半挂牵引车销量为 35.46 万辆，同比增长 67.98%；重货销量为 24.77 万辆，同比增长 84.46%；重货底盘销量为 41.51 万辆，同比增长 42.76%。2011 年 1 季度，广义重卡销量为 29.04 万元，同比仅增长 8.40%，增速大幅下滑。其中，半挂牵引车销量为 7.67 万辆，同比减少 21.20%，下滑最为严重；重货销量为 9.19 万辆，同比增长 58.73%；重货底盘销量为 12.17 万辆，同比增长 8.10%。我们认为 1 季度重货保持高增长主要是由于 2011 年 1 季度固定资产投资仍然保持了较高增速，并且由于去年年底销量较大使 1 季度存在经销商补库存的需求。由于 2010 年物流用重卡（半挂牵引车）增长过快透支了今年的需求，并且工程类重卡（重货）还面临房地产建设需求的不确定性，同时 2010 年的高基数也使得 2011 年重卡销量增长乏力，因此年内重卡市场存在较大的不确定性。但是，考虑到“十二五规划”的实施和国家新一轮西部大开发战略的推进，重卡企业将在基础设施建设和国内各经济区域的物流运输等领域仍拥有广阔的市场空间。中长期来看，我们认为，重卡行业仍将持续增长。



图表 18: 2011 年 1 季度商用车各细分车型销量和增速情况 (单位: 辆)

|       | 分类      | 2011年1-3月（辆） | 2010年1-3月（辆） | 汽车结构占比 | 销量增速    |
|-------|---------|--------------|--------------|--------|---------|
| 货车    | 重货      | 91,940       | 57,921       | 1.84%  | 58.73%  |
|       | 中货      | 44,264       | 47,943       | 0.89%  | -7.67%  |
|       | 轻货      | 490,150      | 473,248      | 9.83%  | 3.57%   |
|       | 微货      | 140,261      | 135,474      | 2.81%  | 3.53%   |
|       | 货车小计    | 766,615      | 714,586      | 15.38% | 7.28%   |
| 客车    | 大客      | 12,571       | 11,202       | 0.25%  | 12.22%  |
|       | 中客      | 12,227       | 11,655       | 0.25%  | 4.91%   |
|       | 轻客      | 65,990       | 55,035       | 1.32%  | 19.91%  |
|       | 客车小计    | 90,788       | 77,892       | 1.82%  | 16.56%  |
| 货车底盘  | 重货底盘    | 121,695      | 112,576      | 2.44%  | 8.10%   |
|       | 中货底盘    | 27,195       | 23,566       | 0.55%  | 15.40%  |
|       | 轻货底盘    | 32,699       | 35,875       | 0.66%  | -8.85%  |
|       | 微货底盘    | 5,431        | 8,037        | 0.11%  | -32.43% |
|       | 货车底盘小计  | 187,020      | 180,054      | 3.75%  | 3.87%   |
| 客车底盘  | 大客底盘    | 2,000        | 2,083        | 0.04%  | -3.98%  |
|       | 中客底盘    | 4,570        | 5,875        | 0.09%  | -22.21% |
|       | 轻客底盘    | 12,094       | 9,079        | 0.24%  | 33.21%  |
|       | 客车底盘小计  | 18,664       | 17,037       | 0.37%  | 9.55%   |
| 货车及底盘 | 重货及其底盘  | 213,635      | 170,497      | 4.29%  | 25.30%  |
|       | 中货及其底盘  | 71,459       | 71,509       | 1.43%  | -0.07%  |
|       | 轻货及其底盘  | 522,849      | 509,123      | 10.49% | 2.70%   |
|       | 微货及其底盘  | 145,692      | 143,511      | 2.92%  | 1.52%   |
|       | 货车及底盘小计 | 953,635      | 894,640      | 19.13% | 6.59%   |
| 客车及底盘 | 大客及其底盘  | 14,571       | 13,285       | 0.29%  | 9.68%   |
|       | 中客及其底盘  | 16,797       | 17,530       | 0.34%  | -4.18%  |
|       | 轻客及其底盘  | 78,084       | 64,114       | 1.57%  | 21.79%  |
|       | 客车及底盘小计 | 109,452      | 94,929       | 2.20%  | 15.30%  |
| 半挂牵引车 | ≤25吨    | 1,136        | 844          | 0.02%  | 34.60%  |
|       | 25-40吨  | 66,906       | 93,398       | 1.34%  | -28.36% |
|       | >40吨    | 8,684        | 3,131        | 0.17%  | 177.36% |
|       | 半挂牵引车小计 | 76,726       | 97,373       | 1.54%  | -21.20% |
| 广义重卡  | 重货      | 91,940       | 57,921       | 1.84%  | 58.73%  |
|       | 重货底盘    | 121,695      | 112,576      | 2.44%  | 8.10%   |
|       | 半挂牵引车   | 76,726       | 97,373       | 1.54%  | -21.20% |
|       | 广义重卡小计  | 290,361      | 267,870      | 5.83%  | 8.40%   |

