

2011-05-09

汽车和汽车零部件

维持

增持

4 月销量不乐观 行业处于黎明前黑暗

◇ 报告起因：周报 2011/5/2-2011/5/8

本周 WIND 汽车与配件指数下跌 4.15%，同期上证指数下跌 1.64%，汽车行业跑输上证指数 2.51 个百分点。

涨幅较大的股票以受益于原油价格回调的轮胎股为主：风神股份上涨 15.07%；成飞集成上涨 7.67%；黔轮胎 A 上涨 7.35%；万丰奥威上涨 6.97%；*ST 金杯上涨 6.84%。

主流品种跌幅都比较大：江铃汽车下跌 11.24%；江淮汽车下跌 6.61%；一汽富维下跌 6.54%；上海汽车下跌 5.98%；宇通客车下跌 5.19%；威孚高科下跌 3.99%。

近期汽车股走势较弱主要原因是：1 季报反应出的汽车需求和成本的变动对利润的影响超出此前预期；对未来几个月汽车销量的担忧；担忧原材料价格、成品油价格上涨。

◆已公布数据显示 4 月份汽车销量不乐观

上海汽车（600104）4 月份销售汽车 32.6 万辆，同比增长 6.96%，3 月份同比增长为 6.1%；宇通客车（600066）4 月份销售客车 3360 辆，同比仅增长 0.3%，3 月份同比增长 28.4%；东风汽车（600006）4 月份销售汽车 2.98 万辆，同比增长 0.6%，3 月份同比增长 2.94%；江淮汽车（600418）4 月份汽车销量同比增长 1.13%，而 3 月份同比增长 16.1%；江铃汽车（000550）4 月份汽车销量同比增长 10%，而 3 月份销量同比增长 30.3%。

从上述公司公告的数据来看，仅上海汽车一家公司 4 月份销量增速略高于 3 月份，其余公司均出现大幅下滑，但基本上都处于正值，而汽车行业 3 月份销量增速为 5.4%，基本可以断定 4 月份汽车销量增速将低于 3 月。不考虑汽车优惠政策因素，因为政策为短期不可变化因素，我们认为近期汽车需求低迷的主要原因有：（1）力度不断加大的宏观经济调控，影响经济生活方方面面，不论是作为消费品的乘用车还是作为物流运输、客运等生产用途的商用车需求均受到了影响；（2）不断上调的成本品价格降低了消费者购车愿望。

◆行业趋势性机会条件：通胀见顶 宏观经济调控政策放松

从短期看，如果要汽车需求明显改善，前提将是宏观经济调控政策有所放松，而政策放松的前提将是通胀水平得到有效控制。从目前市场谱表预期来看，6 月份通胀水平有望见顶，届时汽车成本压力将有所缓解，同时汽车需求将出现明显上升。

◆低估值中高端轿车、中高端物流用车是首选

中高端轿车主要受益于居民收入增长的财富效应以及更新需求的增加，4 月份中高端轿车企业销量明显好于行业，上海大众销量同比增长 37.2%；上海通用销量同比增长 9.2%，中高端轿车板块重点关注悦达投资、上海汽车。以高端轻卡和高端轻客为代表的中高端物流用车直接受益于物流用车更新升级，该板块重点推荐江铃汽车。

近期推荐组合：悦达投资、上海汽车、江铃汽车、华域汽车、潍柴动力。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			10A	11E	12E	
600805	悦达投资	18.40	1.32	2.20	2.80	买入
600104	上海汽车	17.10	1.49	1.77	2.23	买入
000550	江铃汽车	25.40	1.98	2.43	3.11	买入
600741	华域汽车	11.11	0.97	1.24	1.54	买入
000338	潍柴动力	47.85	4.07	4.90	5.77	买入

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

汽车行业高级分析师：

于特：（执业证书编号：S0930510120015）

电话：021-22169158

yute@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



相关报告：

- 通胀越高越买 首选低估值龙头2011-04-15
- 日系车企减产将引爆轿车股行情 2011-04-9
- 2011 汽车两大牛股：江铃+悦达 2011-04-2
- 依旧看好轿车 首推悦达投资2011-03-25
- 3 月销量将反弹 轿车股机会显著2011-03-21
- 后政策时代汽车行业的结构性机会2011-01-19
- 政策的最后一击 买点出现 2010-12-24
- 北京限制措施不改行业基本趋势 2010-12-08

本周市场表现

本周 WIND 汽车与配件指数下跌 4.15%，同期上证指数下跌 1.64%，汽车行业跑输上证指数 2.51 个百分点。

涨幅居前的个股有：风神股份（600469）上涨 15.07%；成飞集成（002190）上涨 7.67%；黔轮胎 A（000589）上涨 7.35%；万丰奥威（002085）上涨 6.97%；*ST 金杯（600609）上涨 6.84%。

跌幅居前的个股有：江铃汽车（000550）下跌 11.24%；东风科技（600081）下跌 11%；江淮汽车（600418）下跌 6.61%；一汽富维（600742）下跌 6.54%；上海汽车（600104）下跌 5.98%；宇通客车（600066）下跌 5.19%；威孚高科（000581）下跌 3.99%。

涨幅较大的股票以受益于原油价格回调的轮胎股为主，而汽车板块主流品种跌幅都比较大。近期汽车股跌幅较大的主要原因是一季报反应出的汽车需求和成本的变动对利润的影响超出市场预期。

图表 1 汽车行业上周市场表现

简称	最新日期	涨跌幅（%）					
		最新	本周	本月	本年	近三月	近一年
汽车与汽车零部件指数	2011-05-06	0.60	-2.82	-2.82	2.26	-1.75	9.48
汽车零部件指数	2011-05-06	0.65	-0.79	-0.79	-1.94	-2.05	10.34
汽车指数	2011-05-06	0.57	-4.15	-4.15	5.25	-1.55	8.78
上证综合指数	2011-05-06	-0.30	-1.64	-1.64	1.99	2.32	0.24

