

何须待零落，然后始知空

——汽车行业 5 月报

报告发布时间：2011 年 5 月 18 日


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点

- 4 月，汽车市场延续了 3 月的低迷态势，汽车产销出现自 2009 年 2 月以来 27 个月的首次负增长，也是金融危机以来我国汽车工业恢复增长后的首次负增长，景气出现快速回落。
- 细分行业泥沙俱下，SUV 一枝独秀。同比上年 4 月，各细分行业增速回落显著，仅 SUV 实现约 19% 的同比增长，轻客、MPV、轿车、中卡等增速仅为个位数，而中客、微卡、大客、微客的同比降幅都超过了 10%。整体而言，乘用车表现略好于商用车。
- 根据我们对行业 2000 年以来的产销量统计，目前汽车行业整车厂商环节的库存约 30 万台，库存销售比接近 20%，处于历史的相对高位。根据对汽车行业销量增速与库存销售比的相关性分析，可得两者的相关系数为 -0.30，呈负相关特征，可见二者是此消彼长的关系。考虑到一季度末冲量导致经销商环节存货压力的增加，二季度行业上下游都存在“去库存”的压力，这可能会进一步制约当季的销量。
- 成本上升对车企盈利所带来的负面影响在产销高速增长阶段容易被稀释，但在增速回落时期将被凸显，原因在于一方面规模效应递减导致对成本覆盖力的弱化，另一方面产销增速回落的现状也不利于整车厂商在面对上下游时进行较好地成本转嫁。
- 增速显著下滑和成本居高不下是目前行业景气回落两大内部特征，小排量车型需求退热带来的产品结构上移已经无法阻止汽车行业利润率的回落。我们将行业在 2011 年的销量及盈利增速分别下调至 8% 和 5%，较年度策略报告中的预测值分别下调了 2 个和 10 个百分点。
- 维持行业中性的观点。值得注意的是，尽管行业整体利润总额增速仍可能为正，但如剔除掉个别规模领先的集团(如上汽等)后，我们判断盈利同比出现下滑可能是中小车企的普遍现象。短期内，由于行业仍处于“去库存”阶段，市场无法把握汽车行业的真实销售水平，对于销量及盈利预测的持续下调将压制汽车股的估值水平。

风险提示

- 1、盈利下调共识可能持续压低行业估值；
- 2、景气回落可能超预期。

行业评级

中性（维持）

市盈率(2011E): 13.25
市净率: 3.29

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现(%)	-9.26	-12.32	16.12
相对表现(%)	-2.57	-11.88	6.18

资料来源：Wind 资讯

重点公司评级

公司	评级	EPS (元)		
		10A	11A	12E
江淮汽车	强烈推荐	0.90	1.30	1.65
曙光股份	强烈推荐	0.84	1.15	1.40
金龙汽车	强烈推荐	0.53	0.78	0.91
亚太股份	强烈推荐	0.62	0.88	1.15
万里扬	强烈推荐	0.88	1.25	1.50
上海汽车	推荐	1.49	1.88	2.15
宇通客车	推荐	1.65	1.90	2.44