数据来源: CAAM, 天相投顾

2010年, 14家商用车上市公司 (中国重汽、潍柴动力、江铃汽车、东风汽车、福田汽车、宇通客车、金龙汽车、安凯客车、中通客车、亚星客车、曙光股份、江淮汽车、东安黑豹、\*ST金杯) 合计实现营业收入2,603亿元, 同比增长44.71%; 营业利润182亿元, 同比增长97.79%; 归属母公司所有者净利润143亿元, 同比增长103.26%; 综合毛利率为16.41%, 同比提高1.01个百分点。

2011年1季度, 14家商用车上市公司合计实现营业收入716亿元, 同比增长18.23%; 营业利润50亿元, 同比增长10.86%, 环比下降14.93%; 归属母公司所有者净利润38亿元, 同比增长3.37%; 综合毛利率为15.12%, 同比下降1.99个百分点; 净利率为5.27%, 同比下降0.76个百分点。



图表 19: 2011 年 1 季度和 2010 年商用车上市公司收入、利润增长情况

| 单位: 亿元        | 2011年1季度 | 同比变化   | 2010年   | 同比变化    |
|---------------|----------|--------|---------|---------|
| 营业收入          | 716.10   | 18.23% | 2602.82 | 44.71%  |
| 营业利润          | 50.14    | 10.86% | 181.79  | 97.79%  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 37.71    | 3.37%  | 143.24  | 103.26% |
| 毛利率           | 15.12%   | -1.99% | 16.41%  | 1.01%   |
| 净利率           | 5.27%    | -0.76% | 5.50%   | 1.59%   |

数据来源: 公司 1 季报、年报、天相投顾

## 4.2. 客车企业盈利符合预期, 货车企业淡季增速如期下滑

2010 年, 7 家客车上市公司 (金龙汽车、宇通客车、曙光股份、安凯客车、中通客车、亚星客车、\*ST 金杯) 营业收入、营业利润、归属母公司所有者净利润分别同比增长 40.68%、178.76%、309.18%; 2011 年 1 季度, 客车板块营业收入、营业利润、分别同比增长 21.84%、41.67%, 归属母公司所有者净利润同比下降 19.64%, 主要是由于\*ST 金杯归属于母公司所有者净利润大幅下降 87.74%。由于原材料价格的持续上涨, 毛利率出现了小幅的下滑, 客车企业的盈利状况基本符合我们的预期。考虑到客车企业毛利率历来较为稳定, 且二季度成本压力较一季度没有明显变化, 我们预计二季度盈利情况将保持稳定。

图表 20: 2011 年 1 季度和 2010 年客车上市公司收入、利润增长情况

| 单位: 亿元        | 2011年1季度 | 同比变化    | 2010年  | 同比变化    |
|---------------|----------|---------|--------|---------|
| 营业收入          | 107.9    | 21.84%  | 462.47 | 40.68%  |
| 营业利润          | 4.42     | 41.67%  | 21.66  | 178.76% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 3.11     | -19.64% | 17.39  | 309.18% |
| 毛利率           | 13.56%   | -0.25%  | 14.58% | 0.31%   |
| 净利率           | 2.88%    | -1.49%  | 3.76%  | 2.47%   |

数据来源: 公司 1 季报、年报、天相投顾

2010 年, 6 家货车上市公司 (潍柴动力、福田汽车、中国重汽、东风汽车、江铃汽车、东安黑豹) 营业收入、营业利润、归属母公司所有者净利润分别同比增长 45.25%、83.63%、81.71%。2011 年 1 季度, 货车板块营业收入、营业利润、归属母公司所有者净利润分别同比增长 17.69%、6.64%、3.93%。一季度是货车的销售淡季, 二季度是货车销售旺季, 我们预计, 二季度货车销量将有望回升, 但增速仍将继续下降。