资料来源：光大证券研究所

本周公司跟踪

宇通客车（600066）：1-4月份销量增长10.35%

2011 年 1-4 月公司销售汽车 1.14 万辆，同比增长 10.35%，其中大型销售 5316 辆，同比增长 18.9%；中型销售 5232 辆，同比增长 8.28%；轻型销售 890 辆，同比下降 16.2%。4 月份公司销售汽车 3360 辆，与上年同期 3351 辆基本持平。

东风汽车（600006）：4月份汽车销量同比增长0.6%

4 月份公司销售汽车 2.98 万辆，同比增长 0.6%，其中轻型车 1.99 万辆，同比下降 7.2%；SUV、MPV 及皮卡销售 9950 辆，同比增长 21.1%。4 月份公司销售发动机 2.34 万辆，同比增长 13.5%。

1-4 月份公司累计销售汽车 11.12 万辆，同比增长 12.6%，其中轻型车 7.22 万辆，同比增长 3.27%；SUV、MPV 及皮卡销售 3.9 万辆，同比增长 35.15%。1-4 月份销售发动机 9.38 万辆，同比增长 21.03%。

江淮汽车（600418）：4月份汽车销量同比增长1.13%

4 月份公司销售汽车 4.5 万辆，同比增长 1.13%，其中轿车销售 1.21 万辆，同比增长 13.67%；MPV 销售 4878 辆，同比下降 9.63%；SRV 销售 962 辆，同比下降 44.1%；轻卡销售 2.17 万辆，同比增长 1.89%；重卡销售 3398 辆，同比增长 20.28%；底盘 2007 台，同比下降 24.46%。

4 月份公司出口汽车 6008 辆，同比增长 193.36%。

1-4 月份公司合计销售汽车 19.35 万辆，同比增长 12.91%；其中轿车 5.87 万辆，同比增长 22.13%；MPV 销售 2.5 万辆，同比增长 5.08%；SRV 销售 6201 辆，同比下降 15.98%；轻卡销售 8.38 万辆，同比增长 8.95%；重卡销售 1.19 万辆，同比增长 47.31%；底盘销售 7996 辆，同比增长 10.55%。其中出口 2.05 万辆，同比增长 207.39%。

江铃汽车（000550）：4 月份汽车销量同比增长 10%

4 月份公司销售汽车 1.78 万辆，同比增长 10%；其中福特品牌商用车销售 5017 辆，同比增长 6.2%，JMC 品牌卡车销售 6381 辆，同比下降 3.4%；JMC 品牌皮卡及 SUV 销售 6449 辆，同比增长 31.6%。

1-4 月份公司销售汽车 7.33 万辆，同比增长 27.4%；其中福特品牌商用车销售 2.07 万辆，同比增长 28.3%；JMC 品牌卡车销售 2.71 万辆，同比增长 24%；JMC 品牌皮卡及 SUV 销售 2.54 万辆，同比增长 30.4%。

本周行业新闻动态

奇瑞4月出口12521辆 同比增长133.78%

上月，在上海车展期间，奇瑞正式宣布累计出口达到 50 万辆，国际化跨入新阶段。4 月份出口再传捷报，据最新统计信息，4 月份，奇瑞汽车共出口 12521 辆，同比增长 133.78%，创下近三年来的新高，继续保持高速增长势头，为完成全年 12 万辆的出口目标奠定了坚实基础。

数据显示，4 月份，奇瑞出口销量中，瑞虎继续保持强劲的势头，以 3933 辆的成绩位居榜首；奇瑞 qq 以 3351 的销量退居次席；A1 和 A3 出口量继续稳步攀升。从出口产品结构上可以看出，奇瑞近年来已经不再以低价产品参与全球市场竞争，瑞虎、A3 等中端产品的市场份额在不断增加，出口效益进一步提升，同时也提升了中系汽车在国际市场的整体品牌形象。

北京核心区首座市电动汽车充电站发电

首都核心区第一座电动汽车充电站在西城区西直门桥完成发电工作，实现了核心区电动汽车充电站零的突破。该充电站系北京市市政环卫电动汽车分布式充电站，站区场地东西长 54.8 米、南北宽 13.5 米，该地预计安装 14kW 交流充电桩 5 个，可同时为 10 辆 2 吨环卫电动汽车进行充电，预计最大负荷约为 50kW。该充电站的设立不仅有效发挥了电网资源优化配置能力，更有效满足了市政环卫部门对电动汽车能源供给配套设施的需求。

丰田汽车4月在华销量下跌23.5%

日本汽车制造商丰田汽车公司（Toyota Motor Corp.）2011 年 4 月份在华新车销量为 48700 辆，较去年同期下跌 23.5%。丰田汽车（中国）有限公司表示，由于 3.11 特大地震和海啸灾害造成汽车零部件供应停滞，致使该公司汽车组装面临困难。

就此，丰田公司表示，该公司正在执行选购替代零部件等方案，以期尽快将产能恢复至震前水平。

2011 年 4 月下旬，丰田汽车公司宣布，在 6 月 3 日以前，丰田所有在华整车工厂的开工率将下调至平时的 50%，而在极端情况下更有可能下调至 30%。

据悉，该公司 4 月在美销量为 17.6 万辆，环比下跌 9.5%，同比小幅上涨 1.4%。

此外,据其他日本媒体报道称,预计该公司 2011 年在全球范围内的汽车产量将总计减产 80 万辆,而这或会导致其全年产量不足 700 万辆,大大低于该公司早前预期。此前,该公司预期,其 2011 年的全球汽车产量将为 770 万辆。

4月通用汽车中国市场销量下跌4.6%

美国通用汽车公司日前表示,该公司 2011 年 4 月份在中国市场共计售出了 20.34 万辆汽车,相比于去年同期下降了 4.6%。

据统计,2011 年 1-4 月,通用汽车公司在中国市场的汽车销量为 88.90 万辆,相比于去年同期增长了 6.3%。通用位于中国的合资公司上海通用 4 月份销量增长了 7.4%,至 9.62 万辆,同期通用上汽五菱的汽车销量为 10.03 万辆。

起亚汽车第一季度销量达56.5万辆 创历史新高

韩联社首尔 4 月 25 日报道,起亚汽车今年第一季度在全球市场销售量达 56.5355 万辆,比去年同期增加 20.2%,以单一季度为准创下了历史新高,其中内销和海外销量分别达 12.5631 万辆和 43.9724 万辆。

