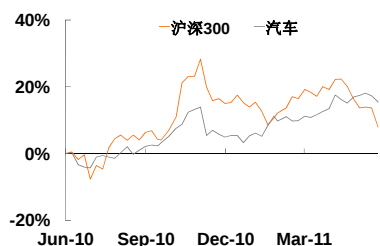


汽车行业2011年中期策略报告

潮起潮落寻逐浪英雄

推荐（维持）

行情走势图（年初至今）



相关研究报告

- 1、结构性机会与结构性风险并存——汽车行业动态跟踪报告（2011.5.19）
- 2、长短期因素交织、偶然必然因素重叠——汽车行业4月产销快评（2011.5.11）
- 3、商用车经营压力较大、企业间分化明显——汽车行业一季度经营分析（2011.5.5）
- 4、市场将继续演绎结构化行情（2011.4.15）
- 5、把握分化之年的结构性投资机会（2011.3.16）

证券分析师

余兵 S1060207120088
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

目前证券市场对汽车行业的风险因素反映较为充分，汽车股估值水平较为安全。2011年是汽车行业的调整之年，2012年将恢复到10%–15%的正常增速，汽车行业的成长性依然值得期待。维持汽车行业“推荐”的投资评级。

- 2011上半年行业产销增速放缓，结构化增长特征明显。其表现为：不同车型表现差异明显，其中：SUV领跑全行业，高端轿车销售亦稳定增长；而此前受政策刺激透支较多的行业如半挂牵引车、交叉型乘用车下滑明显。不同企业增速的差异：以生产中高档乘用车为主的上海大众、上海通用、一汽大众等欧美厂商增速较快，与此同时日系厂商和部分自主品牌企业压力较大。
- 行业发展环境复杂，长短期因素交织、偶然必然因素重叠。随着优惠政策退出，行业不再有额外增长动力；同时宏观调控给企业经营带来较多困难。在复杂形势下，各企业应对能力不同，分化开始显现。
- 下调销量预测。预计2011年全行业销量1895万辆，增幅为4.9%；全行业利润同比下降10%左右。中高档轿车、MPV、SUV企业仍有望实现利润增长，商用车企业经营压力较大。
- 证券市场对汽车行业的风险反映较为充分，汽车股的估值水平较为安全。汽车股估值已处于底部，但部分子行业盈利预测有进一步下调可能。我们判断中报前后市场对汽车股的盈利预测将逐步下调，进一步降低预期释放风险，汽车股有望于6—7月探至底部。
- 把握确定性机会，收获独立行情。我们认为下半年汽车股的投资机会主要来自抗周期能力强的优秀乘用车企业和并购重组两方面：1、把握确定性机会，收获独立行情，看好SUV、MPV子行业和龙头轿车企业的表现。2、并购重组的投资机会，建议关注一汽集团相关公司的投资机会。重点公司推荐：上海汽车、悦达投资、佛塑科技、曙光股份。
- 风险提示。宏观调控对市场的需求影响程度超出预期；行业增速放缓，厂商促销力度加大。

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）			评级
		6月10日	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
上海汽车	600104	17.07	1.49	1.87	2.24	11.49	9.14	7.63	强烈推荐
悦达投资	600805	13.39	1.01	1.56	1.87	13.24	8.57	7.17	强烈推荐
佛塑科技	000973	12.39	0.28	0.52	0.72	43.84	23.91	17.15	强烈推荐
潍柴动力	000338	45.17	4.07	4.91	5.77	11.10	9.20	7.83	推荐
江铃汽车	000550	24.80	1.98	2.46	2.94	12.51	10.09	8.44	推荐
威孚高科	000581	34.05	2.36	2.80	3.61	14.41	12.15	9.42	推荐
宇通客车	600066	21.52	1.65	2.15	2.65	13.01	10.02	8.11	推荐
曙光股份	600303	8.12	0.42	0.59	0.70	19.21	13.74	11.52	推荐
福耀玻璃	600660	9.96	0.89	1.01	1.23	11.16	9.90	8.07	推荐
华域汽车	600741	10.08	0.97	1.17	1.38	10.36	8.61	7.29	推荐

目录

图表目录	3
一、上半年回顾：产销增速与盈利水平均有回落	5
1.1 产销增幅回落	5
1.2 价格基本平稳	6
1.3 出口持续复苏	6
1.4 原材料高位震荡	7
1.5 利润率从峰值回落	8
1.6 长短期因素交织、偶然必然因素重叠	9
1.7 我们的推荐	11
二、行业判断：政策退出和宏观调控持续影响	12
2.1 宏观背景：投资增速仍然较高	12
2.2 客货运周转量稳定、公路运价低位徘徊	13
2.3 下调销量预测	14
2.4 盈利有所下滑	15
三、子行业增长表现各异	15
3.1 SUV 处于高速成长期	15
3.2 重卡行业增速下半年有望改善	17
3.3 客车行业相对稳定	20
3.4 关注新能源汽车产业政策的持续效果	21
四、本轮周期波动幅度小于以往	24
4.1 估值处底部，结构性风险犹存	24
4.2 各行业风险的释放程度	25
4.3 本轮周期波谷好于前几轮	26
五、行业评级与重点公司推荐	27
5.1 估值安全+行业成长性，维持“推荐”评级	27
5.2 把握确定性机会，收获独立行情	27
5.3 关注并购重组的投资机会	27
5.4 重点公司投资建议	27

图表目录

图表 1	历年汽车月度销量及增幅	单位：万辆	5
图表 2	汽车各子行业 2011 年 1-4 月销量增幅		5
图表 3	国内汽车销售均价	单位：万元	6
图表 4	国内卡车销售均价	单位：万辆	6
图表 5	国内客车销售均价	单位：万元	6
图表 6	国内轿车与 SUV 销售均价	单位：万元	6
图表 7	整车月度出口量及同比增幅	单位：万辆	7
图表 8	整车月度进口量及同比增幅	单位：万辆	7
图表 9	整车及底盘出口金额（月度）	单位：亿美元	7
图表 10	汽车零部件出口金额	单位：亿美元	7
图表 11	LME 铜现货结算价	单位：万美元/吨	8
图表 12	铝铅锌现货结算价	单位：美元/吨	8
图表 13	钢材价格指数		8
图表 14	石油天胶价格单位	美元/桶、万元/吨	8
图表 15	汽车行业利润增幅围绕收入（销量）增幅上下波动		9
图表 16	历年整车行业利润率及费用率		9
图表 17	历年零部件行业利润率及费用率		9
图表 18	近年汽车行业政策及其影响		10
图表 19	近年乘用车增长幅度		10
图表 20	我国日系车销量占比明显下滑		11
图表 21	日本汽车月度产量	单位：万辆	11
图表 22	悦达投资股价表现		12
图表 23	上海汽车股价表现		12
图表 24	我们历次悦达投资报告一览		12
图表 25	消费者信心指数		13
图表 26	新增固定资产投资完成额累计同比		13
图表 27	金融机构新增贷款同比		13
图表 28	M2 同比增速		13
图表 29	公路旅客周转量	单位：亿人公里	14
图表 30	公路货物周转量	单位：亿吨公里	14
图表 31	普通货物公路运价指数（综合）		14
图表 32	普通货物公路运价指数（整车）		14
图表 33	汽车行业销量预测	单位：万辆	15
图表 34	SUV 销量及比例	单位：万辆	16

图表 35	SUV 销量增幅.....	16
图表 36	SUV 行业发展史	16
图表 37	SUV 各系别占比	17
图表 38	现期重卡需求多因素影响模型.....	18
图表 39	重卡销量与公路货运周转量关系图 单位：万辆、万亿吨公里.....	18
图表 40	重卡销量与固定资产投资同方向变化 单位：万辆、万亿	20
图表 41	公路客运周转量稳定增长带动客车销量增长 万辆、十亿人公里.....	21
图表 42	各部委推进新能源汽车发展	21
图表 43	2020 年我国电动车预计保有 500 万辆 单位：辆	22
图表 44	全球 2020 年 PHV、EV 汽车及关联产品增长预测	22
图表 45	全球未来 10 年汽车产量增长预测	23
图表 46	2011 年一季度新能源客车销量 单位：辆	23
图表 47	国内成品油出厂价格 单位：元/吨	24
图表 48	布伦特原油价格 单位：美元/桶	24
图表 49	近一年镍价走势 单位：欧元.....	24
图表 50	近一年钴价走势 单位：元	24
图表 51	本轮汽车股周期走势图.....	25
图表 52	行业组合股价表现.....	25
图表 53	历史市净率	25
图表 54	各子行业估值、盈利风险评测表	26
图表 55	汽车及新能源公司盈利预测与投资评级 单位：元/股	29

2011 上半年汽车行业产销形势急转直下，在需求增速放缓的同时，较多外部不利因素也同时出现，其中长短期因素交织、偶然必然因素重叠。

证券市场对汽车行业的风险已有较为充分的反映，但投资者对行业产销量和利润增速下滑的程度有所分歧，这是我们要重点研究的问题。

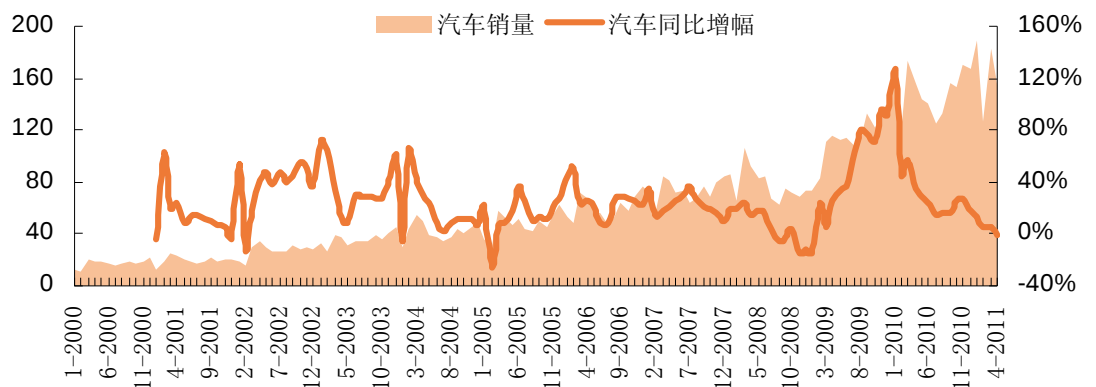
虽然形势复杂，但汽车行业不乏有表现突出、盈利确定的投资亮点。

一、上半年回顾：产销增速与盈利水平均有回落

1.1 产销增幅回落

经过 2009、2010 年的爆发式增长后，随着刺激政策的退出，2011 年汽车行业增幅回落。

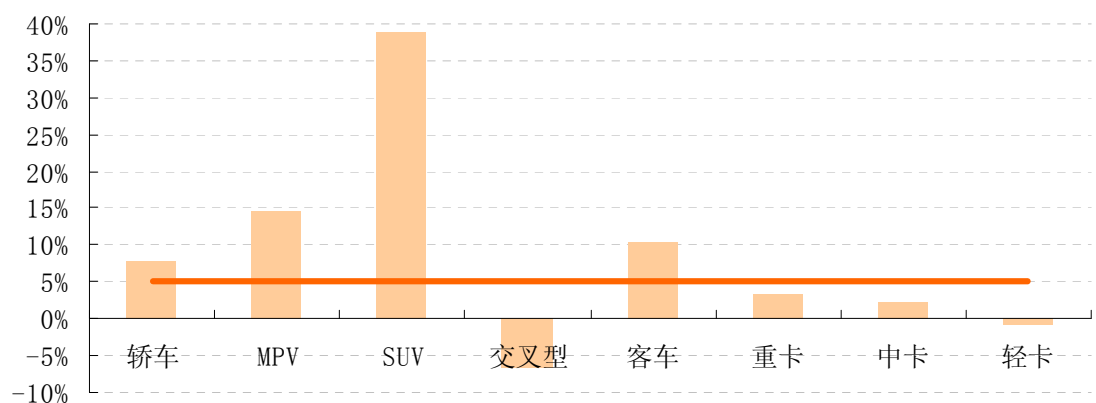
图表1历年汽车月度销量及增幅 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