图表 21: 2011 年 1 季度和 2010 年货车上市公司收入、利润增长情况

| 单位: 亿元        | 2011年1季度 | 同比变化   | 2010年   | 同比变化   |
|---------------|----------|--------|---------|--------|
| 营业收入          | 513.46   | 17.69% | 1843.31 | 45.25% |
| 营业利润          | 41.78    | 6.64%  | 147.53  | 83.63% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 31.24    | 3.93%  | 114.22  | 81.71% |
| 毛利率           | 15.65%   | -2.11% | 17.03%  | 1.19%  |
| 净利率           | 6.08%    | -0.81% | 6.20%   | 1.24%  |

数据来源: 公司 1 季报、年报、天相投顾

## 5. 投资建议和重点关注公司

2011 年 1 季度，天相汽车及配件板块上涨 7.17%，上证指数上涨 4.27%，板块表现强于上证指数。主要是由于 1 月份汽车销量超预期、上海汽车整合预期等因素的刺激。目前汽车及配件行业一年滚动市盈率为 16.30，虽然一季度汽车板块整体反弹，导致估值有所修复，但我们认为由于日本大地震导致的零部件短缺的影响还将持续、原材料价格仍将居高不下、2011 年全年汽车销量增速将在 5-10%左右低于我们年初的预期，同时考虑到基金一季度超配汽车股的比例较高，存在一定抛售压力，我们下调行业评级为“中性”。我们相对看好其中具有一定市场、成本优势和增长潜力的个股，具体的选股思路建议关注以下方面：

