

汽车

证券研究报告

证券分析师

王德安

S1060511010006
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余兵

S1060511010004
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

SUV 需求依然强劲，五月下滑因偶然因素

事项:

5月汽车销量近日公布，SUV 同比环比为负，市场由此引发了 SUV 是否也与其它车型一样进入低迷期的争论。

平安观点:

近年来 SUV 产品因空间大、视野开阔、舒适性和安全性好、外形时尚等特点，较好满足了消费升级、个性化和家庭二次购车等方面的需求，且供应品牌较之轿车品牌少得多，该行业处于高成长期，部分热门车型车源紧张供不应求。

5月份 SUV 行业销售 99619 辆，同比-4.06%，环比-19.74%。

通过对部分车型销售终端的调研，对不同 SUV 品牌、SUV 生产企业销量数据的观察，我们认为：**SUV 需求依然强劲，5月下滑完全是由于偶然因素造成。**

■ 受地震影响产业链，日系 SUV 货源不足

从经销商处了解到，目前几款主打日系 SUV 现货严重不足，如部分城市 CRV 目前提车至少需加 1 万元左右装饰费，不加价则需等待 3 月左右。

CRV2010 年占 SUV 行业销量的 10.6%，因此 CRV 的销量变动直接影响了行业销量变动。

据了解，受地震影响目前 CRV 单月产能约 5000 台左右，预计 8 月将有所恢复。从 5 月数据看，CRV 销量骤降至 5003 辆，与目前产能较为符合。

日系与韩系 SUV 产品具有一定替代性，5 月份韩系 SUV 如北京现代、东风悦达起亚产品依然保持了较高的同比增幅。

与其它日系 SUV 企业供应体系较封闭不同，东风日产则较为开放，因此受日本地震影响较小，目前货源较为充足。

■ 自 2011 年 5 月起华泰汽车不再纳入中汽协统计范围

从 2011 年 5 月开始，华泰汽车销量不再纳入中汽协统计数据，为保证数据完整性，华泰汽车一栏依然存在，但销量均以“0”代替。而 2010 年 5 月华泰汽车 SUV 报给中汽协的销量为 6086 台、2011 年 4 月则为 10070 台。

■ 地震影响的消除于车市为利好而非利空

目前有一种观点，认为地震之后相关工厂的复产将加大车型之间的竞争，对车市复苏为

一种利空。我们的观点与此相反，原因如下：

1) 地震影响的是整个产业链不仅仅是整车：部分零配件厂的停产影响了包括欧美车系在内的各车系部分品种供应的紧张，部分车型因此不得不减少生产，等待供应链的恢复。

2) 日系车的减产造成部分观望等待的消费者，而并非由此购买了其它车系的车型。就SUV产品而言，日系车的可能替代车型为韩系SUV，因此不仅在我国，在欧美国家日系车的产能不足直接导致了韩系车市占率的提升。但日系与自主品牌并不存在直接的竞争关系，因此无论日系车货源充足还是紧张都不太可能影响这类车型的竞争态势。

由于日本地震终究属于偶然因素，日系车的购买者极有可能不购买其它替代车型，而等待产能复苏后再购买，这部分消费则由于地震推迟到了三、四季度。

■ 悦达投资依然是 2011 年 SUV 行业最佳投资品种

SUV车型是悦达起亚利润的最大贡献者。2011年前5月，该公司SUV产品同比增长50%左右，将有效提升悦达起亚全年利润率。维持对其2011年EPS1.56元、2012年1.87元的盈利预测。

汽车业务价值19.5元：悦达起亚车型逐渐丰富，涵盖轿车、MPV、SUV，其中MPV、SUV行业为未来几年高增长的乘用车子行业；东风悦达起亚于2010年跨入规模效应发挥期，利润将保持较高增幅，我们给予汽车业务2012年15倍PE，对应价值为 $1.3 \times 15 = 19.5$ 元。

谨慎预计其它业务价值5.7元：其它板块运行较为稳定，盈亏相抵后2012年每股收益为0.57元，给予其10倍市盈率，对应价值为 $0.57 \times 10 = 5.7$ 元。