2011 上半年行业产销增速放缓，结构化增长特征明显。其表现为：1) 不同车型表现差异明显。其中：SUV 领跑全行业，高端轿车销售亦稳定增长；而此前受政策刺激透支较多的子行业如半挂牵引车、交叉型乘用车下滑明显。2) 不同企业增速的差异。以生产中高档乘用车为主的上海大众、上海通用、一汽大众等欧美厂商增速较快，与此同时日系厂商和部分自主品牌企业压力较大。

图表2汽车各子行业2011年1-4月销量增幅



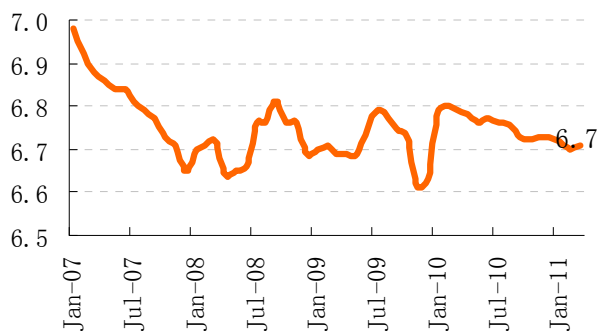
资料来源：中国汽车工业协会

行业增长出现上述显著分化，我们认为主要是随着政策退出，行业额外增长动力缺失；同时宏观调控给企业经营带来较多困难。在复杂形势下，各企业应对能力不同，分化开始显现。

1.2 价格基本平稳

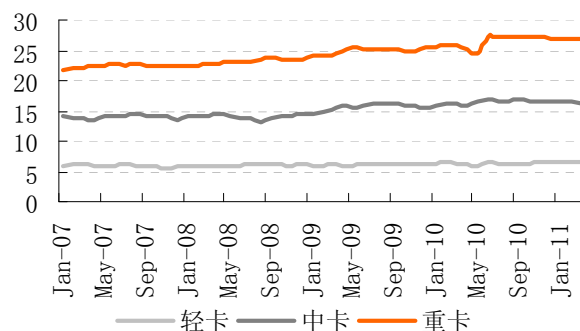
作为生产资料的商用车价格稳中有升，尤其是重卡、大客；作为消费品的乘用车价格逐年下降，但降幅逐步减小。

图表3国内汽车销售均价 单位：万元



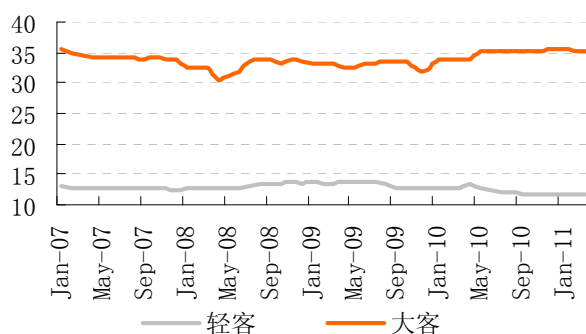
资料来源：发改委价格监测中心

图表4国内卡车销售均价 单位：万辆



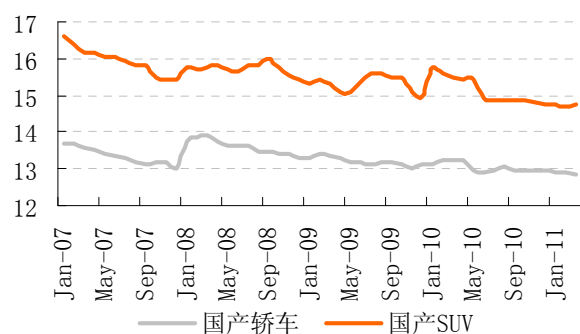
资料来源：发改委价格监测中心

图表5国内客车销售均价 单位：万元



资料来源：发改委价格监测中心

图表6国内轿车与SUV销售均价 单位：万元

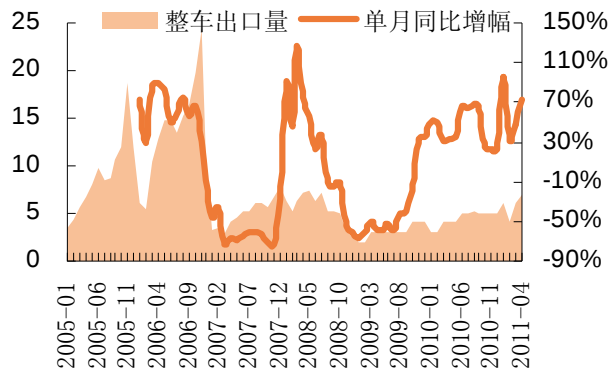


资料来源：发改委价格监测中心

1.3 出口持续复苏

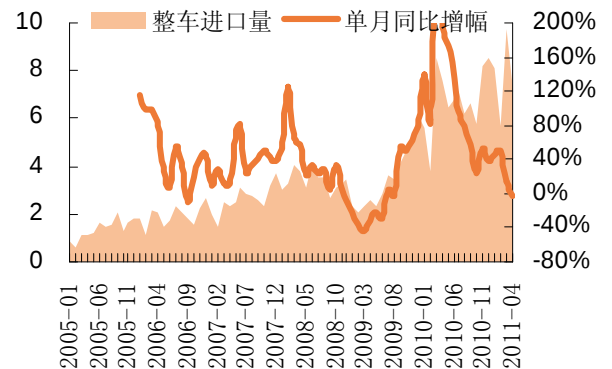
与国内汽车销量增速趋缓不同，汽车行业的进出口势头强劲，整车与零部件的出口均呈现逐步复苏态势。