(1) 看好中高端乘用车企业：关注受益中高级乘用车销量增长的上海汽车和悦达投资；

(2) 看好“节能和新能源汽车产业规划”带来的新能源汽车等主题性投资机会：关注新能源汽车关键零部件标的曙光股份、万向钱潮；

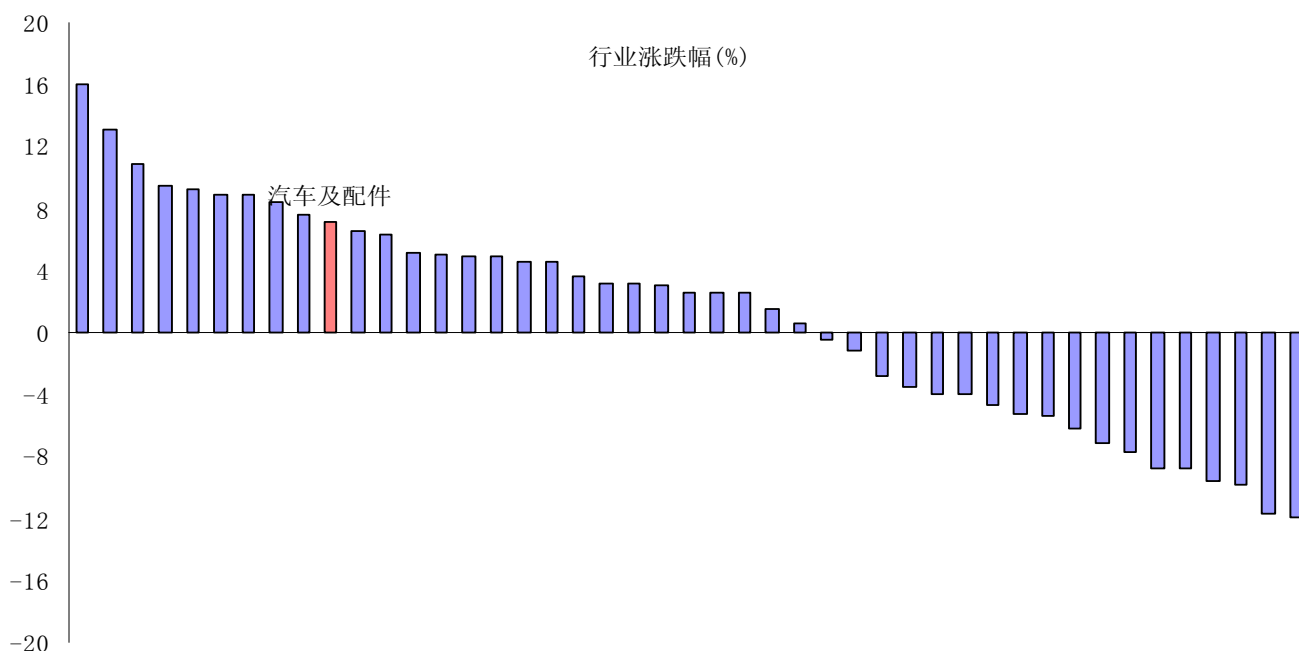
(3) 关注增长较为确定的客车行业龙头：宇通客车、金龙汽车；

(4) 股价已经跌至增发价附近的部分估值较低的企业：宗申动力、兴民钢圈；

(5) 受益于橡胶价格下跌的轮胎龙头企业：风神股份、黔轮胎 A。

风险提示：(1) 经济增速下滑导致的销量增速低于预期风险；(2) 钢铁等原材料价格上涨幅度超预期风险。

图表 22：2011 年 1 季度汽车行业在天相各行业中涨跌幅相对情况





数据来源：天相投顾

## 6. 重点公司的评级和盈利预测

### 6.1. 整车板块重点公司投资要点及评级

#### 1) 上海汽车（600104 “买入”）

公司1季度整车销量持续强于行业。1季度，上海大众、上海通用、通用五菱销量分别同比增长33%、31%、0.07%，均强于行业，销量的持续景气带动公司业绩大幅提升。从4月前三周的数据来看，上汽乘用车系列销量依然景气。我们认为日系车受到地震影响，可能会逐渐出现限产的情况，产量将减少，持续时间不确定，利好美、德系车。上海大众、上海通用年内分别有新帕萨特和雪佛兰的科帕奇上市，预计公司的乘用车销量将继续其强于行业的增长。

**现金流充裕，各项费用控制良好。**公司1季度末货币资金643.8亿元，比年初增加了31亿元，加上年初没有重大工程投建，筹资活动、投资活动的现金流均有大幅下降。三项费用率小幅下滑，各项费用率维持在历史地位，整体运营处于良性循环。

**资产注入再次提升公司整体实力。**公司得到集团的资产注入，注入资产10年净利润26亿元，其中华域汽车、服务贸易、招商银行属于优质资产，预计后续利润贡献占比将逐渐提升。考虑到增发后股本达到109.7亿股，增厚部分对公司业绩影响较小，但公司各项资产具备较为全面的成长空间，上海汽车的业绩成长将受到更多因素的影响，随着其他业务占比逐渐提升，汽车销售对公司的周期性影响将逐渐减弱。但中期内仍然主要受到汽车行业波动影响。

图表 23：上海汽车盈利预测（单位：百万元）

|           | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2012E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入      | 313,376 | 394,309 | 490,304 | 621,251 |
| (+/-) %   | 124.42  | 25.83   | 24.35   | 26.71   |
| 营业利润      | 27,006  | 32,206  | 37,799  | 46,643  |
| (+/-) %   | 220.31  | 19.26   | 17.37   | 23.4    |
| 归属于母公司净利润 | 13,729  | 17,429  | 21,708  | 26,907  |
| (+/-) %   | 108.26  | 26.95   | 24.55   | 23.95   |
| 每股收益（元）   | 1.49    | 1.89    | 2.35    | 2.91    |
| 市盈率（倍）    | 12      | 10      | 8       | 6       |

数据来源：天相投顾

#### 2) 悦达投资（600805 “买入”）

我们认为公司1季度业绩继续保持快速增长主要有两方面原因：**1、主业持续向好。**公司实现收入快速增长的同时，继续控制费用增长，2011年1季度公司期间费用率28.85%，同比下降9.79个百分点。扣除投资收益，公司实现营业利润-782万元，去年同期为-5,234万元；**2、公司利润主要来源的投资收益继续保持稳健增长。**1季度公司实现投资收益2.65亿元，同比增长18.45%。

**东风悦达新车型正逐渐上量。**2010年1-3月，东风悦达整车实现销量9.55万辆，同比增长12.03%，好于乘用车平均增速约4个百分点；其中智跑实现销量1.52万辆，月均5,000辆，新车K5（3月上市）上市首月实现销量2,549辆。我们预计随着新车的持续放量，公司销量增长步伐有望逐步加快，维持东风悦达2011年全年销量41万



辆，同比增长 25%左右的预测。考虑 QB（新锐欧）6 月底上市进一步刺激销量，不排除超预期的可能。

图表 24：悦达投资盈利预测（单位：百万元）

|            | 2010A   | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 2,127   | 2,555  | 3,023  | 3,585  |
| (+/-)      | 39.06%  | 20.11% | 18.33% | 18.61% |
| 营业利润       | 911     | 1,247  | 1,580  | 1,943  |
| (+/-)      | 139.98% | 36.86% | 26.75% | 22.96% |
| 归属于母公司的净利润 | 717     | 980    | 1,255  | 1,542  |
| (+/-)      | 121.36% | 36.64% | 28.01% | 22.89% |
| 每股收益（元）    | 1.32    | 1.8    | 2.3    | 2.83   |
| 市盈率（倍）     | 15      | 11     | 9      | 7      |