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

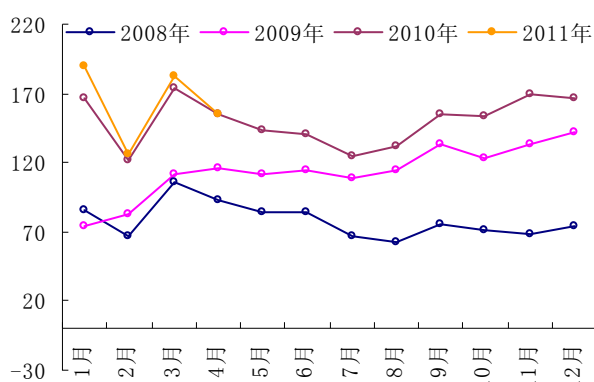
《低档起步，以稳为主》
——汽车行业 2011 年投资策略》

一、产销情况

4月，汽车市场延续了3月的低迷态势，汽车产销出现自2009年2月以来27个月的首次负增长，也是金融危机以来我国汽车工业恢复增长后的首次负增长，景气出现快速回落。

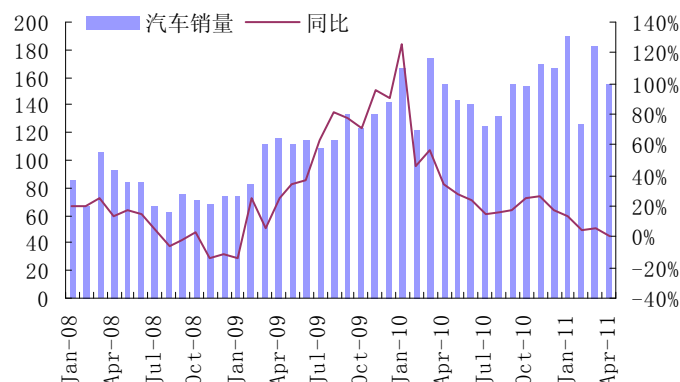
4月，汽车产销分别完成153.53万辆和155.20万辆，环比3月，增速分别为-16%和-15%，同比去年同期，增速分别为-1.85%和-0.2%；1-4月，汽车产销分别完成643.11万辆和653.39万辆，同比增速分别为5%和6%，行业处于低速增长状态。

图1 汽车行业月度销量(2008.1-2011.4) 单位：万台



数据来源：CAAM & 爱建证券

图2 汽车销量及同比增速(2008.1-2011.4) 单位：万台



数据来源：CAAM & 爱建证券

乘用车表现好于商用车。4月，乘用车产销分别完成115.66万辆和114.23万辆，环比增速分别为-16%和-15%，同比增速分别为1%和3%；商用车产销分别完成37.87万辆和40.97万辆，环比增速分别为-15%和-15%，同比增速分别为-10%和-8%。

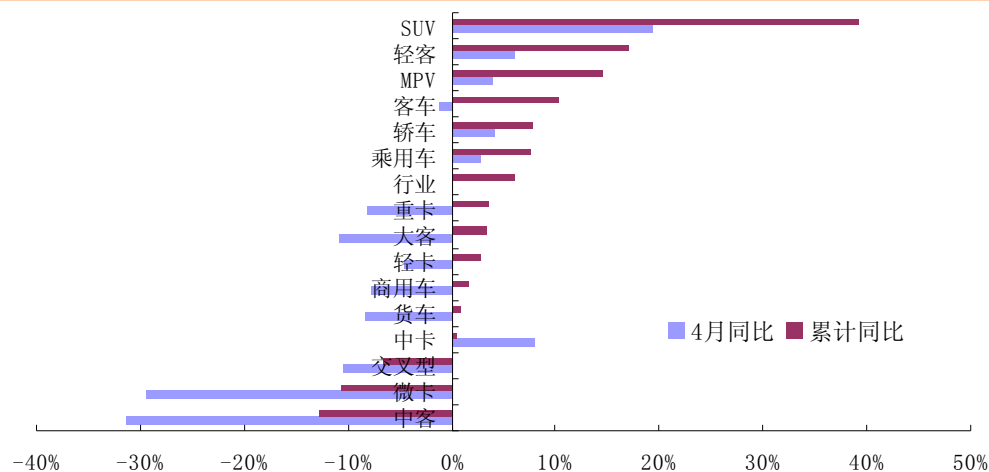
表1 汽车行业4月销量一览 单位：台

车型	销量	同比	环比	1-4月累计销量	累计同比
汽车行业	1552016	-0.2%	-15%	6540815	6%
乘用车	1142320	3%	-15%	4986082	8%
轿车	791379	4%	-14%	3411352	8%
MPV	39997	4%	-11%	161542	14%
SUV	124127	19%	-12%	518740	39%
交叉型	186817	-10%	-24%	894448	-7%
商用车	409696	-8%	-15%	1555733	2%
货车	369636	-8%	-16%	1406386	1%
重卡	106206	-8%	-18%	396854	4%
中卡	33244	8%	5%	103368	1%
轻卡	187362	-5%	-15%	715648	3%
微卡	42824	-29%	-26%	190516	-11%
客车	40060	-1%	-2%	149347	10%
大客	5157	-11%	5%	19695	3%
中客	5596	-31%	-11%	22412	-13%
轻客	28207	6%	-5%	106140	17%