图表7整车月度出口量及同比增幅 单位：万辆



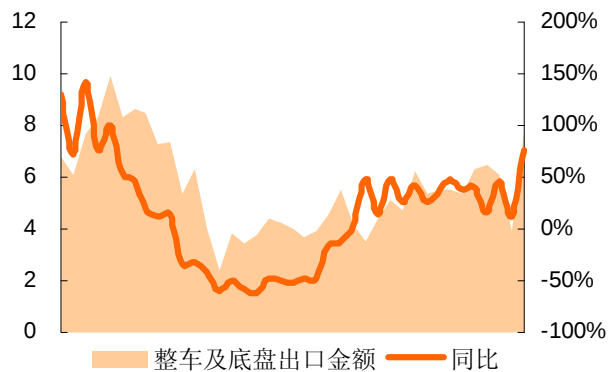
资料来源：海关总署

图表8整车月度进口量及同比增幅 单位：万辆



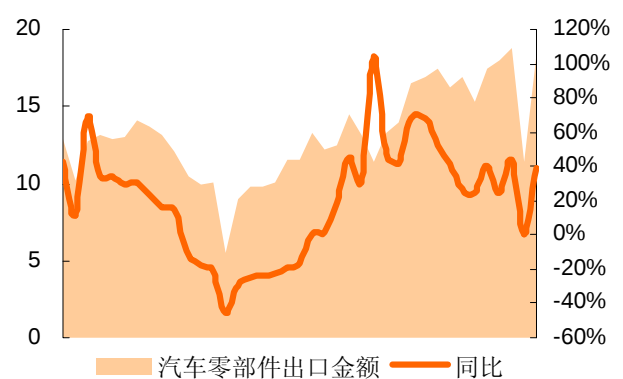
资料来源：海关总署

图表9整车及底盘出口金额（月度） 单位：亿美元



资料来源：海关总署

图表10 汽车零部件出口金额 单位：亿美元



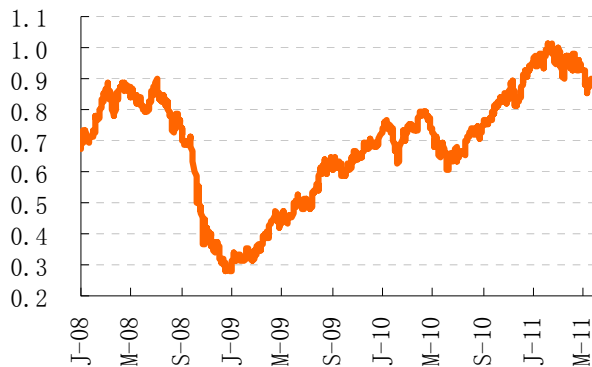
资料来源：海关总署

附：数据时间周期为2008年1月—2011年3月

1.4 原材料高位震荡

目前原材料价格总体仍处于高位，对汽车行业成本压力较大，但预计下半年成本压力将有所减小。

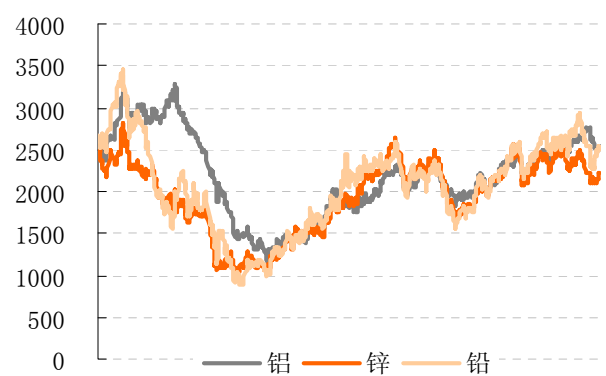
图表11 LME铜现货结算价 单位：万美元/吨



资料来源：LME

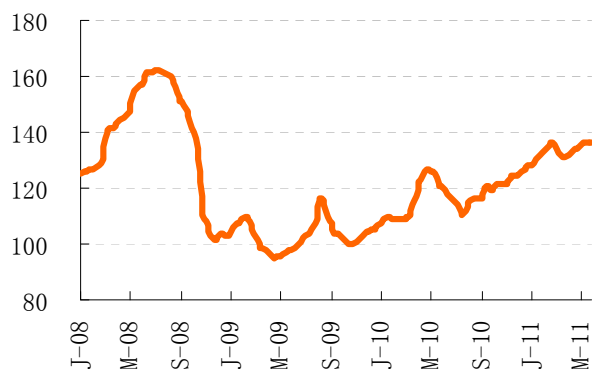
附：价格时间范围2008年初至2011年5月26日

图表12 铝铅锌现货结算价 单位：美元/吨



资料来源：LME

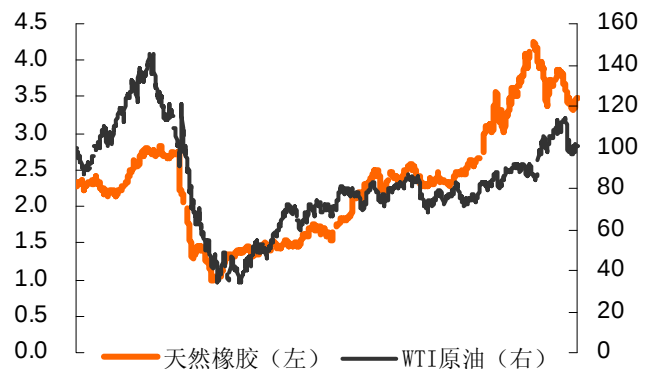
图表13 钢材价格指数



资料来源：中国钢铁工业协会

附：时间范围2008年初至2011年5月27日

图表14 石油天胶价格单位 美元/桶、万元/吨



资料来源：Nymex、上海期货交易所

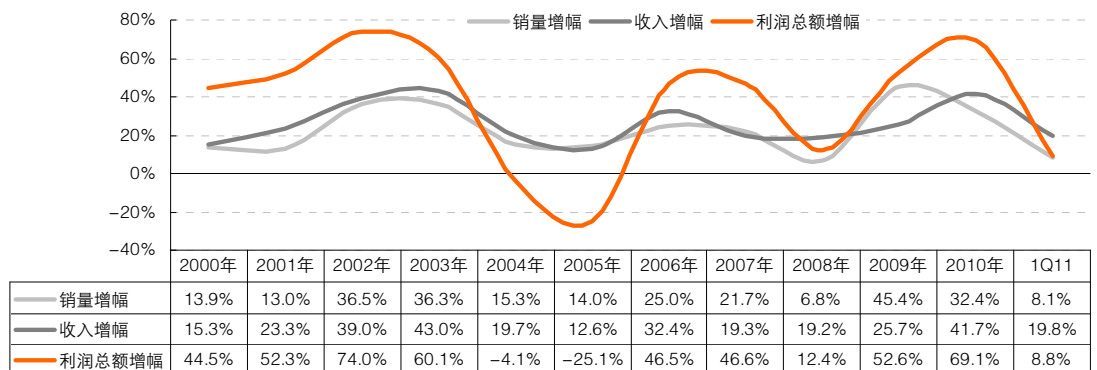
1.5 利润率从峰值回落

从历年收入及利润增幅看，行业利润相对于收入呈现大幅波动，即：利润增幅相对于收入增幅高度敏感。

2010 年利润增幅大幅高于收入增幅，1Q11 利润增幅大幅低于收入增幅。从一季度看，行业利润率较 2010 年有所下降，费用率暂时维持稳定。

1Q11 汽车行业收入增长 19.8%，利润增长 8.8%，1Q11 行业税前利润率 8.1%，比 2010 全年水平下降 0.7 个百分点；三项费用率 7.2%，比 2010 年略降。行业资产负债率 59.2%。

图表15 汽车行业利润增幅围绕收入（销量）增幅上下波动

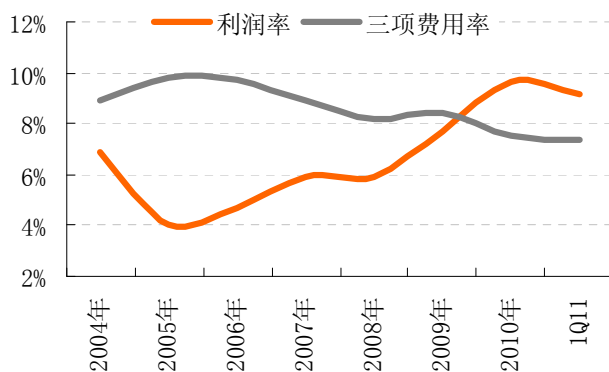


资料来源：中国汽车工业协会

一季度整车行业税前利润率 9.1%，比 2010 年下降 0.5 个百分点；三项费用率 7.4%，基本与 2010 年持平。

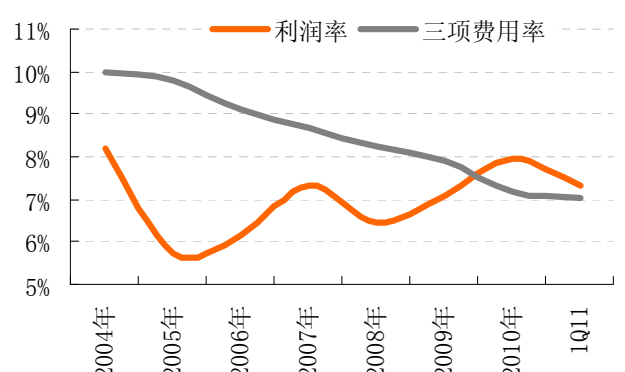
零部件行业税前利润率 7.3%，比 2010 年下降 0.7 个百分点；三项费用率 7.1%，基本与 2010 年持平。

图表16 历年整车行业利润率及费用率



资料来源：国家统计局

图表17 历年零部件行业利润率及费用率



资料来源：国家统计局

1.6 长短期因素交织、偶然必然因素重叠

■ 长期的、必然的因素

分析上半年汽车行业的产销表现，我们认为行业发展环境复杂，其中长短期因素交织、偶然必然因素重叠。

其中，长期的、必然的因素有：购置税优惠等刺激政策的退出，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。

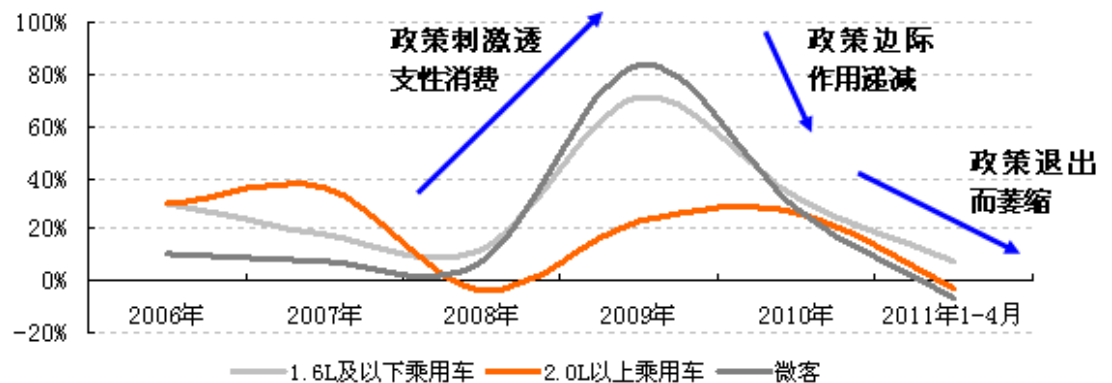
图表18 近年汽车行业政策及其影响

政策	结果
2008年9月1日起开始调整乘用车消费税政策	
2009年全年1.6L及以下排量乘用车购置税减半即按5%的税率征收车辆购置税	1.6L及以下乘用车透支性消费
2009年3月1日起开始实施“汽车下乡”政策，对农民购买微型客车、微型载货车、轻型载货车以及将三轮汽车或低速货车报废并换购微型载货车、轻型载货车给予一次性财政补贴，2010年12月31日政策将执行到期	微车、轻卡透支性消费
2010年全年1.6L及以下排量乘用车购置税按7.5%的税率征收车辆购置税	1.6L及以下乘用车透支性消费
2010年5月《“节能产品惠民工程”节能汽车（1.6L及以下乘用车）推广实施细则》，对符合条件的节能车给予3000元/辆的补贴，6月1日起私人购置新能源车补贴	
新车船税法2012年1月1日起施行。该法规定乘用车车船税按排气量划分为七档征收，对节约能源、使用新能源的车船可以减征或者免征车船税	
2011年1月1日北京车牌摇号，年投放24万张	北京市首次购车数量被限
上海车牌平均中标价屡创新高	
2011年3月1日起，严格执行《道路运输车辆燃料消耗量检测和监督管理办法》，所有办理营运资格的车辆必须在《道路运输车辆燃料消耗量达标车型表》	半挂牵引车短期内被严重抑制

资料来源：平安证券研究所

微客是受政策刺激最严重的汽车子行业，2010年其销量占汽车全行业近14%。2011年其享受的“购置税减半”及“汽车下乡”双重优惠政策退出后上半年销量下滑明显，预计2011年全年负增长。

图表19 近年乘用车增长幅度



资料来源：平安证券研究所

■ 中期因素：宏观调控

紧缩的货币政策一方面抑制了汽车需求，另一方面使消费信贷萎缩、贷款购车成本上升。宏观调控对商用车影响更为明显。我们发现自4月份开始，工程机械、重卡工程车等投资品销量增速明显放缓。对比之下，乘用车受宏观调控影响较小，其需求更为刚性，增长相对更为持续。

■ 短期的偶然性因素

燃油价格的不断攀升，对 A 级及以下轿车有暂时性影响，这部分潜在消费者对油耗关注度高。近期国际原油价格趋稳，国内成品油继续涨价的可能性不大。根据以往经验，油价在短期内上涨较多对经济型轿车有 1-2 个月的短期压制。

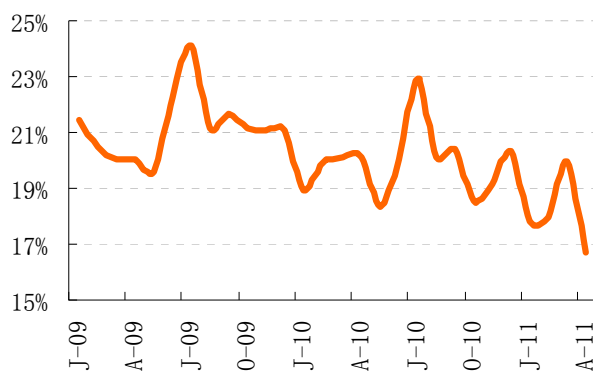
■ 短期的政策扰动因素

燃油耗值准入政策的实施对物流类商用车影响明显。3 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。

■ 偶然的突发性因素

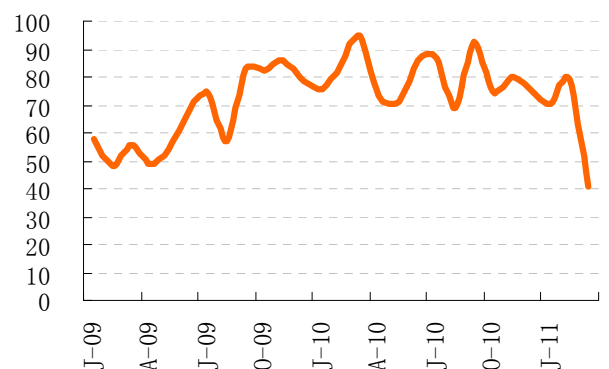
日本地震对整车供应链的影响在二季度呈现逐月明显的影响。日系车占我国乘用车比例为 18%，为除自主品牌外第一大车系，受地震影响部分日系合资企业停产减产，导致销量下滑。此外，部分其它系别汽车亦有部分零部件采购自日本，也受到或即将受到日本地震带来的负面影响，但该因素对于不依赖于日本零部件企业供应链的车企为利好因素，如韩系车在全球的销量占有率有明显的上升趋势。