数据来源：天相投顾

### 3) 宇通客车（600066 “增持”）

**受益大中客销量增长。**2010 年我国客车销量为 44.31 万辆，同比增长 25.14%。大客增速最为明显，同比增长 45.87%。2010 年公司客车销量 4.12 万辆，同比增长 46.06%。其中，大客和中客销量分别为 1.76 万辆、1.98 万辆，分别同比增长 56.9%、46.67%，市场份额分别同比提高 1.94、6.37 个百分点，至 29.1%、31.83%。考虑大中客车升级换代、城市公交电动化以及旅游客车的持续增长，我们继续看好大中客车行业，预计 2011 年公司客车销量将达到 4.8 万辆，同比增长约 17%。

**出口收入增长显著。**2010 年公司主营业务内外销收入占比分别为 97.2%、7.3%，内外销收入分别同比增长 47.93%、214%。随着国外经济的恢复和公司客车产品竞争优势的提高，预计公司出口收入将继续高速增长。

**毛利率和期间费用率与去年基本持平。**2010 年公司毛利率为 17.3%，与去年持平；期间费用率为 9.4%，同比下降 0.1 个百分点。我们认为，未来公司将受益于客车消费升级，盈利能力将稳步提升。

**产能扩张全面进行中。**（1）公司配股募集资金总额不超过 25 亿元，拟建设年产 6000 辆节能型客车和 4000 辆新能源客车生产基地，预计完全达产可新增净利润 5 亿；（2）公司 2 万辆客车产能提升项目预计 2012 年完成；（3）2010 年 9 月公司设立了客车专用车分公司，2011 年一期计划投资 5.35 亿元用于产能提升。我们认为，产能提升将进一步打开公司的成长空间。

图表 25：宇通客车盈利预测（单位：百万元）

|            | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 13,479 | 16,195 | 18,151 | 20,530 |
| (+/-)      | 53.48% | 20.16% | 12.08% | 13.11% |
| 营业利润       | 1,005  | 1,266  | 1,475  | 1,713  |
| (+/-)      | 56.14% | 26.00% | 16.56% | 16.13% |
| 归属于母公司的净利润 | 860    | 1,015  | 1,179  | 1,369  |
| (+/-)      | 52.56% | 18.03% | 16.22% | 16.09% |
| 每股收益（元）    | 1.65   | 1.95   | 2.27   | 2.63   |
| 市盈率（倍）     | 15     | 13     | 11     | 10     |

数据来源：天相投顾

**4) 金龙汽车 (600686 “增持”)**

**2010 年盈利能力稳中有升。**2010 年公司综合毛利率为 12.86%，同比上升 0.17 个百分点；期间费用率为 8.21%，同比下降 0.20 个百分点，其中管理费用率为 3.29%，同比下降 0.11 个百分点，是公司费用率下降的主要推动因素。此外，公司目前产能利用率不足 50%，我们预计随着客车销量的持续增长，公司综合毛利率有进一步上升空间。

**2011 年公司大型客车、轻型客车持续快速增长。**1 季度，国内客车（含底盘）实现销量 10.9 万辆，同比增长 15.3%。除中型客车负增长之外，大型客车、轻型客车分别增长 9.7%、21.8%。公司首季实现销量 1.5 万辆，同比增长 17%，继续领跑客车行业。其中，大型客车实现销量 4,856 辆（增长 31.85%），中型客车实现销量 3,807 辆（下滑 4.27%），轻型客车实现销量 6,332 辆（增长 22.81%）。我们预计，在城镇化进程继续推进、新能源客车推广和客运旅游业的持续景气以及“村村通”公路网络建设完成后对城乡客运需求的增加等因素的作用下，大型客车、轻型客车销量增长有望持续好于行业平均。作为国内客车行业龙头，一方面受益国内客车需求增长，另一方面受益出口持续恢复，我们维持公司 2011 年销量增长 15%以上的预测。

图表 26：金龙汽车盈利预测（单位：百万元）

|            | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 16,156 | 18,896 | 21,730 | 24,989 |
| (+/-)      | 37.25% | 16.96% | 15.00% | 15.00% |
| 营业利润       | 540    | 752    | 980    | 1,133  |
| (+/-)      | 15.99% | 19.04% | 13.31% | 0.53%  |
| 归属于母公司的净利润 | 235    | 333    | 431    | 499    |
| (+/-)      | 55.80% | 41.73% | 29.71% | 15.59% |
| 每股收益（元）    | 0.53   | 0.75   | 0.97   | 1.13   |
| 市盈率（倍）     | 19     | 14     | 11     | 9      |