按地区来看,在北美地区销量最多,达 11.7087 万辆,同比大幅增长 35.3,在欧洲(包括东欧)和中国销量分别为 10.1921 万辆和 9.5451 万辆。此外,起亚汽车全球市场份额从 2007 年至 2010 年分别为 1.9%、2.1%、2.6%和 2.9%。

一季度北京市汽车销售9.3万辆 同比降67.1%

一季度北京市汽车销售 9.3 万辆,同比下降 67.1%。其中新车 6.1 万辆,下降 65.5%,旧车 3.2 万辆,下降 69.8%,机动车过快增长势头得到遏制。据估计,北京市因限购政策,汽车销售额将减少 600 亿至 1000 亿元。

本周重点报告

万里扬：行业增速放缓，成本压力上升

◆业绩低于预期，2011 年一季度净利润同比下降 5.3%

公司 2011 年一季度实现销售收入 2.43 亿元,同比增长 7.4%;归属上市公司股东净利润 3,410 万元,同比下降 5.3%;每股收益(全面摊薄)0.20 元,上年同期同口径 EPS 为 0.21 元。业绩低于我们此前预期。

公司预计 2011 年上半年归属上市公司股东净利润增速为-30%~10%,去年同期为 9,185 万元,则公司上半年净利润的区间为 6,430~10,104 万元,折合每股收益 0.38~0.59 元。

◆原材料和人工成本压力上升,毛利率由 2010 年的 26.5%下滑至 22.1% 由于变速器的齿轮、轴和轴承的原材料为结构钢,同步器中同步环的材料多以铜基合金为主,箱体一般为铸铁件和铝合金件,因此对于变速器企业而言,钢材和生铁价格的变化对成本的影响最大,此外黄铜和铝合金的价格变化也会对变速器的成本造成一定影响。今年以来钢材价格的上涨和人工成本的上升使得公司毛利率由 2010 年的 26.5%下滑至 22.1%,直接导致公司净利率由 2010 年的 18.2%下滑至 14.0%。

◆行业增速放缓，公司难以向下传递成本压力

公司 85%以上的营业收入来自于中卡变速器和轻卡变速器,是国内中卡变速器市场的龙头企业。今年一季度国内中卡销量同比下降 0.7%,轻卡销量同比增长 3.8%,而去年同期的增速分别为 28.7%和 45.4%。公司今年一季度营业收入仍保持了 7.4%的增长,高于一季度国内中卡和轻卡销量增速,表明公司市场份额略有上升;但行业增速的下滑降低了整车企业的盈利能力,也使得公司在与整车客户谈判价格时难度增大,难

以将成本压力向下传递。

◆下调盈利预测，调降至“增持”评级

考虑到今年原油和钢材等原材料价格可能仍将高企，而公司新增设备将逐渐开始计提折旧，我们下调公司 2011~2013 年 EPS 分别至 1.04/1.40/1.89，以 2010 年为基期未来三年 CAGR 为 28.8%。给予公司目标价 31.20 元，对应 2011 年 30 倍 PE。我们仍然维持之前的逻辑：公司所处的商用车变速器行业进入门槛高，竞争对手有限，而公司重卡变速器业务一旦取得突破，将为公司业绩带来巨大弹性。

福田汽车：原材料弹性充分显现

公司 1 季度实现营业收入 147 亿元，同比增长 6%；利润总额 5.2 亿元，同比下降 15.5%；归属于母公司所有者净利润为 4.4 亿元，同比下降 15.9%；实现基本每股收益 0.41 元。公司 1 季度表现基本符合我们的预期。

◆公司营业收入增长主要得益于重卡策略转变

公司 1 季度实现汽车销量 17.9 万辆，同比增长 0.3%，其中轻卡 13.7 万辆，同比下降 1.1%；重卡 3.2 万辆，同比增长 15%；轻客 6220 辆，同比下降 5.3%；大中客车销量 641 辆，同比下降 47%；其他销售 3153 辆，同比下降 28.9%。公司 1 季度营业收入实现增长，主要是由于单价较高的重卡比重上升。1 季度，公司根据市场需求变动，积极调整产品结构，加大工程自卸车市场投放力度，使公司重卡实现 15% 的销量增长，而重卡行业同期仅增长 8.7%。

◆原材料上涨导致毛利率下滑 加强成本控制三项费用率下降

公司 1 季度综合毛利率为 9.11%，同比大幅下滑 3.77 个百分点，其主要原因是橡胶、有色金属、钢材等原材料价格上涨。同时，公司加大成本控制力度，销售费用率为 2.73%，同比下降 0.86 个百分点；管理费用率为 2.51%，同比下降 1.86 个百分点，财务费用率为 0.17%，同比上升 0.15 个百分点；三项费用率合计下降 2.57 个百分点。

◆2011 年重卡仍是公司的主要关注点

公司重卡、轻卡占销量 95% 左右，也是收入和利润的主要来源。由于 2011 年汽车下乡、以旧换新政策取消，轻卡业务很难有突出表现。而公司 2010 年销售重卡 10.4 万辆，同比增长 23.4%，远低于重卡行业 60% 这一增速，其中重要原因是产能有限，客户订单等待时间较长，2011 年公司重卡二厂产能投放之后，产能瓶颈解决，重卡有望超预期增长，预计 2011 年增长 20% 左右。

◆公司原材料弹性较大

以 2010 年公司汽车销量估计，公司直接采购钢材 34.5 万吨，如果钢材价格上涨 1000 元，公司原材料成本上升 3.45 亿元，EPS 下降 0.33 元。如果考虑橡胶、有色金属、塑料等价格的变动，公司的业绩的原材料弹性更大。

◆投资建议

我们认为，新能源客车占公司收入比重仅为 3%，较难给公司业绩带来大幅提升；轻卡业务受到政策调整影响，短期难以有突出表现，但公司重卡存在超预期的可能，给予“增持”评级。投资风险：公司产品原材料弹性大，关注原材料成本变动。