图表20 我国日系车销量占比明显下滑



资料来源：中国汽车工业协会

图表21 日本汽车月度产量 单位：万辆

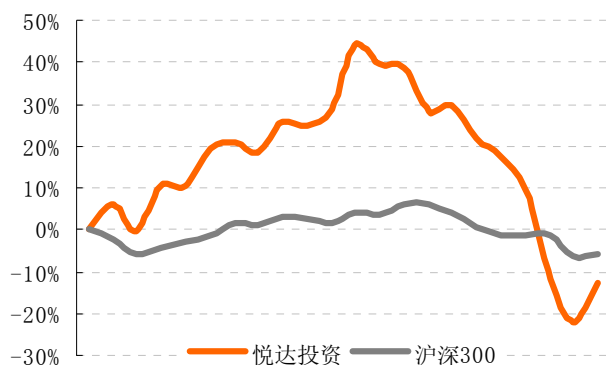


资料来源：中国汽车工业协会

1.7 我们的推荐

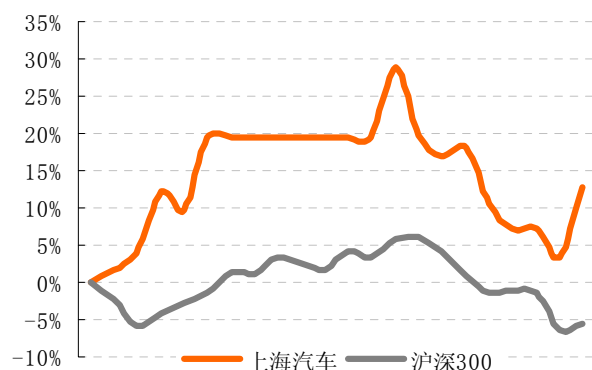
年初以来我们推荐的个股有乘用车行业的悦达投资、上海汽车；以及有一定防御性的客车行业。目前看，悦达投资、上海汽车表现优于行业，主要是公司基本面良好、业绩增长确定所致。近一个月来上述两公司股价受到板块拖累，最近已经明显反弹，预计全年股价表现将与基本面吻合。

图表22 悦达投资股价表现



资料来源: Wind

图表23 上海汽车股价表现



资料来源: Wind

图表24 我们历次悦达投资报告一览

日期	报告名称
20101027	调研跟踪报告_汽车业务播种过后迎硕果
20110126	2010 年业绩预增点评_2011 年汽车业务将轻装上阵
20110328	2010 年年报点评_汽车业务风头正劲、其它业务多有改善
20110421	2011 年一季报点评_产品结构上移与规模效应双重驱动悦达起亚盈利增长
20110504	深度报告_SUV 行业最佳投资标的

资料来源: 平安证券研究所

二、行业判断：政策退出和宏观调控持续影响

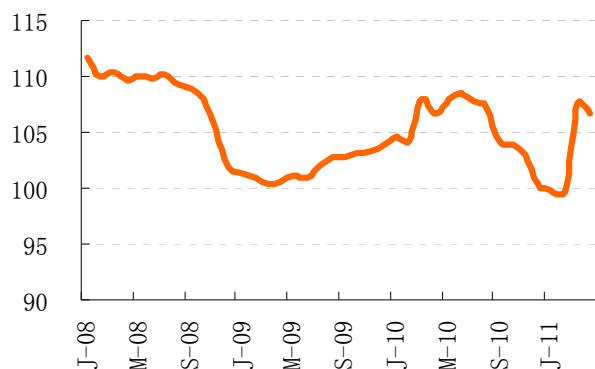
2.1 宏观背景：投资增速仍然较高

平安证券宏观研究认为：2011 年经济增速趋缓，二至三季度回落，四季度上升。当前经济增长具有调整期增长的明显特征，即增速趋缓，增长点分散。

预计投资实际增速在 18—20%左右。推动投资增长的动力主要来自市场，固定资产投资的资金来源中，企业自筹资金的投资增速 4 月仍高达 38%，且其在投资资金来源中占比超过 60%；地方项目投资占比高达 90%，除西部投资增速有所回落外，东中部投资增速依然保持较高位。

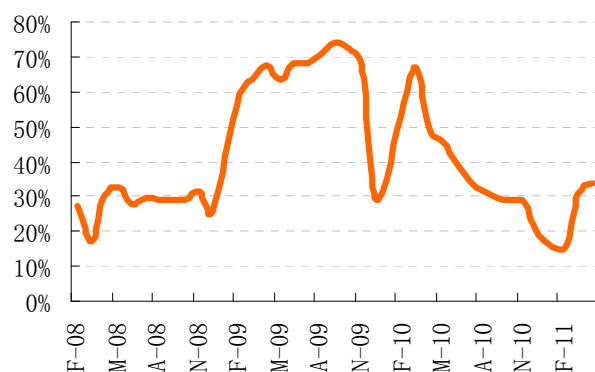
二季度是 2011 年通胀的高点，随后将出现缓慢回落，大宗商品将出现明显调整。

图表25 消费者信心指数



资料来源：国家统计局

图表26 新增固定资产投资完成额累计同比

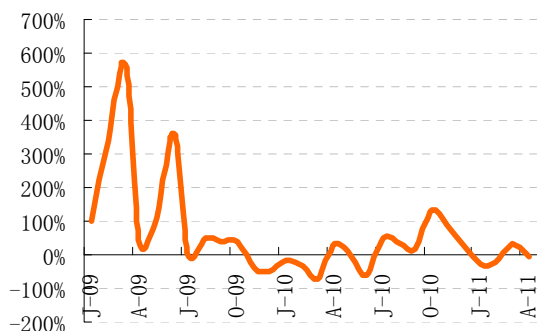


资料来源：国家统计局

紧缩的货币政策将影响汽车消费信贷，尤其是对作为生产资料的卡车购买者影响较大。

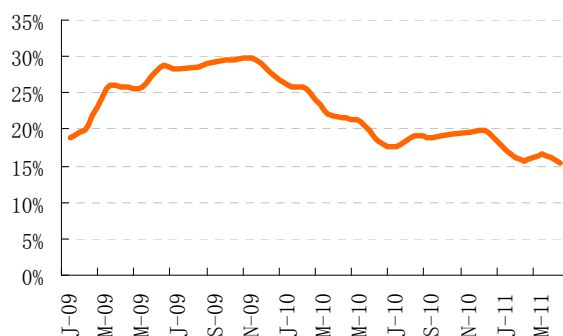
从历史看，一般而言紧缩的货币政策时期商用车总体增幅较低。

图表27 金融机构新增贷款同比



资料来源：中国人民银行

图表28 M2同比增速

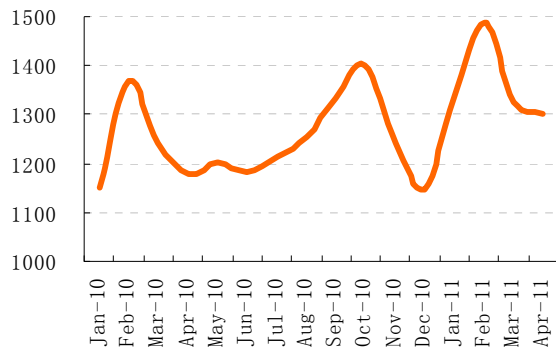


资料来源：中国人民银行

2.2 客货运周转量稳定、公路运价低位徘徊

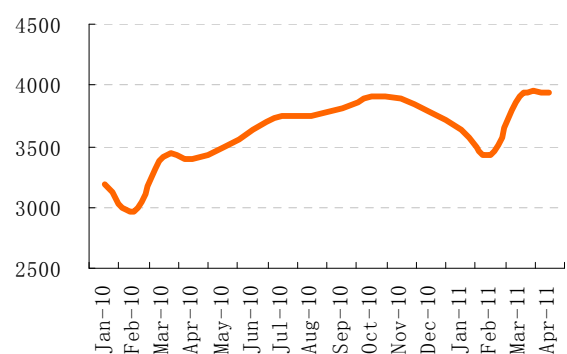
预计下半年运价将有所提升，从物流景气度看，并不存在对运输用车的利空因素，考虑 2010 年较高基数及上半年对运输车辆的政策扰动，预计 2011 年下半年运输用车的消费将复苏。

图表29 公路旅客周转量 单位：亿人公里



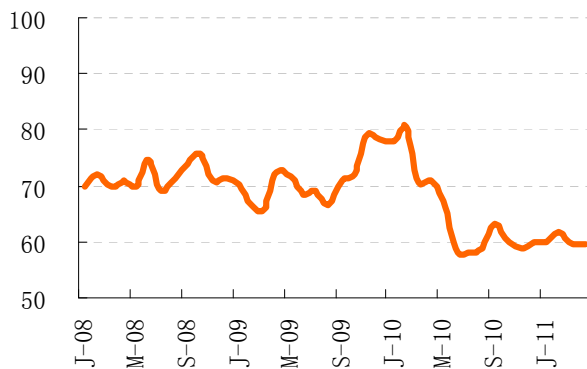
资料来源：国家统计局

图表30 公路货物周转量 单位：亿吨公里



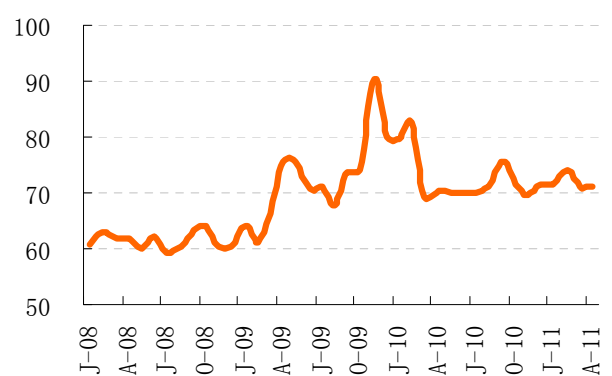
资料来源：国家统计局

图表31 普通货物公路运价指数（综合）



资料来源：中国物流与采购联合会

图表32 普通货物公路运价指数（整车）



资料来源：中国物流与采购联合会

2.3 下调销量预测

今年汽车行业面临的困难和负面因素较多，其中：乘用车需要消化政策退出的影响；商用车面临宏观调控的压力。我们下调全年销量预测为 1895 万辆，增幅为 4.9%。

图表33 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%	1895	4.9%	2108	11.2%
一、乘用车	1033	52.9%	1376	33.2%	1455	5.8%	1630	12.0%
轿车	747	48.1%	949	27.0%	1005	5.9%	1130	12.4%
MPV	25	26.1%	45	78.9%	50	12.3%	60	20.0%
SUV	66	47.1%	133	101.3%	170	28.2%	205	20.6%
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%	440	2.1%	478	8.6%
1、客车	35	4.0%	44	25.1%	48	7.2%	53	10.5%
大客	5	7.2%	6.9	45.9%	7.5	9.0%	8.5	13.3%
中客	8	3.6%	9.0	9.7%	9.0	0.1%	10.0	11.1%
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%	392	1.5%	425	8.4%
重卡	64	17.7%	102	59.9%	108	6.1%	120	11.1%
中卡	26	24.6%	27	5.3%	28	3.0%	29	3.6%
轻卡	156	32.7%	196	25.7%	200	2.1%	218	9.0%
微卡	51	40.0%	61	21.0%	56	-8.5%	58	3.6%

资料来源：平安证券研究所

对汽车销量的再测算。按发达国家经验，人均年收入在 3000-5000 美元阶段汽车市场增速较快，增幅具有一定弹性，相当于同期 GDP 增速的 1.5-2 倍。

依此测算，近年中国 GDP 增幅在 9-10%左右，则汽车市场现阶段均衡增长速度应在 20%左右。2002-2007 年汽车市场增速相对较为稳定，但 2008 年金融危机及 2009 年开始的汽车优惠政策对行业增速扰动较大。我们以较为正常的 2007 年销量为起点基数，按 20%的年均增速，2011 年理论销量在 1825 万辆左右，与我们的预测值较为接近。

2.4 盈利有所下滑

10%—15%的销量增长是汽车行业利润增长的“生死界限”，行业销量增幅低于 10%行业利润难以增长，行业销量增幅高于 15%行业利润将大幅增长。主要是因为部分成本费用的刚性及汽车业投资周期与盈利周期的不匹配所致，一般而言，行业投资滞后于销售的景气周期。

根据我们对汽车各子行业的销量预测，我们判断 2011 年汽车行业利润同比下降 10%左右，但中高档轿车、MPV、SUV、大客车行业中的龙头企业仍有望取得利润增长。