数据来源：天相投顾

**6.2. 零配件板块重点公司投资要点及评级****1) 万向钱潮 (000559 “增持”)**

**840 万支等速驱动轴总成项目顺利推进。**截至 2010 年底，公司 840 万支等速驱动轴总成项目完成 32.93%，2010 年实现利润 5600 万元，预计 2013 年 4 月完全达产，可新增利润总额 3.07 亿元，增厚 EPS 约 0.21 元。

**公司存在电动车资产注入预期。**公司于 2010 年 12 月 29 日与万向集团公司、万向电动车公司签订《关于电动汽车产业的战略合作框架协议》。协议除涉及电动车本身业务外，还规定了电动车资产将有三种渠道注入公司。其一，在未来条件成熟时，万向集团公司同意可以将其持有的万向电动车公司的部分股权转让给公司；其二，由公司以增资的形式入股万向电动车公司；除此，还可能采取股权转让和增资方式相结合的方式达成这一目标。若万向电动车注入，公司将具备新能源汽车的核心技术，公司汽车零部件业务实力将进一步增强。



图表 27：万向钱潮盈利预测（单位：百万元）

|            | 2010A  | 2011E  | 2012E  | 2013E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入       | 7,820  | 8,922  | 9,862  | 10,978 |
| (+/-)      | 40.39% | 14.09% | 10.54% | 11.32% |
| 营业利润       | 473    | 615    | 724    | 869    |
| (+/-)      | 51.25% | 30.04% | 17.74% | 20.00% |
| 归属于母公司的净利润 | 426    | 501    | 584    | 698    |
| (+/-)      | 60.03% | 17.67% | 16.55% | 19.55% |
| 每股收益（元）    | 0.35   | 0.41   | 0.48   | 0.57   |
| 市盈率（倍）     | 35     | 29     | 25     | 21     |

数据来源：天相投顾

## 2) 风神股份（600469 “增持”）

毛利率同比回升，2011 年成本压力低于去年。1 季度公司综合毛利率为 15.5%，同比提高 2 个百分点。主要是由于天然橡胶价格回落和公司对产品进行了一定程度的提价。2011 年 1 季度天然橡胶价格超过 4 万元/吨之后开始回落，4 月份降至 3.5 万元/吨左右，预计 2011 年天然橡胶价格由快速上涨转变为温和上涨，公司面临的成本压力或有降低。预计 2011 年公司毛利率将同比回升。

**500 万套乘用车子午胎非募资项目顺利推进。**公司 500 万套乘用车子午胎非募资项目 2010 年底已完成 20%，预计 2011 年底投产，主要面向中高端客户，完全达产可实现年均净利润 1.46 亿元，增厚 EPS0.39 元。乘用车子午胎项目建成后，公司产品结构将更加完善，公司将形成覆盖全钢载重子午胎、全钢工程子午胎、全钢轻卡子午胎、斜交工程机械轮胎、乘用车子午胎等多种轮胎品种的产品线布局。预计公司的盈利能力继续上行。

图表 28：风神股份盈利预测（单位：百万元）

|            | 2010A   | 2011E   | 2012E  | 2013E  |
|------------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入       | 8,122   | 10,146  | 11,883 | 13,700 |
| (+/-)      | 44.45%  | 24.92%  | 17.13% | 15.29% |
| 营业利润       | 164     | 335     | 483    | 619    |
| (+/-)      | -52.88% | 104.56% | 44.32% | 28.11% |
| 归属于母公司的净利润 | 153     | 261     | 375    | 480    |
| (+/-)      | -50.77% | 70.75%  | 43.92% | 27.96% |
| 每股收益（元）    | 0.41    | 0.7     | 1      | 1.28   |
| 市盈率（倍）     | 31      | 18      | 13     | 10     |

数据来源：天相投顾

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅    |
|---|------|-------------------|
| 1 | 买入   | >15%              |
| 2 | 增持   | 5---15%           |
| 3 | 中性   | (-) 5%--- (+) 5%  |
| 4 | 减持   | (-) 5%--- (-) 15% |
| 5 | 卖出   | < (-) 15%         |

## 重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：ZX0157）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                               |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140       |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层<br>电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088           |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120           |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A<br>电话：0755-83234800 传真：0755-83234800 邮编：518041    |