

汽车

证券研究报告

证券分析师

余兵

S1060207120088
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

王德安

S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

长短期因素交织、偶然必然因素重叠

——4月汽车产销数据点评

事项:

中国汽车工业协会数据显示,2011年4月全国汽车产销分别完成153.53万辆和155.20万辆,环比分别下降16%和15%,同比分别下降1.9%和0.3%;1-4月汽车销量累计653.4万辆,同比增长6%。

平安观点:

■ 汽车产销出现自2009年2月以来27个月的首次负增长

- 商用车同比下降7.8%,环比下降14.8%,其中半挂牵引车销量同比环比下降幅度均超过34%;客货车底盘同比亦有较大下降;截至4月底,累计销量同比下降明显的行业为半挂牵引车(-24.64%)、交叉型乘用车(-6.73%)。
- 乘用车中交叉型乘用车同比下降10.5%,表现突出的行业依然为乘用车行业中的SUV、MPV,4月单月同比分别增长19%、4%;1-4月累计分别增长39%、14.7%。
- 日系车下降明显、德系车增长快:日系市场份额环比下降了3.25个百分点,同比下降了3.07个百分点。1-4月乘用车自主品牌份额同比下降2.47个百分点。
- 汽车出口复苏趋势明显:4月出口6.75万辆,同比增长70%、环比增长7%,在国产汽车产销低速增长的同时,汽车进出口呈现较快的增长。

■ 长短期因素交织、偶然性必然性因素重叠

- 长期的、必然的因素:购置税优惠等政策的退出,前两年刺激过度有所透支的行业,典型如微客,目前已经累计负增长。
- 部分城市治堵限购政策的实施的影响:以北京为代表的大城市汽车保有量接近发达国家水平,增幅原已放缓,2010年由于对限购的预期而有所透支,今后购车以结构改善为主、首次购车导致的销售增长为辅。

- **短期的偶然性因素：燃油价格的不断攀升**，对 A 型及以下家用车有暂时性影响，这部分潜在消费者对油耗关注度高。近期油价下降，燃油继续涨价的可能性不大，但油价暂时仍属于高位震荡。根据以往经验，油价在短期内上涨较多对经济型车有 1-2 个月的短期压制。
- **短期的政策扰动因素：燃油耗值准入政策的实施对物流类商用车影响明显**。4 月 1 号燃油耗值准入政策实施，使得原来处于观望状态的运营者或整车企业措手不及，未上准入目录的车型即使购买了也不能够上路。该政策带来了半挂牵引车大幅下滑，但宏观面、物流业基本面并未低迷如此，因此该政策因素有望在二季度后期开始逐渐消退。
- **偶然性突发因素：日本地震对整车供应链的影响**，4 月比 3 月影响更为明显。日系车占我国乘用车比例为 18%，为除自主品牌外第一大车系，受地震影响部分日系合资企业停产减产，导致销量下滑。此外，部分其它系别汽车亦有部分零部件采购自日本，也受到或即将受到日本地震带来的负面影响，但该因素对于不依赖于日本零部件企业供应链的车企为利好因素，如韩系车在全球的销量占有率有明显的上升趋势。
- **其它因素**：紧缩的货币政策导致汽车消费信贷萎缩。3 月底厂家压库力度较大，经销商资金面趋紧，影响了下一季度初的批发数，即中国汽车工业协会公布的销量数据。

图表 1 汽车行业 4 月销量 单位：万辆

产品类别	4 月份	1-4 月累计	环比增长	当月同比增长	同比累计增长
汽车合计	155.2	653.39	-15.12%	-0.25%	5.95%
乘用车	114.23	498.56	-15.23%	2.79%	7.55%
轿车	79.14	341.14	-13.59%	4.16%	7.86%
MPV	4	16.18	-11.15%	3.88%	14.65%
SUV	12.41	51.86	-11.92%	18.91%	38.94%
交叉型乘用车	18.68	89.38	-23.99%	-10.45%	-6.73%
商用车	40.97	154.83	-14.81%	-7.84%	1.08%
客车	3.26	12.34	-3.84%	4.04%	13.01%
货车	27.82	104.37	-14.30%	-4.16%	3.84%
半挂牵引车	2.31	9.99	-32.02%	-34.14%	-24.64%
客车非完整车辆	0.75	2.61	8.34%	-18.65%	-0.25%
货车非完整车辆	6.83	25.52	-16.16%	-13.18%	-1.35%