上海汽车：销量增长+产能利用率提高驱动业绩提升

公司 1 季度实现营业收入 967 亿元，同比增长 54%；投资收益 27.3 亿元，同比增长 23.9%；利润总额 95.5 亿元，同比增长 73.3%；归属于母公司所有者净利润 45 亿元，同比增长 56.5%；实现基本每股收益 0.49 元，此前市场预期为 0.40 元。

◆营业收入大幅增长 毛利率有所上升

1 季度公司营业收入大幅增长 54%，主要原因是上海通用 1 季度销量增

长 33%，另一方面是上海通用 2010 年 2 月份开始合并报表，基数较低。1 季度公司综合毛利率达到 20.5%，同比上升 1.8 个百分点，环比上升 1.1 个百分点，扣除非经常性损益的净利率达到 1.83%，同比上升 0.76 个百分点，环比上升 0.26 个百分点，我们认为主要原因是：（1）上海通用销量大幅增长，产能利用率提升，带动毛利率、净利率提升；（2）自主品牌销量增加，亏损减少，盈利水平提升，1 季度自主品牌销售 4.5 万辆，同比增长 18.8%，如果年产销达到 23 万台，自主品牌将实现扣除研发费用盈亏平衡，如果年销量达到 25 万台，则完全实现盈亏平衡。

◆上海大众带动公司投资收益增长

1 季度投资收益为 27.3 亿元，其中合营企业和联营企业贡献 24.5 亿元，同比增长 18%。为公司贡献投资收益的子公司主要有：上海大众、联合电子、上汽依维柯商用车、南京依维柯，其中上海大众、联合电子贡献其中 95% 左右。1 季度上海大众销售汽车 28.7 万辆，同比增长 32.6%，直接拉动公司投资收益的增长；而联合电子同国内乘用车行业相关度较高，因此随着乘用车整体增速的回落，利润贡献增速有所放缓。

◆公司主要看点：多款新车+产能利用率提升

公司利润的主要贡献者上海大众、上海通用 2011 年有多款新车上市：上海大众有新帕萨特、新 POLO、新晶锐；雪佛兰有新乐风、新乐骋，雪佛兰科帕奇 SUV 国产，B+级车型“迈锐宝”。

上海通用、上海大众产能利用率已经接近极限，随着产能利用率的上升，盈利能力还将进一步提升。上海通用的标准产能 74 万辆，最多可以生产 133 万辆，2010 年产量已经达到 104 万辆；上海大众的产能会更紧张，现在按照 2 班一天 16 个小时计算，全年 300 天产能 97 万辆，2010 年产量达到 100 万。

◆投资建议 上海大众、上海通用为代表的中高级乘用车企业受益于居民财富效应以及汽车更新需求的增长；两家子公司 2011 年有多款新车推出，同时产能利用率还将上升，盈利能力进一步提升，我们继续看好公司。

星宇股份：客户结构进一步优化，毛利率创历史新高

◆一季度全面摊薄 EPS 为 0.20 元，业绩符合预期：

公司 2011 年一季度实现销售收入 2.85 亿元，同比增长 59.8%；实现利润总额 5,575 万元，同比增长 57.9%；归属上市公司股东净利润 4,666 万元，同比增长 56.3%；每股收益（全面摊薄）0.20 元，上年同期为 0.17 元。业绩符合我们此前预期。

◆客户结构进一步优化，期盼华南地区销售实现突破

公司 2010 年年报显示，公司前五大客户营业收入占比由 2009 年的 68.9% 小幅下降至 66.2%，但其中奇瑞所占比重由 35.1% 大幅下降至 24.5%，南北大众合计占比由 23.7% 上升至 34.9%，此外天津一汽丰田占比由 0% 升至 6.8%，即合资品牌占公司营业收入的比重提升至 40% 以上。

我们认为，公司在 2 年时间内将合资品牌在营业收入中的占比由 15% 左右大幅提升至 40% 以上，一方面说明公司过去 2 年内抓管理、外拓市场的努力得到了合资品牌客户的认可，另一方面也为公司未来在合资品牌配套市场上进一步挤占小系车灯、湖北法雷奥等外资零部件巨头的市场份额奠定了良好的基础。此外，公司 2010 年华南地区营业收入大幅增长 1497% 至 3178 万元，我们认为随着日本大地震后日系车企加大从国内零部件供应商本地采购的力度，公司今明两年有望在广汽本田和东风日产等日系品牌上寻找到新的突破。

◆大灯比重上升和锁定原材料成本推动毛利率创历史新高

公司一季报毛利率达到创纪录的 32.7%，较 2010 年 28.4% 提升 4.3 个百分点。我们认为，毛利率的提高一方面受益于公司从 2010 年底陆续投产卡罗拉和途观等车型的大灯产品，而大灯的毛利率在 35% 以上，远高于小灯 20% 左右的毛利率；另一方面，如我们在 3 月 16 日报告所述，塑料粒子是公司最为重要的原材料，其采购成本约占公司营业收入的

70%，而公司在 2010 年 10 月与供应商签订的年度采购合同有效规避了近期原油价格上涨带来的原材料成本冲击。

◆维持此前盈利预测与“买入”评级

考虑到油价上涨和日本大地震对今年乘用车销量增速的影响，我们将公司全年的营业收入由此前的 13.83 亿元下调至 12.79 亿元；但考虑到公司盈利能力的提升、客户结构的优化和一季报中包含由于公司上市而产生的诸多一次性费用，我们维持此前的盈利预测与“买入”评级。

江铃汽车：1 季度业绩低于预期为那般？

1 季度公司实现营业收入 47.3 亿元，同比增长 32.6%；归属于上市公司股东净利润为 5.5 亿元，同比增长 10.7%；基本每股收益 0.63 元，上年同期为 0.57 元。公司的 EPS 显著低于市场此前预期的 0.7 元。

◆毛利率大幅下滑令人费解 或为福特增持铺路

1 季度综合毛利率为 23.3%，同比下降 3 个百分点，下降的主要原因是：（1）橡胶、有色金属、钢材等原材料价格上涨，其中涨幅较大的是橡胶制品轮胎；（2）车间工人工资大幅上涨 20%；（3）终端产品价格调账，例如全顺 15 座以上车型价格下调 1 万元左右。