数据来源：CAAM & 爱建证券

细分行业泥沙俱下，SUV 一枝独秀。同比上年 4 月，各细分行业增速回落显著，仅 SUV 实现约 19% 的同比增长，轻客、MPV、轿车、中卡等增速仅为个位数，而中客、微卡、大客、微客的同比降幅都超过了 10%。

图 3 汽车细分行业增速比较



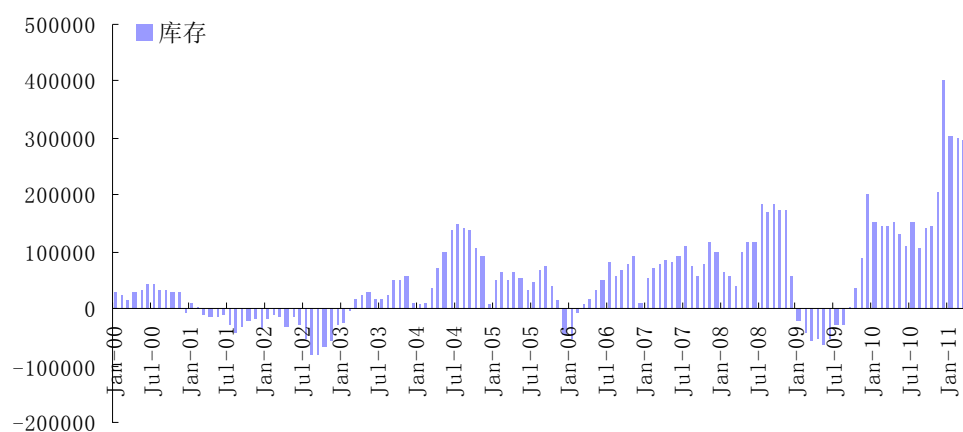
数据来源：CAAM & 爱建证券

二、库存分析

在对汽车整车行业一季报的整理中，我们指出整车行业库存增加显著，“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%”。所以，我们特别关注现阶段行业的库存情况。

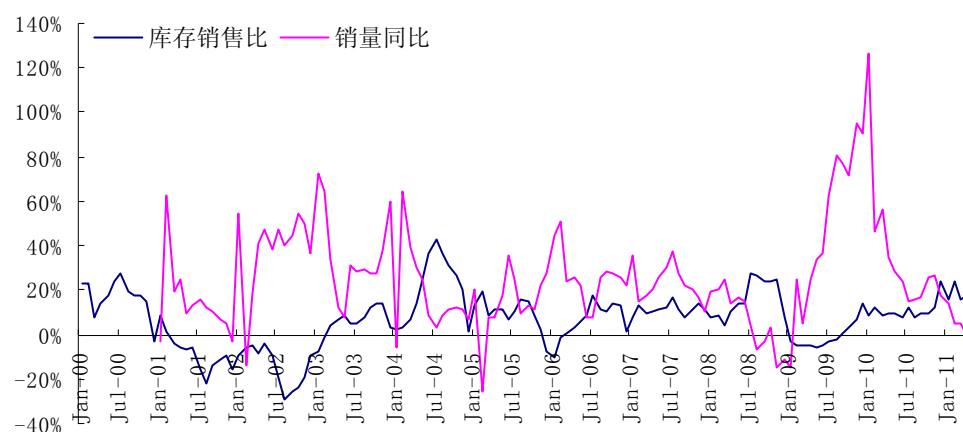
根据我们对行业 2000 年以来的产销量统计，目前汽车行业整车厂商环节的库存约 30 万台，库存销售比接近 20%，处于历史的相对高位。根据对汽车行业销量增速与库存销售比的相关性分析，可得两者的相关系数为 -0.30，呈负相关特征，可见二者是此消彼长的关系。考虑到一季度末冲量导致经销商环节存货压力的增加，二季度行业上下游都存在“去库存”的压力，这可能会进一步制约当季的销量。

图 4 汽车行业库存及销售变化 (2000.01-2011.04) 单位：台



数据来源：CAAM & 爱建证券

图 5 汽车行业库存及销售变化(2000.01-2011.04)



数据来源：CAAM & 爱建证券

三、成本压力

成本上升对车企盈利所带来的负面影响在产销高速增长阶段容易被稀释，但在增速回落时期将被凸显，原因在于一方面规模效应递减导致对成本覆盖力的弱化，另一方面产销增速回落的现状也不利于整车厂商在面对上下游时进行较好地成本转嫁。