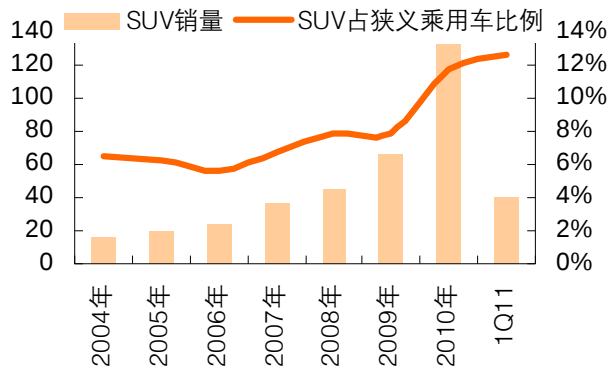
三、子行业增长表现各异

3.1 SUV 处于高速成长期

从 2004 年的 16 万辆到 2010 年的 132 万的年销量，SUV 经历着爆发式增长，其占狭义乘用车比例也由 2004 年的 6.5%增长到目前的 13%。销售规模的连续快速增长，使它在国产乘用车市场的份额

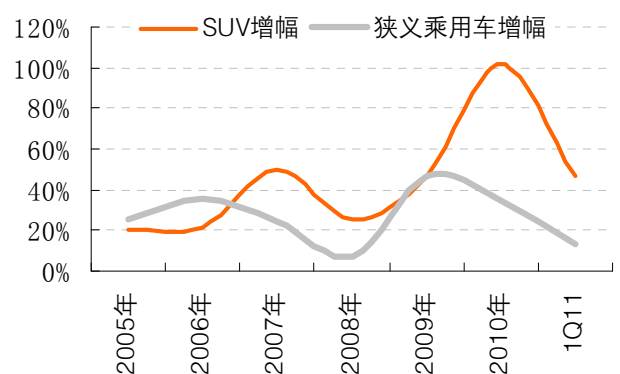
已经接近中型轿车市场，成为了主流类别车型之一。2011年一季度，SUV增幅依然高达47%，2011年一季度销量相当于2010全年销量的30%。

图表34 SUV销量及比例 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

图表35 SUV销量增幅



资料来源：中国汽车工业协会

2004年以来，SUV在乘用车中占比大幅提升有其必然性：

需求的多样化。我国幅员辽阔，人口众多，存在多层次的消费群体，东、中、西部区域经济发展的差异化，带来需求的多样化。

SUV产品自身的改进及潮流的演变。通过技术提升和车型设计等手段降低油耗水平，如今的SUV已经一改传统“油老虎”的形象，吸收了轿车的舒适性及MPV的大空间等优点，令SUV车型焕发了新的生机，也带来了更丰富的消费群体。

汽车产业发展中产品结构调整的必经阶段。在发达国家，SUV都经历了高成长阶段，即使在油价不断攀升的今天，这些国家SUV销量在其乘用车总销量中的占比依然超过30%，对比我国现状，SUV市场还有很大的发展空间。

图表36 SUV行业发展史



资料来源：平安证券研究所

附：橙色字体为城市型SUV、蓝色字体为越野车、灰色字体为已退市车型

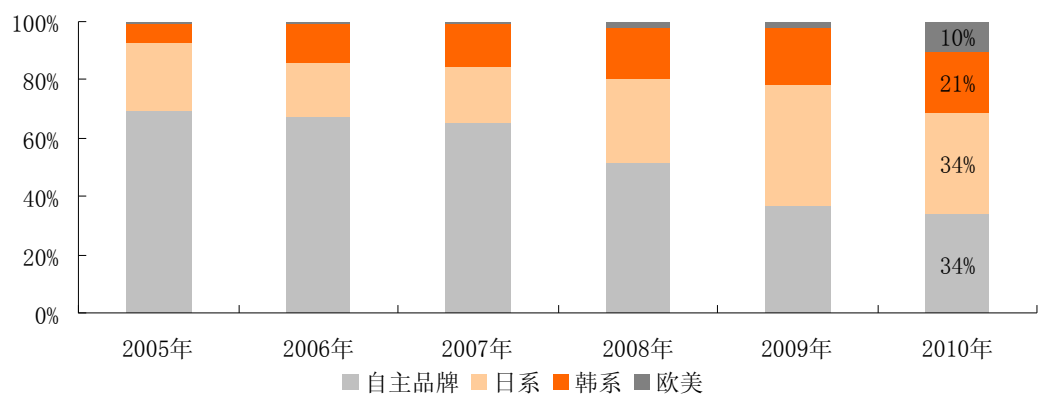
SUV 市场层级分明，日韩系占据主流。

在快速发展过程中，SUV 市场也正经历着层级分明的变局，满足着市场多样化的消费需求。

目前国内 SUV 市场已逐步形成了三足鼎立的局面，在高端市场以进口豪华 SUV 为代表，如宝马 X5、奥迪 Q7、保时捷卡宴等；在中高档 SUV 市场则日、韩、德系为代表，如日系的 CR-V、RAV4、汉兰达、奇骏、逍客等车型，韩系的途胜、IX35、狮跑，德系的途观，这些车型大都在全球市场均有良好的表现，投放我国后其表现优秀；在中低档和小型 SUV 市场，基本以自主品牌为主。

目前我国城市型 SUV 占总量比重约 90%，前十大 SUV 车型占行业销量一半，并形成了国别以日韩系为主、价格在 15—25 万元、排量在 1.8—2.5L、长度在 3.6—4.7 米的主流消费区间。预计这种层级分明的格局在相当长时期内将保持不变。

图表37 SUV各系别占比



资料来源：乘联会

3.2 重卡行业增速下半年有望改善

■ 重卡行业影响因素模型

2011 年 1-4 月份重卡累计销售 396453 辆，同比增长 3.33%，其中半挂牵引车销售 99855 辆，同比减少 24.64%，与 2010 年半挂牵引车同比增长 67.98%相比增速下降明显。我们认为导致 2011 年重卡行业销售增速缓慢以及部分车型销量下滑明显的原因，来自于长期和短期多个方面。

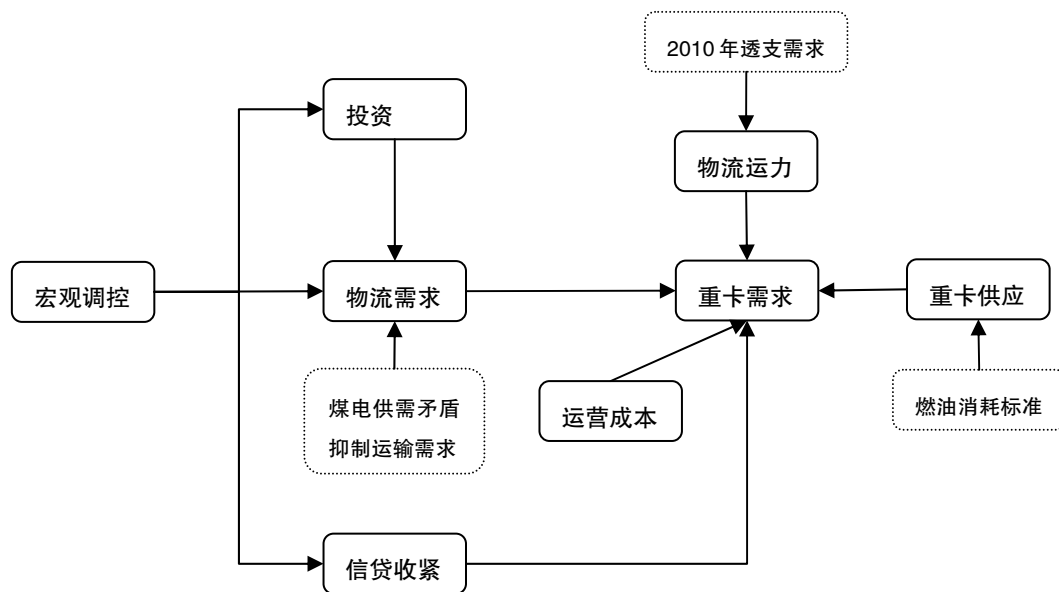
➤ 长期来看，重卡的需求主要由固定资产投资、物流量来决定

重卡属于投资品，作为生产工具，重卡行业的增长、产品的质量档次与宏观经济增长速度、经济结构变化、区域经济发展等密切相关。

➤ 短期来看，影响因素包括宏观层面和微观两个层面

宏观调控对信贷的紧缩政策，导致贷款购车难度较大，并且加大了融资成本，两者同时对重卡需求起到了负面影响。微观因素有：2010 年高速增长透支 2011 年部分需求；燃油和轮胎价格上涨增加运营成本；交通部严格执行《道路运输车辆燃料消耗量检测和监督管理办法》；煤电供需矛盾抑制了煤炭的运输等。

图表38 现期重卡需求多因素影响模型



资料来源：平安证券综合研究所

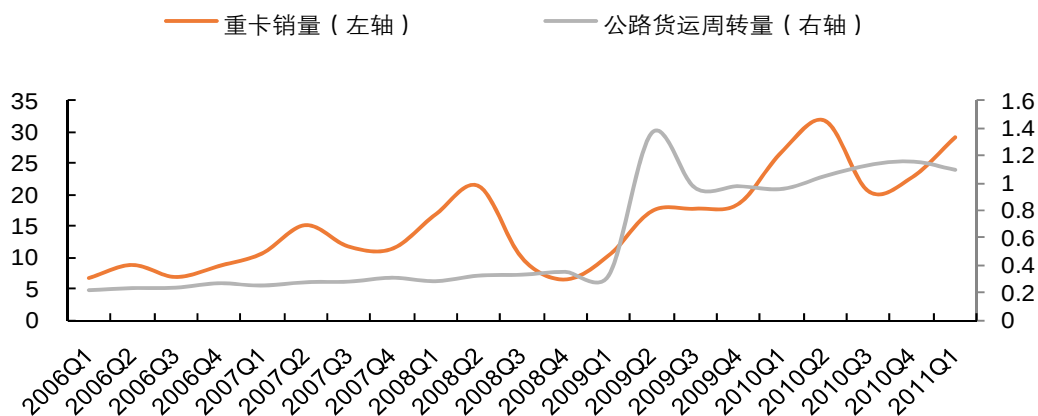
■ 多因素造成短期需求下滑

2011年1-4月份重卡销量增速缓慢，主要原因是短期需求下滑。在国家宏观调控下，加之燃油价格上涨、煤电供需矛盾等诸多因素，导致重卡短期需求下滑。

➢ 消化2010年富余运力，未来货运周转量增长带来下一轮重卡销量增长

2010年重卡销量保持较高增长，公路运力得到较大的提升。在此背景下，2011年货运周转量增长较为缓慢，导致现有运力出现富余。以半挂牵引车为例，2010年半挂牵引车高于重卡细分市场的增长，对2011年需求透支力度更大，从而导致半挂车的销量下滑更加明显。从历史的重卡销量与公路货运周转量数据可以发现，在重卡销量高速增长期后，将会进入缓慢增长期，待公路货运周转量上升后，又将进入下一个重卡销量高速增长期。消化2010年形成的富余运力后，未来在公路货运周转量增长后，将会带动下一轮的重卡增长投资。