公司目前毛利率水平与 2008 年下半年水平相当，2008 年 3 季度、4 季度的毛利率水平为 23.7%和 22.6%，这实在让人费解。众所周知，汽车企业盈利能力最关键因素是需求，其次为成本。今年 1 季度公司汽车销量增速为 34%，2008 年第三季度和第四季度增速为-3%和-21%，1 季度终端需求情况明显好于 2008 年下半年，价格方面也会比较坚挺；从成本上来看，2008 年第三季度和第四季度正在消化上半年的原材料库存，成本上并不比今年 1 季度有优势。

今年初福特亚太总裁称要增持江铃股权并且在南昌建立乘用车基地。我们认为以目前的情况来看，增持不外乎几种方案：（1）A、B 股二级市场购买；（2）第一大股东向福特转让；（3）公司向福特定向增发。但无论哪种方案最终都会以二级市场价格为准。因此，我们推断：此次公司业绩明显低于预期或与福特增持有关。

◆城建税和教育费附加影响 EPS5 分钱 三项费用下降明显

营业税金及附加大幅增加，1 季度营业税金及附加占营业收入比重达到 2.82%，最近几年这一指标维持在 1.7%左右，本季度大幅上升我们认为主要是中外合资企业城建税和教育费附加的缴纳。粗略估计，城建税和教育费附加影响公司税前利润 5000 万元左右，影响 EPS 约 5 分钱。随着公司新建基地设备采购的增加，相关增值税进项税额会增加，城建税和教育费附加费会有所降低。

一季度公司三项费用率为 6.4%，同比下降 1.9 个百分点。最近几年公司费用率呈现明显下降趋势，体现出公司良好的经营管理能力。

◆投资建议

公司未来的主要看点：（1）轻卡、轻客高端化，当前中高端轻卡市场占有率仅为 8%左右，中高端轻客市场占有率 30%左右，均有大幅上升空间；（2）福特战略在积极转变，将为公司增长带来期望；（3）驭胜 SUV4 月份开始铺货，年内开始贡献利润；（4）公司治理结构完善，营销、质量控制优秀。我们持续看好公司未来的发展前景，依然认为公司是最具潜力的整车公司之一。考虑到 1 季度业绩情况，我们下调公司 2011 年、2012 年盈利预测至 2.43/3.11 元，原预测为 2.65/3.35 元。

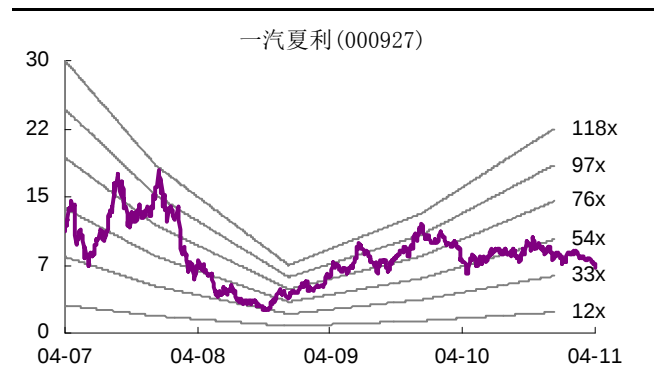
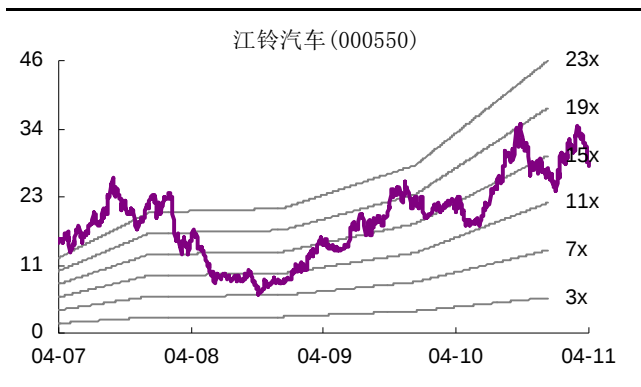
行业重点上市公司评级与估值指标