近期橡胶、钢材价格略有所回落，但较之去年同期仍有较大涨幅。而劳动力价格上涨具有不可逆性，各地制造企业频遇招工难现象表明普通工人工资无论是在短期还是长期，都面临着上涨的压力。

另外，国际油价虽有反复但仍处于高位，国内成品油面临着较大的提价压力，部分城市已经或即将进入油价“8 元时代”。高油价对于行业的影响主要在于使用成本的增加，抑制短期需求的释放；另在一定程度上也可传导至玻璃、塑料等领域，进而增加汽车行业的制造成本压力。

表 2 部分成本项目的变化 单位：元/吨

产品均价(大致估算)		2011 年 Q1	2010 年 Q1	涨幅	影响
钢材	热轧	4803	3961	21%	制造成本
	冷轧	5814	5357	9%	
	中板	4967	4099	21%	
橡胶	沪胶指数	37000	25000	48%	
劳动力	估算	——	——	20-30%	
成品油	柴油 0#	7950	7109	12%	使用成本
	汽油 97#	9761	8917	9%	
	汽油 93#	9218	8370	10%	

数据来源：Wind & 爱建证券整理

四、投资策略

增速显著下滑和成本居高不下是目前行业景气大幅回落两大内部特征，小排量车型需求退热带来的产品结构上移已经无法阻止汽车行业利润率的回落。我们将行业在 2011 年的销量及盈利增速分别下调至 8% 和 5%，较年度策略报告中的预测值分别下调了 2 个和 10 个百分点。

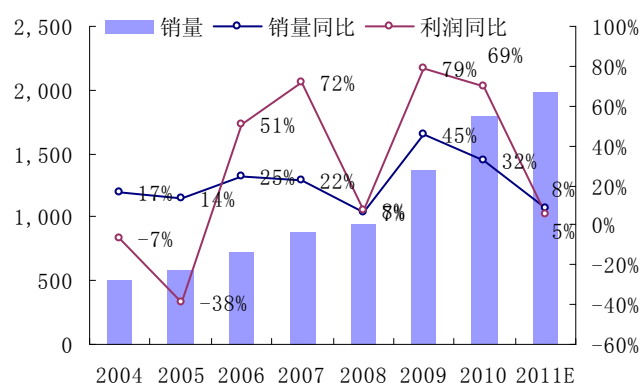
维持行业中性的观点。值得注意的是，我们判断尽管行业整体利润总额增速仍可能为正，但如剔除掉个别规模领先的集团(如上汽等)后，盈利同比出现下滑可能是中小车企的普遍现象。短期内，由于行业仍处于“去库存”阶段，市场无法把握汽车行业的真实销售水平，对于销量及盈利预测的持续下调将压制汽车股的估值水平。

图 6 汽车行业销售利润率(1999.2-2011.3) 单位：%



数据来源：Wind & 爱建证券

图 7 汽车销量及利润波动(2008-2011E) 单位：万台



数据来源：爱建证券

五、推荐上市公司盈利预测

表 3 推荐上市公司 EPS 及估值简表

公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE			评级
	5 月 17 日	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
江淮汽车	11.01	0.90	1.30	1.65	12	8	7	强烈推荐
曙光股份	19.93	0.84	1.15	1.40	24	17	14	强烈推荐
金龙汽车	9.04	0.53	0.78	0.91	17	12	10	强烈推荐
亚太股份	21.5	0.62	0.88	1.15	35	24	19	强烈推荐
万里扬	28.36	0.88	1.25	1.50	32	23	19	强烈推荐
上海汽车	16.84	1.49	1.88	2.15	11	9	8	推荐
宇通客车	20.97	1.65	1.90	2.44	13	11	9	推荐
东风汽车	4.91	0.29	0.31	0.38	17	16	13	推荐
华域汽车	10.75	0.97	1.15	1.31	11	9	8	推荐
银轮股份	20.11	1.01	1.05	1.41	20	19	14	推荐
宁波华翔	13.73	0.74	0.93	1.28	19	15	11	推荐

数据来源：上市公司年报 & 爱建证券预测

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。