

把握估值修复，布局成长股

—汽车行业 2011 年下半年投资策略

民生精品---深度研究报告/汽车行业

2011 年 6 月 08 日

报告摘要:

- 受多项负面因素影响，2011年汽车行业销量增速下滑，远远低于预期，预计全年增速为5%左右。对行业投资评级：中性。

- 我们认为优势整车股三季度或存在估值修复机会。

汽车行业月销量同比数据超（低于）预期是刺激汽车板块估值上行（下行）的最敏感的因素。8月份行业各项负面因素影响减弱（特别是日本地震的恢复速度超预期），随着进入销售旺季，行业销量数据有望好于预期。悲观预期好转，汽车板块将出现估值修复。但由于整体行业景气度处于下行通道，估计估值上行修复空间不大，预计15%左右。

我们认为三季度随着整体行业销量好转，优势整车企业中报业绩亮相，将首先实现估值修复。看好定位于中高端轿车的企业上海汽车、SUV首选标的悦达投资。

- 高成长零部件股有机会。

我们认为零部件有高成长潜力有三个理由：1、零部件公司盈利稳定性更强；2、整车保有量上升，给维修市场带来机会；3、零部件行业分散，为扩张性企业带来机会。

建议关注零部件出口复苏及进口替代给公司带来的机会。看好星宇股份、万丰奥威、福耀玻璃。

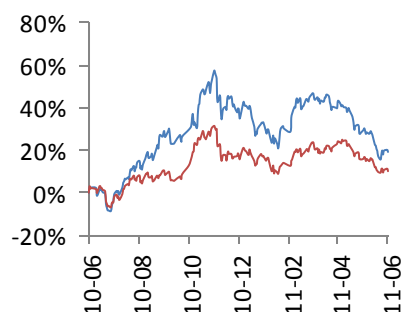
- 新能源汽车板块蕴含机会。

《节能与新能源汽车产业规划2011-2020年》已经上报国务院，不久有望出台。在各自产业链深度和技术储备上拥有明显优势的龙头企业将获得先机。

- 整车重点推荐上海汽车、悦达投资；零部件推荐星宇股份、万丰奥威、福耀玻璃；新能源汽车看好曙光股份。

中 性 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：刘芬

执业证书编号：S0940511040002

电话：(86755)22662076

Email: liufen@mszq.com

相关研究

1、《行业专题-交运设备:政策推动新能源汽车浪潮》2010-06-22

2、《行业专题-汽车及零部件行业：增速下滑，把握结构性机会》2010-12-10

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PB			评级
	20110608	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
上海汽车	17.44	1.49	2.05	2.38	12	9	7	强烈推荐
悦达投资	13.72	1.32	2.03	2.43	13	9	7	强烈推荐
江淮汽车	10.17	0.82	1.23	1.61	21	14	11	谨慎推荐
江铃汽车	25.6	1.98	2.39	2.89	9	7	6	谨慎推荐
威孚高科	34.61	2.36	2.79	3.87	7	6	5	谨慎推荐
星宇股份	19.24	0.59	0.82	1.15	30	21	15	强烈推荐
万丰奥威	13.85	0.47	0.6	0.67	29	23	21	强烈推荐
福耀玻璃	9.95	0.89	1.1	1.29	11	9	8	谨慎推荐
曙光股份	8.36	0.42	0.49	0.65	19	17	13	强烈推荐

资料来源：民生证券研究所

目录

一、引言—把握估值修复，布局成长股.....	3
二、估值见底，三季度将现优势整车股估值修复.....	4
1、行业估值见底.....	4
2、汽车行业销量增幅低于预期，预计全年增长 5%.....	4
3、日系厂商复产时间提前，行业负面影响逐渐减弱.....	5
4、三季度优势整车将首先实现估值修复.....	6
5、重点公司.....	7
（1）上海汽车：中高端轿车品种，估值优势明显.....	7
（2）悦达投资：SUV 首选标的.....	9
三、零部件有高成长潜力，关注出口复苏和进口替代.....	11
1、理由之一：零部件公司盈利稳定性更强.....	11
2、理由之二：保有量上升，给维修市场带来机会.....	11
3、理由之三：零部件行业分散，为扩张性企业带来机会.....	11
4、关注出口复苏及进口替代.....	12
5、重点行业及公司.....	12
（1）星宇股份.....	12
（2）万丰奥威.....	13
（3）福耀玻璃.....	14
四、政策推动新能源汽车产业.....	16
重点公司.....	16
插图目录.....	18
表格目录.....	18