年内合理价值25.2元：综合各板块估值，我们认为悦达投资2011年内合理价值应为25.2元，基于目前股价上行空间大，维持“强烈推荐”投资评级。

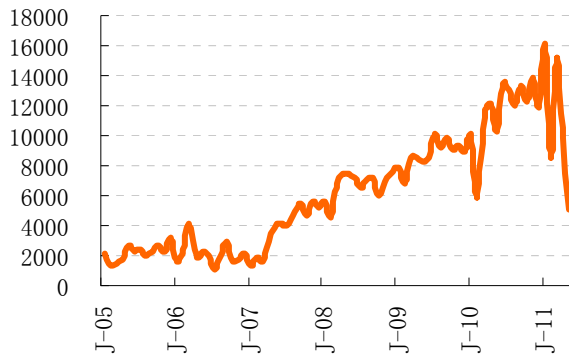
图表 1 SUV 分企业 5 月份销量 单位：万辆

主要 SUV 企业		2011 年 5 月	单月同比	单月环比	2011 年 1-5 月	累计同比
SUV 全行业		99619	-3.4%	-19.7%	618386	30.0%
一汽丰田	日系	3357	-51.4%	-59.2%	41461	-6.2%
东风本田	日系	5003	-51.0%	-49.4%	54643	9.0%
东风日产	日系	8824	11.0%	-17.7%	43922	28.1%
广汽丰田	日系	4428	-28.4%	-32.9%	32456	-5.0%
广汽长丰	日系	3086	-53.0%	-2.2%	16065	-16.0%
北京现代	韩系	14483	56.3%	44.8%	66606	97.9%
东风悦达起亚	韩系	9899	62.3%	12.6%	45137	49.1%
上海大众	德系	9181	49.4%	-13.1%	53701	286.6%
长城汽车	自主	11450	-24.7%	-10.2%	56403	-3.5%
华泰汽车	自主	0	-100.0%	-100.0%	26744	-17.9%
奇瑞汽车	自主	7811	79.3%	-27.8%	46821	56.9%
江淮汽车	自主	778	-42.1%	-67.6%	8416	-3.5%
其它		21319	27.2%	5.8%	126011	45.8%

资料来源：中国汽车工业协会

图表 2 东风本田 CRV 月度销量

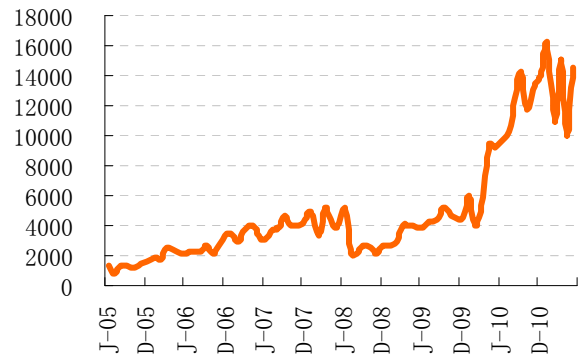
单位: 辆



资料来源: 中国汽车工业协会

图表 3 北京现代 SUV 月度销量

单位: 辆



资料来源: 中国汽车工业协会

图表 4 主流 SUV 品牌 5 月销量

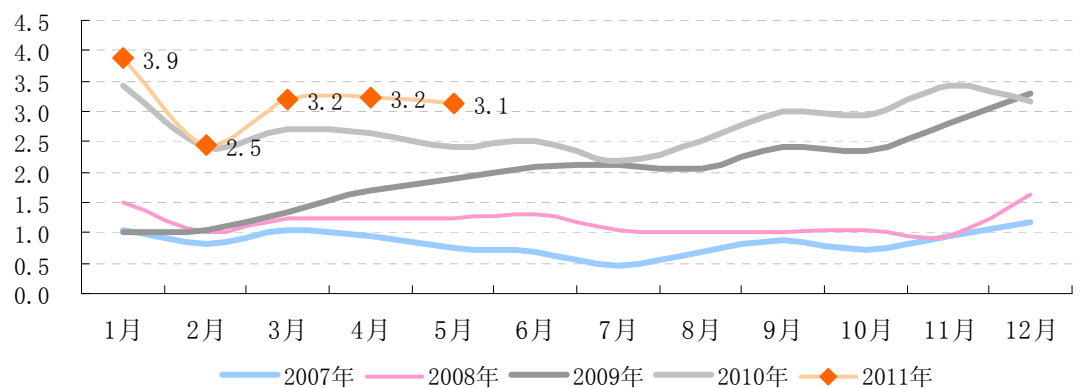
单位: 辆

		2011 年 5 月	单月同比	单月环比	2011 年 1-5 月	累计同比
日产逍客	日系	6976	37.3%	-6.5%	35527	52.6%
本田 CR-V	日系	5003	-51.0%	-49.4%	54788	9.3%
丰田 RAV4	日系	1912	-70.3%	-70.4%	31666	-20.8%
大众途观	德系	9181	49.4%	-13.1%	53701	286.6%
现代 IX35	韩系	9680	77.4%	95.0%	40496	309.4%
现代途胜	韩系	4803	26.2%	-4.7%	25252	6.2%
起亚狮跑	韩系	4498	-26.3%	17.2%	19548	-35.4%
起亚智跑	韩系	5401		9.1%	25589	
奇瑞瑞虎	自主	6922	117.3%	-26.3%	40374	76.5%
长城哈弗	自主	11450	-11.0%	-10.2%	66490	17.0%

资料来源: 中国汽车工业协会

图表 5 东风悦达起亚月度销量

单位: 万辆



资料来源: 中国汽车工业协会

图表 28 悦达投资 EPS 分拆

EPS 分拆 (元)	2009A	2010A	2011E	2012E
高速公路	0.61	0.73	0.80	0.88
汽车业务	0.25	0.61	1.08	1.30
煤炭	0.01	0.06	0.06	0.06
拖拉机	-0.03	-0.04	-0.04	-0.03
纺织	-0.07	0	0	0
其它(主要为利息)	-0.32	-0.35	-0.35	-0.35
合计	0.46	1.01	1.56	1.87
目标价 (元)			22	25

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

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