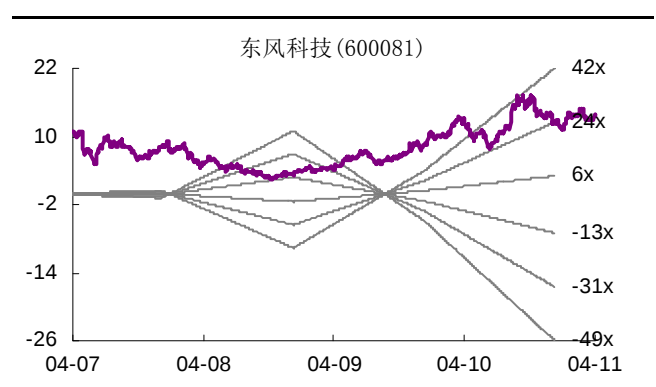
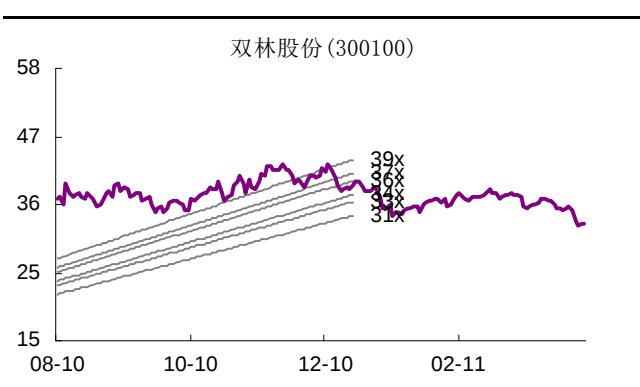
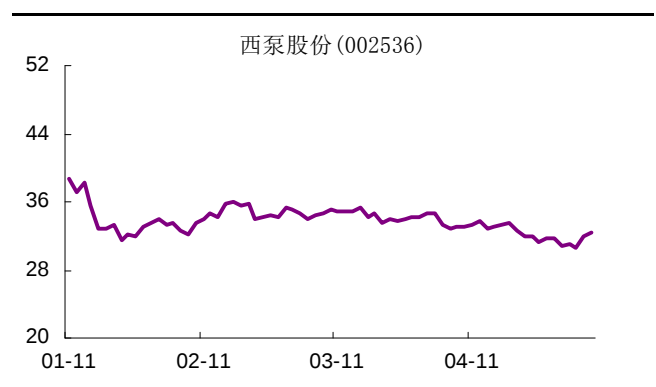
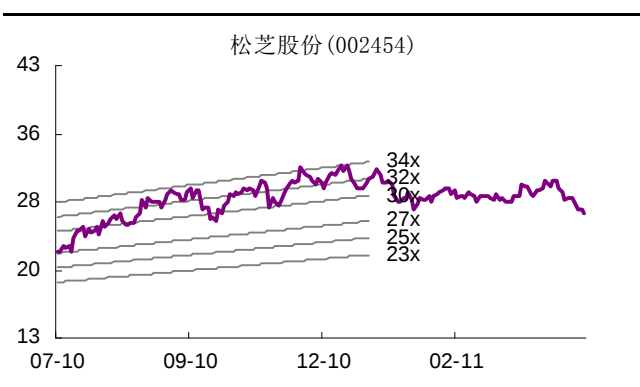
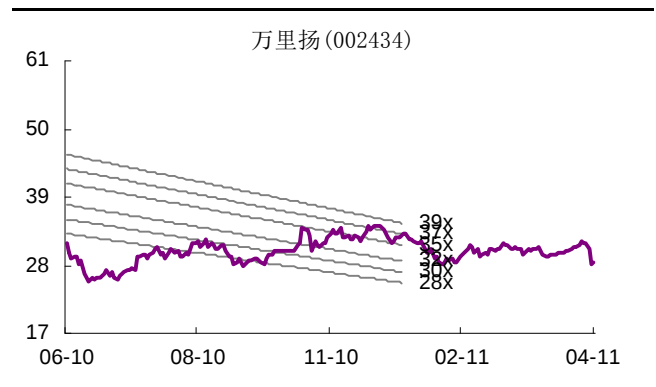
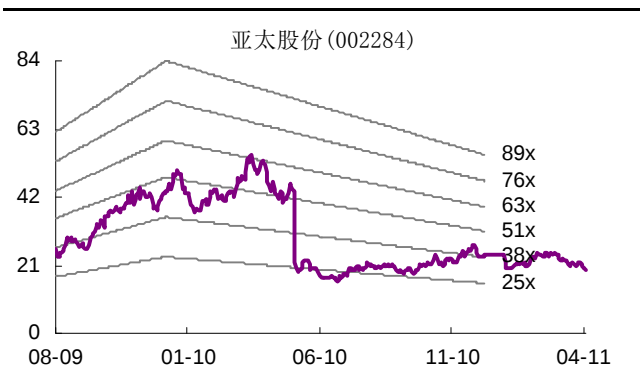
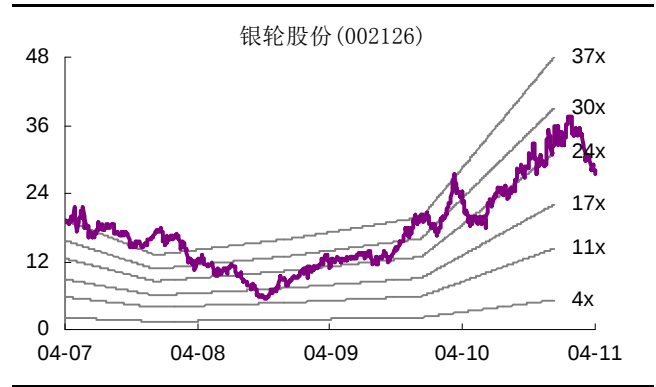
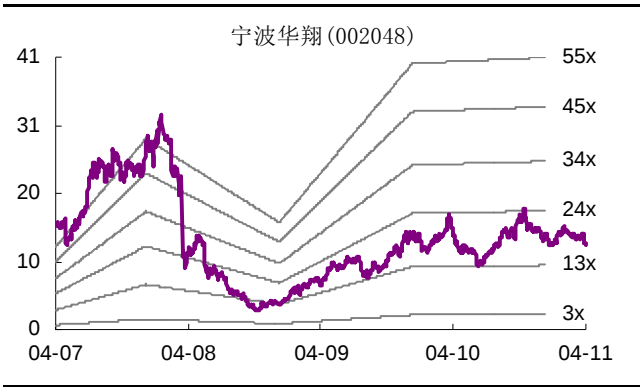
证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	上次	本次
600805	悦达投资	544	18.40	33.00	1.32	2.20	2.80	14.0	8.4	6.6	4.57	3.06	2.14	买入	买入
600104	上海汽车	8521	17.10	26.55	1.49	1.77	2.23	11.5	9.7	7.7	2.39	1.96	1.60	买入	买入