图表39 重卡销量与公路货运周转量关系图 单位：万辆、万亿吨公里



资料来源：Wind，交通部

➤ **燃油和轮胎价格上涨，提高重卡运营成本**

2011 年以来，柴油出厂价格每吨上涨 750 元，上涨幅度达 10.7%。2010 年至今，进口天然橡胶价格每吨上涨 19200 元，上涨幅度达 88.1%，带动轮胎价格上涨 30% 以上。由于重卡使用效率高，轮胎损耗远高于其它车辆，一辆 6×4 牵引车带三轴挂车，配备 23 条胎，按每条价格 2000 元计算，全部更换的成本达 4.6 万元。燃油和轮胎价格上涨双重效应叠加，卡车运营成本上升显著，由于宏观调控和部分富余运力的影响，重卡车主无法把成本转嫁出去，从而车主盈利能力恶化，抑制新车购买需求。

➤ **信贷收紧导致重卡客户贷款购车难度和费用同时上升**

现有重卡销售 70-80% 使用贷款购车，由重卡厂商提供担保，经销商贷款从其处购车，当银行信贷收紧，贷款成为稀缺资源，并且贷款利率上升，导致经销商贷款难度加大，资金压力陡增，并且贷款成本上升。信贷收紧传导至终端客户，致使很难分期付款，同时购车成本上升，抑制新车购买需求。

➤ **《道路运输车辆燃料消耗量检测和监督管理办法》短期影响重卡供应**

2011 年 3 月《道路运输车辆燃料消耗量检测和监督管理办法》过渡期截止，交通部严格执行燃料消耗限值管理办法，短期增加了整车厂成本，影响重卡销售。各大重卡厂商正在积极寻求解决办法，短期内将会消除该因素的负面影响。

➤ **发电企业积极性不足，导致煤炭合同履约率较低，煤炭运输需求下降**

由于煤价上涨，发电企业亏损严重，发电积极性下降，大规模进行设备检修，动力煤物流需求下降明显，也部分影响了重卡需求。随着发改委上调电价，提升发电企业积极性，未来煤炭物流需求将会上升，对重卡运输需求也会同时提升。

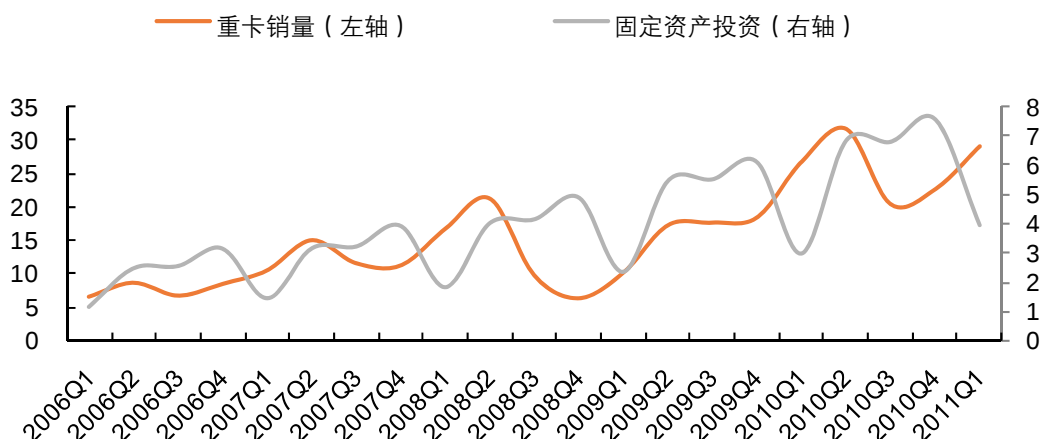
■ **投资驱动长期需求增长**

国家的宏观调控政策或延缓固定资产投资速度，并且作为十二五开局年，上半年新开工项目较少，导致整个社会投资力度减弱，从而影响了物流需求的增长，也就影响到了重卡的需求。同时，宏观调控影响到了各行业增长，也影响到了各行业对物流的需求。

重卡的用途主要有货物运输、配套工程施工、专用车，因此与固定资产的投资关系较为密切，但由于统计和项目结算的关系，固定资产的投资总额进度滞后于重卡的销量。

重卡行业与投资密切相关，投资增速变化取决于国家宏观政策以及经济的活跃程度，物流需求是经济活跃程度的表现。我们预估下半年，国家宏观政策在投资上逐渐放开及投入更大力度，同时随着信贷的放松，经济活跃程度也会加强，带来更大的物流需求，重卡销量在宏观政策导向下进入一个新的增长期。

图表40 重卡销量与固定资产投资同方向变化 单位：万辆、万亿



资料来源：国家统计局、中国汽车工业协会

■ 重卡企业利润下降可能性大

重卡企业大多从专业厂采购零部件，关键零部件的技术同质化严重，导致最终的产品同质化较大，价格差别较小，难以在市场上获得高过竞争对手的超额收益。同时，重卡产品零部件成本占比较高，重要零部件和材料价格的上涨将会给重卡企业带来成本压力，而这种压力还很难传导到最终客户。在重卡行业不景气时，无核心零部件优势的企业利润率较低，而拥有核心零部件内部配套能力的企业，能够保持较高的利润水平。

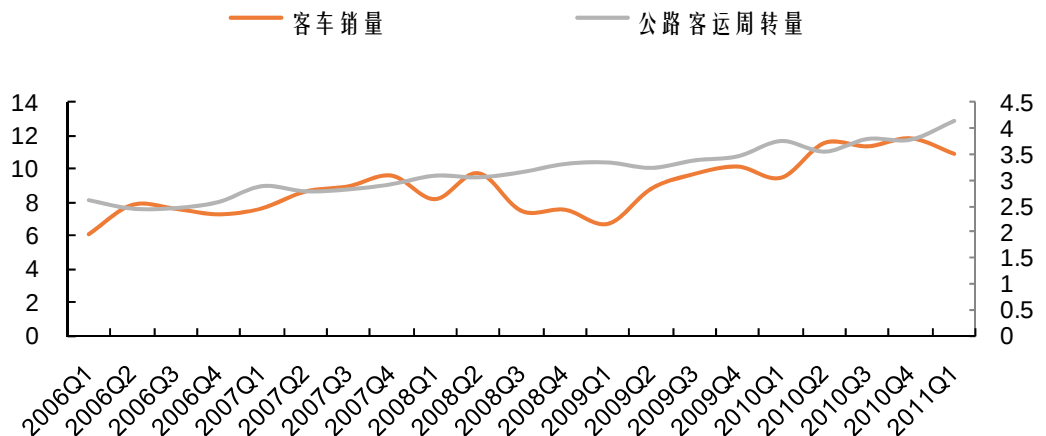
我们预计 2011 年上半年重卡行业增速缓慢的局面难以改变，而轮胎等价格上涨挤压利润空间，重卡行业 2011 年全年利润下滑可能性较大。

3.3 客车行业相对稳定

2011 年 1-4 月份客车累计销售 149574 辆，同比增长 10.44%。客运线路和客车性能的改善带来出行便利和出行意愿的增强，城市化率提升带来公交客流增加。多年来公路客运周转量呈现稳步提升态势，将会带来客车行业的稳步增长。

高铁的普及提升了出行的效率，也提升了人们的出行意愿和频率，同时也就需要更多的公路客运来配套服务。高铁和动车的大量开行给客车行业带来机遇，而不是挤压其生存空间。

图表41 公路客运周转量稳定增长带动客车销量增长 万辆、十亿人公里



资料来源: Wind, 交通部

治理城市拥堵的方法之一是大力建设公共交通, 需要大量开行公交车辆, 对客车企业也是机会, 特别是新能源客车。

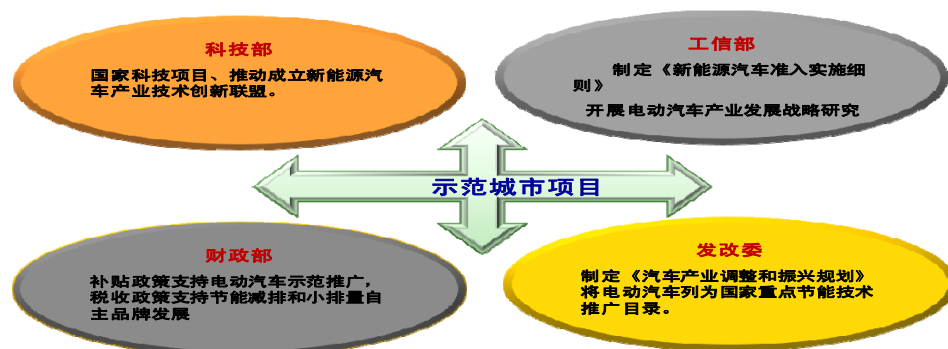
客车单价较高, 消化成本能力较强, 客车行业基本形成数家大型客车企业的竞争, 处于龙头地位的企业话语权较大, 能够获得稳定的回报。

3.4 关注新能源汽车产业政策的持续效果

■ 政策预期点燃投资热情, 关注新能源汽车产业规划

2010年5月份国务院常务会议宣布将出台新能源汽车补贴政策曾引发市场对于新能源汽车板块的关注。时隔一年, 由工信部、科技部等部门参与制定的《节能与新能源汽车产业规划(2011-2020年)》已上报国务院。即将出台的《规划》, 是我国新能源汽车发展的指导性纲要。市场对政策出台仍然抱有较高预期, 千亿投资能够有效提升市场空间, 为相关板块带来投资机会。

图表42 各部委推进新能源汽车发展

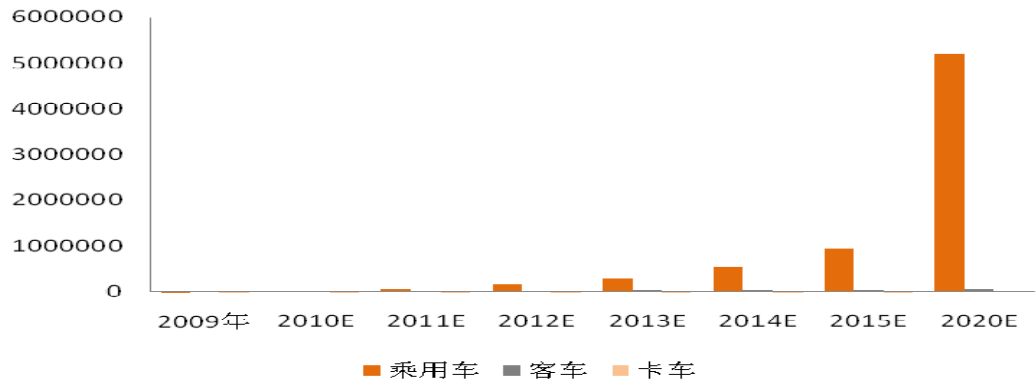


资料来源: 媒体资料整理

➤ 数量化指标明确, 市场空间大

综合各方面信息,我们推测节能与新能源汽车产业总体规划目标是 2020 年我国新能源汽车产销总量达到 500 万辆,中度和重度混合动力乘用车占乘用车年产量的 50%以上。

图表43 2020年我国电动车预计保有500万辆 单位: 辆



资料来源: 平安证券研究所

图表44 全球2020年PHV、EV汽车及关联产品增长预测

项目	产销情况 (年)	增长幅度
全球汽车总产量	1 亿 600 万辆	10 年增加 154 (%)
电动汽车 (EV)	735 万辆	10 年增加 7.6 倍
混合动力汽车 (HEV)	171 万辆	10 年增加 131.2 倍
锂离子电池	8605 亿日元	10 年增加 33.2 倍
电机 (驱动/发电)	6880 亿日元	10 年增加 6.8 倍
V2G/V2H 用 ECU	41 亿日元	16 年增加 6 倍