资料来源：中国汽车工业协会

■ 行业判断与投资建议

目前看，微车的下降属预期之内，半挂车受燃油耗值准入政策影响短期下降幅度大，但不属于行业内生性负面因素。

我们进一步下调了部分受政策刺激透支严重的子行业销量，预计全行业 2011 年销量 1936 万辆，同比增长 7.2% 左右。

考虑成本、费用上升等因素，汽车行业利润率将由 2010 年的高点（9% 左右）下滑至正常状态（7% 左右），行业利润总额同比将有一定幅度下降。

图表 2 汽车行业销量预测 单位: 万辆

产品类别	2009 年	增幅	2010 年	增幅	2011E	增幅	2012E	增幅
合计	1364	45.5%	1806	32.4%	1936	7.2%	2160	11.6%
一、乘用车	1033	52.9%	1376	33.2%	1482	7.7%	1670	12.7%
1、轿车	747	48.1%	949	27.0%	1030	8.5%	1170	13.6%
2、MPV	25	26.1%	45	78.9%	52	16.7%	60	15.4%
3、SUV	66	47.1%	133	101.3%	170	28.2%	205	20.6%
4、交叉型乘用车	195	83.4%	249	27.8%	230	-7.7%	235	2.2%
二、商用车	331	26.2%	430	29.9%	454	5.5%	490	7.9%
1、客车	35	4.0%	44	25.1%	49	10.6%	54	10.2%
大客	5	7.2%	6.9	45.9%	8.0	16.3%	9.0	12.5%
中客	8	3.6%	9.0	9.7%	10.0	11.3%	11.0	10.0%
轻客	22	3.4%	28.4	26.4%	31.0	9.0%	34.0	9.7%
2、卡车	296	29.6%	386	30.5%	405	4.9%	436	7.7%
重卡	64	17.7%	102	59.9%	110	8.1%	120	9.1%
中卡	26	24.6%	27	5.3%	27	-0.6%	28	3.7%
轻卡	156	32.7%	196	25.7%	205	4.6%	220	7.3%
微卡	51	40.0%	61	21.0%	63	2.9%	68	7.9%

资料来源: 平安证券综合研究所

整体而言, 2011 年汽车行业分化特征进一步突出, 相对看好 SUV、MPV 子行业和龙头轿车企业的表现。目前行业基本面虽然负面因素较多, 但股价对风险因素有较充分的反映, 总体估值处于较为安全的水平, 选择盈利确定的公司将获得独立行情, 我们维持对相关重点推荐公司的推荐理由。

➤ 上海汽车: 表现突出, 估值低

- ◇ 4 月销售 32.6 万辆, 同比 6.8%。其中: 上海大众销售 10 万辆, 同比增长 37.24%; 上海通用销售 9.77 万辆, 同比增长 9.15%。上汽集团 1-4 月销量同比增长 15.56%。
- ◇ 主要盈利来源上海大众、上海通用销售势头良好, 产能利用率高。新产能的投放在 2012 年, 因此 2011 年依然处于供不应求状态, 且公司对南汽部分资产处理充分, 未来有望轻装上阵。
- ◇ 维持对上海汽车盈利预测, 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.87 元、2.24 元。考虑公司汽车行业龙头地位和较强的盈利能力, 按 2011 年 15 倍 PE, 公司合理价格在 28 元左右, 维持“强烈推荐”的投资评级。