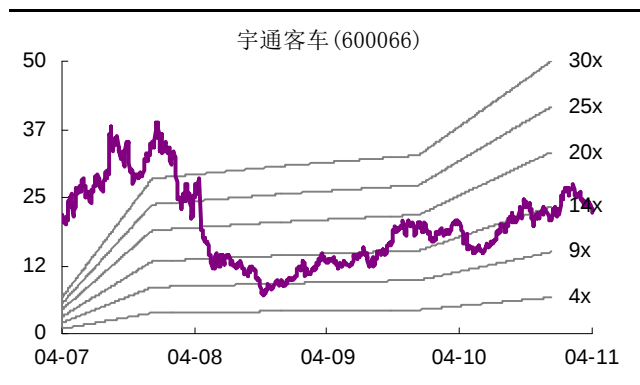
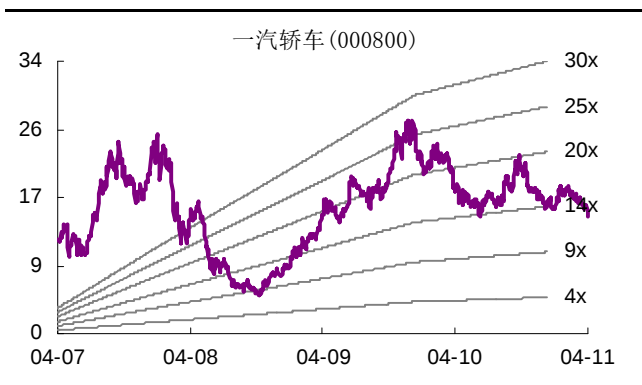
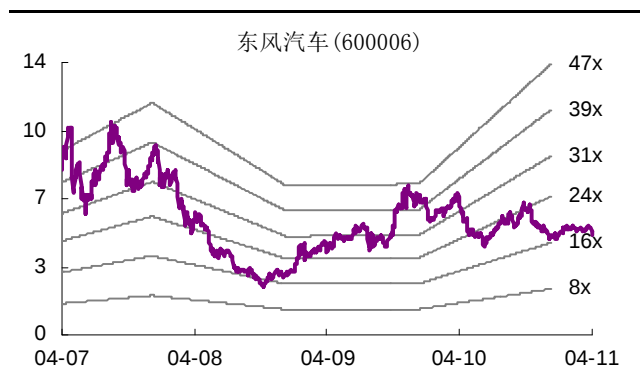
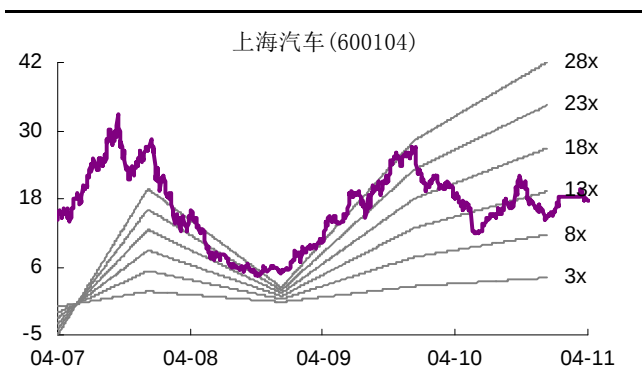
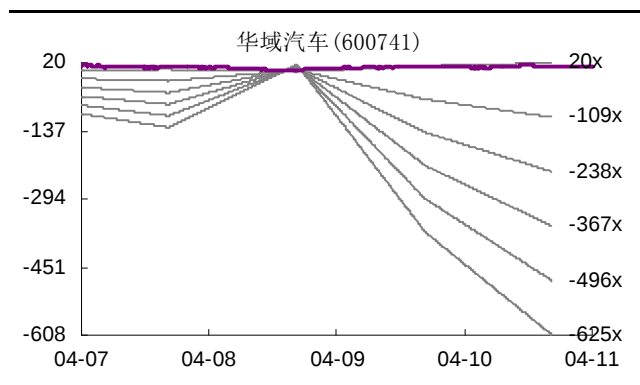
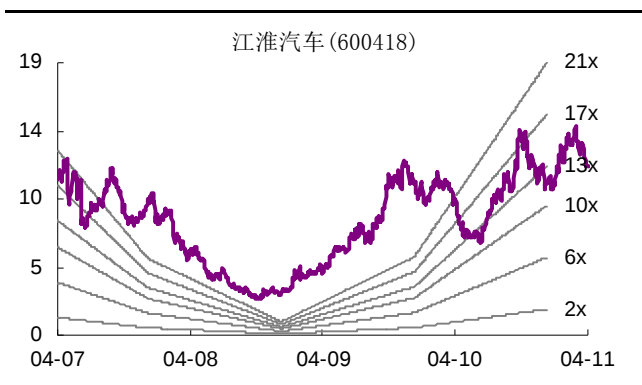
000550	江铃汽车	516	25.40	43.73	1.98	2.43	3.11	12.8	10.5	8.2	3.58	2.91	2.34	买入	买入
000338	潍柴动力	691	47.85	73.00	4.07	4.90	5.77	11.8	9.8	8.3	4.31	3.07	2.37	买入	买入
600741	华域汽车	1473	11.11	18.60	0.97	1.24	1.54	11.4	8.9	7.2	1.98	1.62	1.43	买入	买入
000927	一汽夏利	1595	7.26	9.00	0.19	0.41	0.52	38.6	17.7	14.1	3.21	2.70	2.38		增持
002048	宁波华翔	497	12.44	22.00	0.74	1.10	1.38	16.8	11.3	9.0	2.67	2.22	1.84	买入	买入
002126	银轮股份	116	27.91	43.20	1.00	1.60	2.37	27.8	17.4	11.8	5.68	3.70	2.98		买入
002284	亚太股份	66	20.37	30.60	0.62	1.02	1.35	32.9	20.0	15.1	4.01	3.38	2.84	增持	增持
002434	万里扬	43	27.51	31.20	0.88	1.04	1.40	31.1	26.4	19.7	2.62	2.43	2.21	买入	增持
002454	松芝股份	60	25.71	36.75	0.95	1.23	1.53	27.0	21.0	16.8	3.57	3.05	2.69	买入	买入
300100	双林股份	24	32.31	44.70	1.11	1.50	2.01	29.0	21.6	16.1	3.79	3.20	2.70	增持	增持
600081	东风科技	314	11.98	22.50	0.52	0.90	1.09	22.9	13.3	11.0	7.16	4.99	3.80	增持	买入
600418	江淮汽车	1073	11.13	16.38	0.90	1.14	1.35	12.3	9.8	8.2	2.67	2.22	1.85	买入	买入
600006	东风汽车	2000	4.97	6.00	0.29	0.40	0.51	17.4	12.6	9.8	1.69	1.54	1.38	增持	增持
000800	一汽轿车	1412	14.45	23.40	1.14	1.88	2.16	12.6	7.7	6.7	2.72	2.04	1.71		买入
600066	宇通客车	520	21.60	21.75	1.65	1.64	1.85	13.1	13.2	11.7	4.52	3.91	3.30		增持
600660	福耀玻璃	1863	10.53	13.16	0.89	0.94	1.05	11.8	11.3	10.1	3.61	3.21	2.80	增持	增持
600166	福田汽车	603	19.68	22.75	1.56	1.75	2.00	12.6	11.2	9.9	2.58	2.16	1.83	增持	增持
000951	中国重汽	274	19.83	31.05	1.60	2.07	2.58	12.4	9.6	7.7	2.39	1.96	1.60	增持	增持