资料来源: 富士Chimera综研

➤ 千亿投资, 过半支持关键技术研发

预计新能源汽车规划政府财政投入 1000 亿元, 致力于打造完善的新能源汽车产业链。其中 500 亿元为节能与新能源汽车产业发展专项资金, 重点支持关键技术研发和产业化; 300 亿元用于支持新能源汽车示范推广; 200 亿元用于推广以混合动力汽车为重点的节能汽车。另外, 有 100 亿元用于扶持核心汽车零部件业发展, 50 亿元用于试点城市基础设施建设。国家计划投入过半资金作为节能与新能源汽车产业发展专项资金, 可知关键技术研发和产业化的紧迫性显而易见。关键技术的技术进步和产业化进程也是整个新能源汽车行业发展的主要制约部分。

■ 技术改进影响投资窗口, 政策鼓励的阶段性侧重点带来结构性机会

➤ 混合动力汽车地位提升, 关注车用镍氢电池、铅酸电池制造商

来自日本富士 Chimera 综研的数据表明, 日本长期看好电动汽车发展未来。在对于未来技术路线的选择上, 富士综研倾向于认为在未来十年, 混合动力汽车的发展速度要高于纯电动汽车。日本现有的丰田普锐斯主攻混合动力市场, 累计销量已经超过 300 万辆。

中国在 2010 年 6 月发布的新能源汽车补贴政策中, 对混合动力汽车鼓励不够, 只提供了 3000 元补贴, 之后引发了业界对于电动汽车的路线争议。混合动力汽车技术储备较广, 产业化环境相对较好,

在此后发布的节能与新能源汽车规划草案中，国家对混合动力汽车的重视度有所提高，对于插电式混合动力有望给予每千瓦时 3000 元补贴。政策对于混合动力汽车重视度的增强，提高了市场对于混合动力汽车相关产品和技术的关注度，提高了市场对此类公司业绩的预期。建议关注镍氢电池、铅酸电池制造企业，推荐科力远、骆驼股份。

图表45 全球未来10年汽车产量增长预测

项目	2010 年预计	2015 年预测		2020 年预测	
		产量 (万辆)	与 2010 年相比	产量 (万辆)	与 2010 年相比
混合动力 (HV)	97.2	350.5	3.6 倍	735	7.6 倍
电动车 (EV)	1.3	53	40.8 倍	170.5	131.2 倍
燃料电池 (FCV)	少量	0.1	—	0.8	8倍(与2015年相比)
新能源汽车合计	98.5	403.6	4.1 倍	906.3	9.2 倍
汽车总产量	6882	9232	1.3 倍	10600	1.54
新能源汽车市场占有率 (%)	1.4	4.4	3 个百分点	8.6	7.2 个百分点

资料来源：富士Chimera综研

➤ 新能源客车领域增速高于传统汽车，预计成为最先受益板块

根据 2011 年一季度公安机关对全国客车注册登记的统计分析，我国新能源客车已经进入高速发展时期。随着国家政策的支持，十城千辆示范城市应用推广工作的深入，国内新能源客车企业在控制系统、电机及电池技术的突飞猛进。国际油价上涨等诸多因素，都拉动了中国新能源客车的销量增长。

今年一季度混合动力客车增速比纯电动客车高 12 个百分点，表明在当前的主客观因素制约条件下，混合动力客车比纯电动客车更适合中国的国情，更受市场的青睐。公交客车运行于人口密集区，环保要求高，频繁起步、车速较慢、线路固定便于充电与维护，新能源客车有其用武之地，政府采购有可能使新能源客车相关公司最先实现经济收益。推荐宇通客车、安凯客车。

图表46 2011年一季度新能源客车销量 单位：辆

类型	2011Q1	2010Q1	同比
纯电动	247	177	39.5%
混动	401	264	51.9%
合计	648	441	46.9%
传统客车	90625	77881	16.4%

资料来源：第一商用车网、平安证券研究所

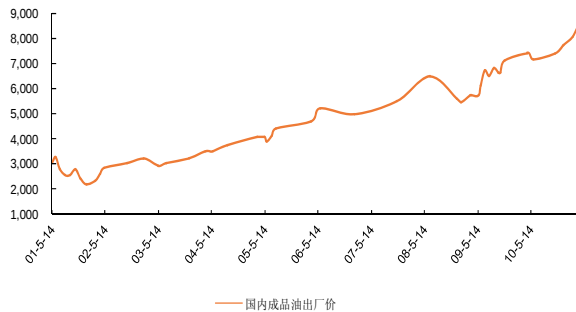
■ 从量化指标寻找确定性投资机会

➤ 政策、油价、原材料三因素影响新能源汽车产业发展

从行业发展的角度来看，政策的刺激因素是最主要的增长因素，其次是油价上涨。近十年来，油价持续上涨，提高了市场对新能源产品的替代需求的预期。另一方面油价的上涨也促使了政策的持续出台。

电动汽车区别于传统汽车的核心在于能源供给方式。电池作为电动汽车的核心，金属镍和金属钴的价格直接影响电池成本，今年以来核心金属价格下降有助于电动汽车制造成本的降低，推进电动汽车产业发展。

图表47 国内成品油出厂价格 单位：元/吨



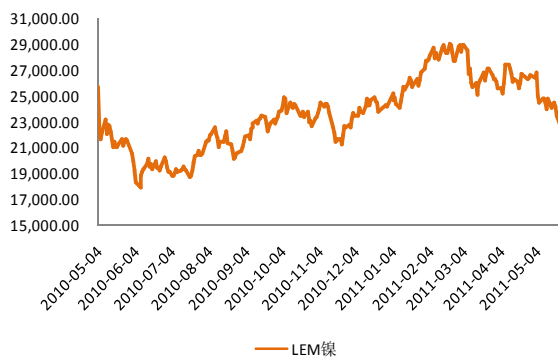
资料来源：wind

图表48 布伦特原油价格 单位：美元/桶



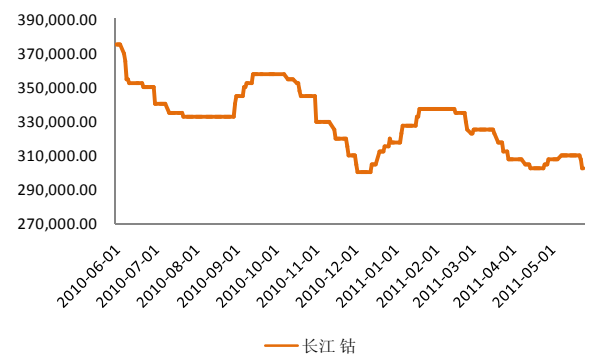
资料来源：wind

图表49 近一年镍价走势 单位：欧元



资料来源：wind

图表50 近一年钴价走势 单位：元



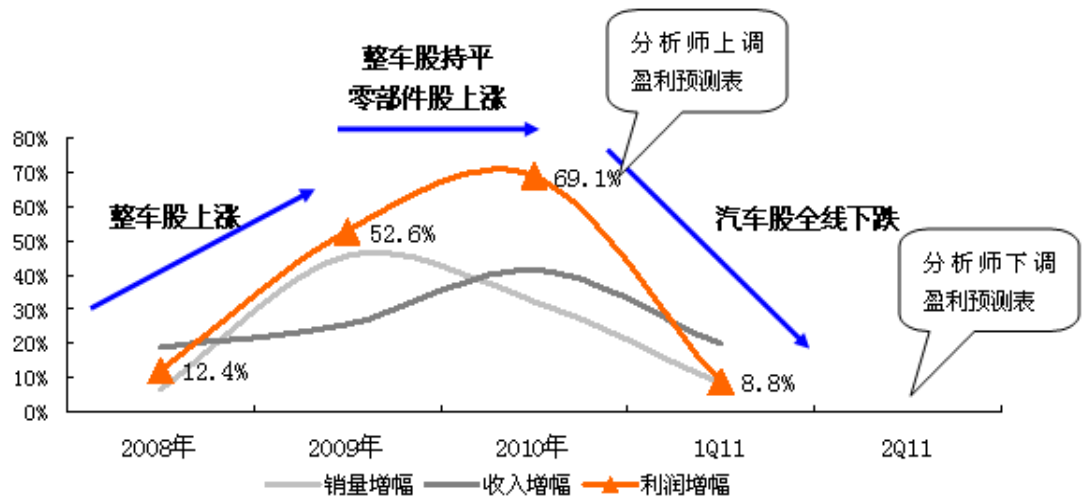
资料来源：wind

四、本轮周期波动幅度小于以往

4.1 估值处底部，结构性风险犹存

汽车股股价走势取决于利润增幅变化，近两轮周期分别为 2005 年—2008 年、2008 年—2011 年，汽车股股价较好表现阶段对应于利润增幅上升通道，即从谷底攀升至峰顶阶段。

图表51 本轮汽车股周期走势图



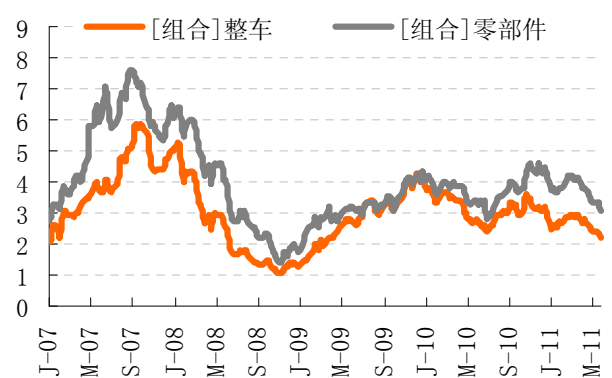
总体看，本轮汽车股表现强劲主要是在2008年底至2009年底的复苏期，2010年收入、利润虽然再创新高但对股价的边际催化作用大幅降低，2010年初至今汽车股股价整体呈现的是下降趋势。

从估值上看，整车股的市净率平均水平为2，零部件的平均水平为3。比2008年底的极端情况高出1倍PB左右，与2007年初的估值水平相当。

图表52 行业组合股价表现



图表53 历史市净率



4.2 各行业风险的释放程度

我们认为汽车板块投资风险在于部分子行业、个股业绩将低于预期，盈利预测有下调可能。

基于目前盈利预测，汽车股估值已处于底部，但部分子行业盈利预测有进一步下调可能。

我们判断中报前后市场对汽车股的盈利预测将逐步下调，进一步降低预期释放风险，汽车股有望于6—7月探至底部。

图表54 各子行业估值、盈利风险评测表

子行业类别	估值所释放的风险	盈利预测下调空间	推荐程度
1、乘用车			
中高端轿车（非日系）	充分	小	★★★★
经济型轿车	一般	较大	☆
MPV	一般	小	★★★
SUV	充分	小	★★★★
微客	不充分	大	☆
2、商用车			
大客	充分	较大	★★★
其它客车	充分	大	☆
重卡	充分	较大	★★★
其它卡车	充分	大	☆
3、零部件	不充分	较大	☆

资料来源：平安证券研究所

附：☆代表不推荐、★代表推荐，★个数多少代表推荐程度

4.3 本轮周期波谷好于前几轮

总体而言，投资者对汽车行业的风险防范意识较强，这主要源于前几轮周期过程中，行业利润和股价大幅波动给投资者带来的心理阴影。但我们认为对比以往几次周期，目前市场环境有很大变化：

■ 产销规模扩大削减行业波幅

在 2002-2004 年国内汽车市场启动、行业实现井喷式增长后，汽车新增产能迅速扩大。但当时市场规模小，2004 年轿车销量在 230 万辆左右。轿车企业考虑投资的规模效应，新建产能通常在 15 万辆左右，如有三家厂商扩产，行业即有 20%左右产能增加。但随着市场规模的扩大，2010 年轿车产销量达到 950 万辆左右，新增三家企业的产能仅相当于全行业销量的 5%左右，对轿车市场整体冲击作用减小。