➤ 悦达投资: SUV 最佳标的、增长确定、估值低

- ◇ 东风悦达起亚 4 月销量 3.23 万辆, 同比增长 22%, 环比亦增长。
- ◇ 今年以来 SUV 行业延续了高增长势头, 悦达投资今年将有两款 SUV 产品分享行业成长, 且其产能充足、规模效应将逐步爆发。汽车业务占公司利润比例不断提高, 预计 2011 年、2012 年每股收益分别为 2.03 元、2.43 元。合理价格为 32.7 元, 维持“强烈推荐”的投资评级。

行业风险提示：行业销量增幅比预期更低；部分子行业、部分企业利润率下降幅度比预期更低

图表 3 汽车行业重点公司盈利预测与投资评级 单位：元

公司简称	EPS			PE			PB	投资建议
	2010 年	2011E	2012E	2010 年	2011E	2012E		
悦达投资	1.32	2.03	2.43	14.19	9.19	7.68	4.21	强烈推荐
上海汽车	1.49	1.87	2.24	11.49	9.13	7.62	2.23	强烈推荐
佛塑股份	0.28	0.52	0.72	50.85	27.73	19.89	6.36	强烈推荐
潍柴动力	4.07	4.91	5.77	12.18	10.10	8.59	4.06	强烈推荐
威孚高科	2.36	2.80	3.61	15.98	13.47	10.45	4.87	强烈推荐
宇通客车	1.65	2.15	2.65	13.11	10.10	8.17	4.32	强烈推荐
江淮汽车	0.90	1.28	1.51	12.31	8.66	7.36	2.51	强烈推荐
江铃汽车	1.98	2.46	2.94	12.73	10.28	8.59	3.27	推荐
万向钱潮	0.35	0.51	0.62	36.06	24.78	20.26	3.95	推荐
一汽轿车	1.14	1.37	1.77	12.80	10.69	8.29	2.64	推荐
中鼎股份	0.73	1.03	1.31	27.37	19.34	15.22	7.06	推荐
中国重汽	1.60	1.62	2.08	12.62	12.50	9.71	2.37	推荐
宗申动力	0.34	0.43	0.61	26.33	20.53	14.48	4.36	推荐
宁波华翔	0.74	0.84	1.00	17.54	15.43	13.05	2.67	推荐
银轮股份	1.31	1.75	2.61	21.56	16.08	10.78	4.21	推荐
万里扬	0.88	1.01	1.51	32.27	28.29	18.90	2.67	推荐
松芝股份	0.95	1.38	1.80	27.08	18.72	14.35	3.46	推荐
新宙邦	0.88	1.06	1.42	46.82	38.87	29.01	4.34	推荐
东风汽车	0.29	0.40	0.49	17.52	12.54	10.26	1.64	推荐
福田汽车	1.56	1.82	2.52	13.34	11.41	8.27	2.57	推荐
曙光股份	0.85	1.18	1.41	24.16	17.27	14.49	2.76	推荐
星马汽车	1.43	1.95	2.25	15.38	11.24	9.76	4.62	推荐
福耀玻璃	0.89	1.01	1.23	11.94	10.59	8.64	4.18	推荐
华域汽车	0.97	1.17	1.38	11.41	9.48	8.02	1.86	推荐
一汽富维	2.70	3.08	3.86	9.84	8.60	6.87	2.44	推荐
杉杉股份	0.29	0.60	0.95	67.97	32.85	20.75	2.37	推荐
庞大集团	1.18	1.83	2.26	29.47	18.96	15.38	3.91	推荐
力帆股份	0.40	0.68	0.85	30.74	18.28	14.44	2.44	推荐
星宇股份	0.58	0.82	1.15	35.96	25.15	18.03	2.92	推荐
长安汽车	0.75	0.83	0.92	12.92	11.75	10.61	1.77	中性
一汽夏利	0.19	0.17	0.32	40.88	43.94	24.17	3.35	中性
科力远	0.06	0.11	0.15	416.70	236.30	176.66	7.79	中性
金龙汽车	0.53	0.59	0.72	17.26	15.41	12.74	2.29	中性

资料来源：平安证券综合研究所（按 5 月 10 日收盘价计算）

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257