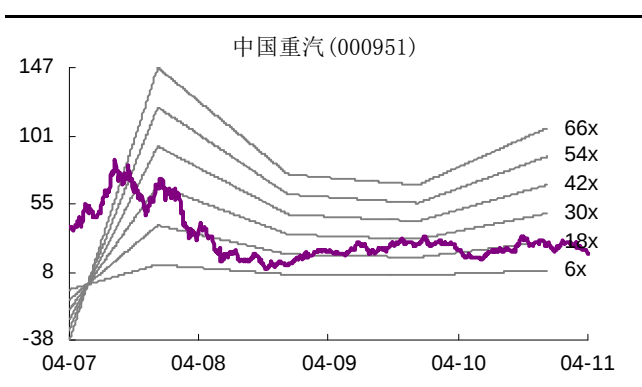
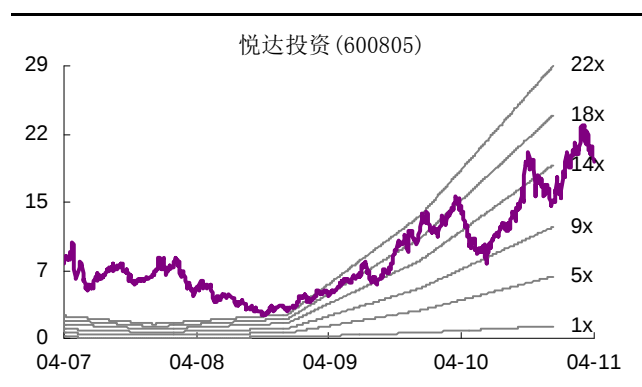
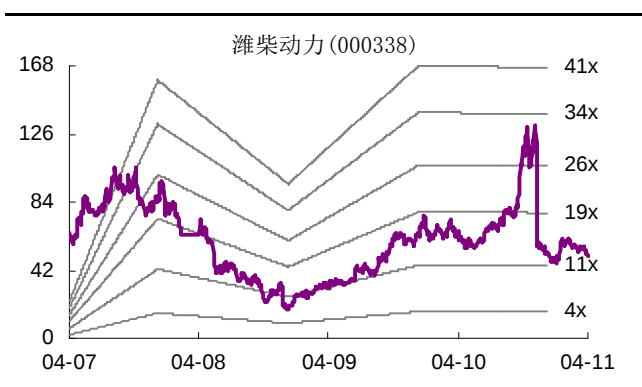
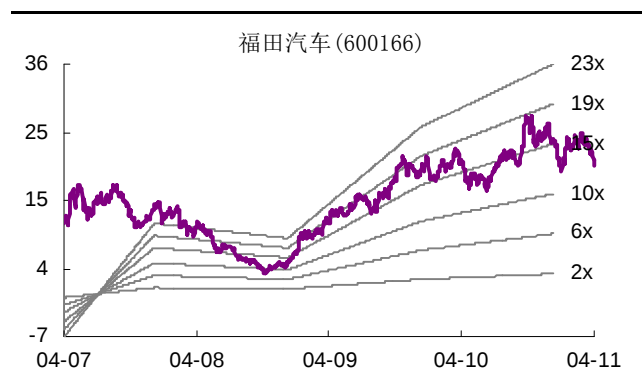
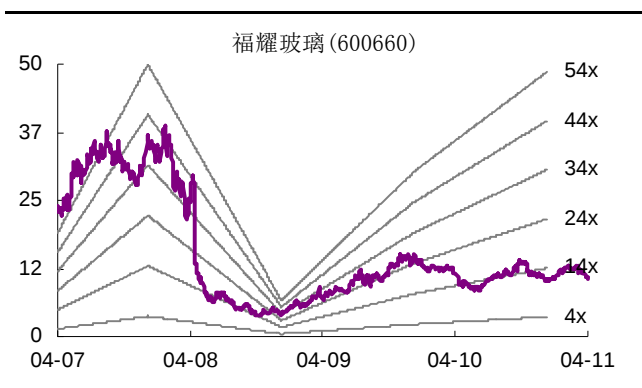
资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图









资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

于特，北京大学金融学硕士，3 年汽车行业上市公司工作经历，4 年汽车行业研究经验。

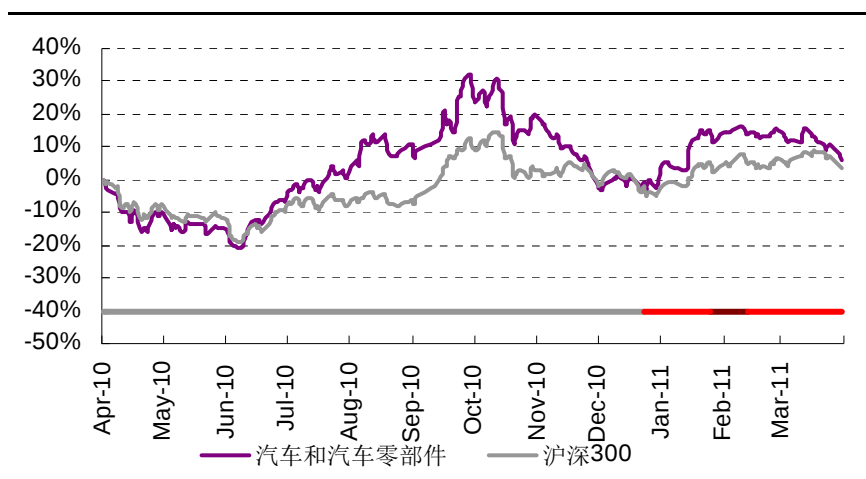
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本证券研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

汽车和汽车零部件

分析师：于特



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2011-01-19	增持
2011-02-21	买入
2011-03-11	增持
2011-03-21	增持
2011-03-28	增持
2011-04-04	增持
2011-04-10	增持
2011-04-11	增持
2011-04-12	增持
2011-04-17	增持

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本证券研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。