■ 市场各方整体的成熟

2004-2005 年的低谷阶段，消费者对轿车价格下降预期较高；而厂商、经销商寄希望于降价促销，但结果是造成消费者更大的降价预期，持币待购心理更加严重，销量下滑叠加价格下降造成行业利润的大幅下滑。经过多年发展，目前轿车市场价格体系基本稳定，厂商和经销商不再轻易采用降价促销的手段，行业利润水平趋于稳定。

■ 宏观经济环境相对前几轮更稳定

2008 年行业周期有其特殊性，当年上半年原材料价格处于历史高点，下半年则经历了百年难遇的金融危机，很多企业在四季度几近停产。但今年汽车市场的调整是对 2009-2010 年过快增长的修正，预计行业增速在 5%左右。同时今年汽车行业成本压力好于 2008 年，我们预计行业盈利水平小幅下滑。

基于以上因素，我们判断预计 2011 年全行业销量 1895 万辆，增幅为 4.9%；全行业利润同比下降 10%左右。在上述判断下，我们认为汽车股的周期表现将好于以往两轮。

五、行业评级与重点公司推荐

5.1 估值安全+行业成长性，维持“推荐”评级

总体而言，2011 年汽车行业面临的负面因素较多，其中：乘用车市场主要是消化前期市场透支和面临优惠政策退出后的增速放缓；商用车则是宏观调控的影响。汽车行业增速趋缓，企业盈利水平下降，证券市场对汽车行业的风险因素反映较为充分，目前汽车股的估值水平较为安全。另外，我们认为 2011 年是汽车行业的调整之年，2012 年将恢复到 10%-15% 的正常增速，汽车行业的成长性依然值得期待。维持汽车行业“推荐”的投资评级。

从上半年产销情况看，狭义乘用车市场（轿车、MPV、SUV）仍保持良好增长，显示乘用车需求的刚性。但商用车在二季度后增速明显下滑，我们分析主要是因该类产品受宏观调控影响较大。宏观调控对商用车的影响有多方面：直接减少投资和物流用车需求；信贷紧缩抑制购车能力；利率上调增加购车还款成本。即宏观经济政策对商用车行业有较强的杠杆作用，在紧缩的宏观经济政策下对商用车抑制效应明显，行业表现为更大的波动。

此外，商用车企业毛利水平较低，钢材、轮胎、人力等成本上升对其毛利水平影响较乘用车企业更大。我们将在中报后对相关公司业绩进行调整。目前我们下调部分商用车公司的投资评级。

我们认为下半年汽车股的投资机会主要来自抗周期能力强的优秀乘用车公司和并购重组两方面。

5.2 把握确定性机会，收获独立行情

汽车行业周期性特征明显，在行业景气度变化过程中，企业经营能力和抗风险能力得以充分体现，我们要在大浪淘沙的过程中寻找抗周期的优秀企业。

2011 年汽车行业分化特征进一步突出，看好 SUV、MPV 子行业和龙头轿车企业的表现。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。

5.3 关注并购重组的投资机会

2011 年汽车企业经营困难增多，我们预计部分抗风险能力和综合实力较弱的企业面临生存问题，行业内并购重组机会增多。另外我们还特别提示，目前证券市场估值水平降低，是集团整体上市的较好时机。建议重点关注一汽集团相关公司的投资机会。

5.4 重点公司投资建议

■ 上海汽车：表现突出，估值低，目标价 28 元

上汽集团 1-5 月销量同比增长 13.6%。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。公司 2010 年对南汽部分资产处理充分，未来有望轻装上阵。

维持 2011 年、2012 年 EPS 分别为 1.87 元、2.24 元的盈利预测。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，目标价 25 元

2011 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 1.56 元、1.87 元。合理价格为 25 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

■ 隔膜面临进口替代浪潮，处于高速增长时期，强烈推荐佛塑科技

我们测算 2011 年全球锂离子电池隔膜总需求约 4.2 亿平方米，其中传统领域需求以每年 15% 的速度递增。隔膜成本约占锂离子电池总成本的 20%-30%，是现在锂电池中技术附加值最高的材料。国外对锂离子电池隔膜的研究生产始于上个世纪 80 年代，具有技术领先优势并占有全球大约 70% 以上的市场。随着国内锂电池制造行业的兴起，国内隔膜制造行业在中低端市场取得了突破，国产产品将逐步的替代部分进口产品。

佛塑科技（000973）业绩增长确定，2011 年预计实现 100% 左右增长。主营产品为锂离子电池隔膜、3D 偏光膜、BOPET 薄膜等高端膜制品。2010 年锂电隔膜产品净利率达到 48%，产能持续扩张，预计今年 7 月二期投产，产能增幅 200%，贡献业绩 0.1 元；3D 偏光膜产品占据细分领域 80% 以上全球市场，产品供不应求，预计今年产能增长 80%，贡献业绩 0.16 元；BOPET 薄膜产品技术一流，为杜邦在国内唯一合作伙伴，全年预计贡献业绩 0.28 元。我们预计公司 2011、2012 年业绩分别为 0.52 元、0.72 元，维持“强烈推荐”的投资评级。

■ 新能源汽车用电机市场快速增长，推荐曙光股份

全球 2010 年新能源汽车驱动电机与发电机为 177 万台，约合 1018 亿日元；到 2020 年可以达到 1258 万台，金额达到 6880 亿日元。预计 2013 年之后，采用单体组合电机（驱动、发电双重功能）的技术将得到普及。预计 2015 年以后，电机需求的市场与车辆的增长数量是一致的，即 PHV、EV 汽车全部采用单体组合式电机为统计依据。

曙光股份（600303）2011 年 1 月和南车株洲所确定合作发展新能源客车，预计 2011 年底或 2012 年将形成年产 1 万台以上新能源客车与年产 2 万套电机驱动系统等关键零部件产能。3 月又合资成立黄海麦科卡电动进行微型电动车的研发和生产，一期规划产能 6 万辆/年，总规模至 30 万辆，总投资额 10 亿元。这两项投资可以实现公司传统汽车与新能源技术优势互补，提升公司在新能源汽车领域的竞争力，促进新能源汽车产业的发展。预计 2011 年、2012 年每股收益 0.59 元、0.70 元，维持“推荐”评级。

■ 超级电容器是未来电动车研发方向之一，推荐新宙邦

作为一种新型的能量存储装置，超级电容器是未来电动车研发方向之一。未来市场发展的核心驱动因素为电极材料技术的突破，使超级电容器的耐压值升高，具备更好的储能性质。目前中国市场超级电容器年需求量可达 2150 万只，约 1.2 亿瓦时，且每年都在以约 50% 的速度增长；整个亚太地区的年需求量超过 9000 万只，约 5.4 亿瓦时，增长速度约为 90%；全球的年需求量约为 2 亿只，约 12 亿瓦时，增长速度约为 160%，市场前景非常广阔。目前超级电容器占世界能量储存装置（包括电池、电容器）的市场份额不足 1%，在我国所占市场份额约为 0.5%，因此超级电容器存在着巨大的市场潜力。

新宙邦（300037）是国内固态高分子电容器化学品、超级电容器电解液和锂离子电池电解液的主要供应商之一，并拥有超级电容器电解液核心溶质季铵盐的核心技术。我们预计募投项目达产之后公司产能将再度翻番。我们预测公司业绩在 2012 年将取得突破性增长，预计 2011、2012、2013 年业绩分别为 1.06 元、1.42 元、2.33 元，给予“推荐”的投资评级。

图表55 汽车及新能源公司盈利预测与投资评级 单位：元/股

公司简称	EPS			PE			PB	投资评级	评级调整
	2010 年	2011E	2012E	2010 年	2011E	2012E			
上海汽车	1.49	1.87	2.24	11.49	9.14	7.63	2.23	强烈推荐	
悦达投资	1.01	1.56	1.87	13.24	8.57	7.17	3.93	强烈推荐	
佛塑科技	0.28	0.52	0.72	43.84	23.91	17.15	5.48	强烈推荐	
潍柴动力	4.07	4.91	5.77	11.10	9.20	7.83	3.70	推荐	↓
江铃汽车	1.98	2.46	2.94	12.51	10.09	8.44	3.21	推荐	
万向钱潮	0.27	0.39	0.48	30.64	21.05	17.22	2.58	推荐	
威孚高科	2.36	2.80	3.61	14.41	12.15	9.42	4.39	推荐	↓
一汽轿车	1.14	1.37	1.77	11.74	9.81	7.60	2.42	推荐	
中鼎股份	0.52	0.74	0.94	22.91	16.19	12.74	5.92	推荐	
宗申动力	0.34	0.43	0.61	20.94	16.33	11.51	3.47	推荐	
宁波华翔	0.74	0.84	1.00	16.03	14.10	11.92	2.44	推荐	
银轮股份	1.31	1.75	2.61	13.63	10.17	6.81	2.66	推荐	
松芝股份	0.73	1.06	1.38	22.85	15.79	12.11	2.92	推荐	
新宙邦	0.88	1.06	1.42	41.11	34.13	25.48	3.81	推荐	
宇通客车	1.65	2.15	2.65	13.01	10.02	8.11	4.28	推荐	↓
福田汽车	0.78	0.91	1.26	10.69	9.14	6.63	2.06	推荐	
曙光股份	0.42	0.59	0.70	19.21	13.74	11.52	2.19	推荐	
星马汽车	1.43	1.95	2.25	13.30	9.72	8.44	3.99	推荐	
江淮汽车	0.90	1.28	1.51	11.11	7.81	6.64	2.27	推荐	
福耀玻璃	0.89	1.01	1.23	11.16	9.90	8.07	3.91	推荐	
华域汽车	0.97	1.17	1.38	10.36	8.61	7.29	1.69	推荐	
一汽富维	2.70	3.08	3.86	9.64	8.42	6.73	2.39	推荐	
杉杉股份	0.29	0.60	0.95	57.55	27.82	17.57	2.01	推荐	
庞大集团	1.18	1.74	2.07	27.05	18.30	15.38	3.59	推荐	
长安汽车	0.75	0.83	0.92	11.61	10.56	9.54	1.59	中性	
一汽夏利	0.19	0.17	0.32	40.67	43.71	24.05	3.34	中性	
中国重汽	1.60	1.18	1.69	11.15	15.17	10.58	2.09	中性	↓
万里扬	0.88	1.01	1.51	31.54	27.66	18.48	2.61	中性	↓
东风汽车	0.29	0.34	0.41	15.77	13.37	10.88	1.48	中性	↓
科力远	0.06	0.11	0.15	400.22	226.96	169.67	7.48	中性	
金龙汽车	0.53	0.59	0.72	15.54	13.88	11.47	2.07	中性	
力帆股份	0.40	0.68	0.85	25.44	15.12	11.94	2.02	中性	↓
星宇股份	0.58	0.82	1.15	33.56	23.47	16.83	2.73	中性	↓

资料来源：wind（按6月10日收盘价计算）

说明：近期我们先调整部分公司投资评级，业绩预测暂未调整，具体调整将在中报披露后。

汽车行业研究团队简介：

平安证券汽车行业研究团队上榜 2010 年“新财富”、“金牛奖”。

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10 年技术经济工作经验，7 年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业首席分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业高级分析师。

侯世霞：中南大学化学工程与工艺专业学士；兰州大学工商管理硕士。三年锂电正极材料研究经验。现为平安证券研究所汽车行业助理分析师。

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