一、引言—把握估值修复，布局成长股

受 2010 年底购置税优惠等政策的退出、国家宏观调控、燃油价格的不断攀升、部分城市治堵限购政策的实施、锦湖轮胎质量及日本地震等多项负面因素的影响，2011 年汽车行业销量增速将低于年初市场预期的 10-15%。我们预计全年汽车销量将增长 5%，对行业投资评级为中性。

我们认为优势整车股三季度或存在估值修复机会。从上市公司销量数据和一季报来看，整车股中也有销量增速高、业绩稳定的优势公司，但是一直受整体行业销量增速乏力的影响，经过调整，估值处于低位。

8 月份行业各项负面因素影响减弱（特别是日本地震的恢复速度超预期），随着进入销售旺季，行业销量数据有望好于预期。悲观预期好转，汽车板块将出现估值修复。但由于整体行业景气度处于下行通道，估计估值上行修复空间不大，预计 15% 左右。

我们认为三季度随着整体行业销量好转，优势整车企业中报业绩亮相，将首先实现估值修复。看好定位于中高端轿车的企业上海汽车、SUV 首选标的悦达投资。

零部件有高成长潜力。原因是：1、零部件公司盈利稳定性更强；2、整车保有量上升，给维修市场带来机会；3、零部件行业分散，为扩张性企业带来机会。建议关注零部件出口复苏及进口替代给公司带来的机会。看好星宇股份、万丰奥威、福耀玻璃。

新能源汽车板块蕴含机会。《节能与新能源汽车产业规划 2011-2020 年》已经上报国务院，不久有望出台。在各自产业链深度和技术储备上拥有明显优势的龙头企业将获得先机。看好曙光股份。

表 1：2011 年下半年汽车行业投资标的

证券代码	证券简称	收盘价 (20110608)	EPS			PE			投资评级
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	
600104.SH	上海汽车	17.44	1.49	2.05	2.38	12	9	7	强烈推荐
600805.SH	悦达投资	13.72	1.32	2.03	2.43	13	9	7	强烈推荐
601799.SH	星宇股份	19.24	0.59	0.82	1.15	30	21	15	强烈推荐
002085.SZ	万丰奥威	13.85	0.47	0.6	0.67	29	23	21	强烈推荐
600660.SH	福耀玻璃	9.95	0.89	1.1	1.29	11	9	8	谨慎推荐
600303.SH	曙光股份	8.36	0.42	0.49	0.65	19	17	13	强烈推荐

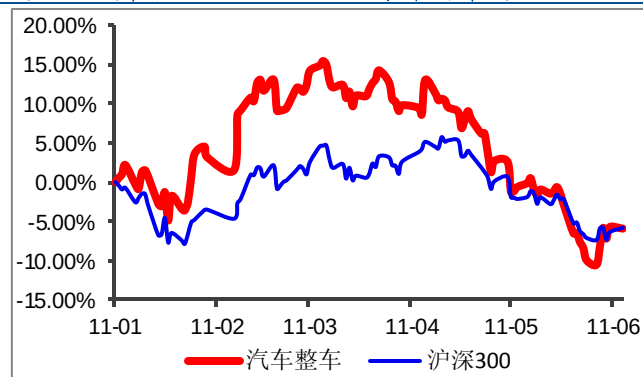
资料来源：Wind，民生证券研究所

二、估值见底，三季度将现优势整车股估值修复

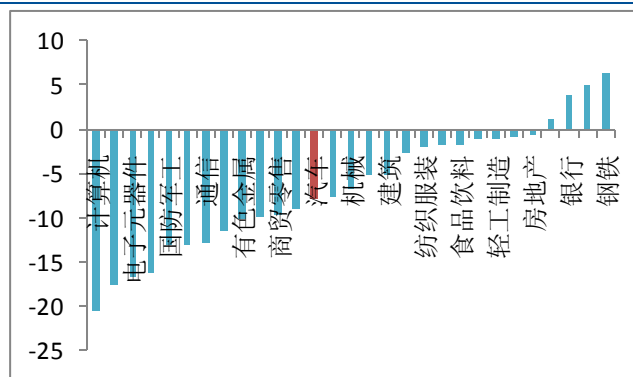
1、行业估值见底

2011 年以来，汽车整车板块先扬后抑，跌幅达到 5.92%，同期沪深 300 指数下跌 5.81%。在行业排名中，跌幅榜居中。目前汽车板块估值水平处于历史底部，汽车绝对 PE 仅为 15 倍，远远低于历史平均水平 26 倍。估值具安全边际，可以等待行业悲观预期好转带来的估值修复机会。

图 1：汽车板块跌幅及跌幅处于市场中的位置

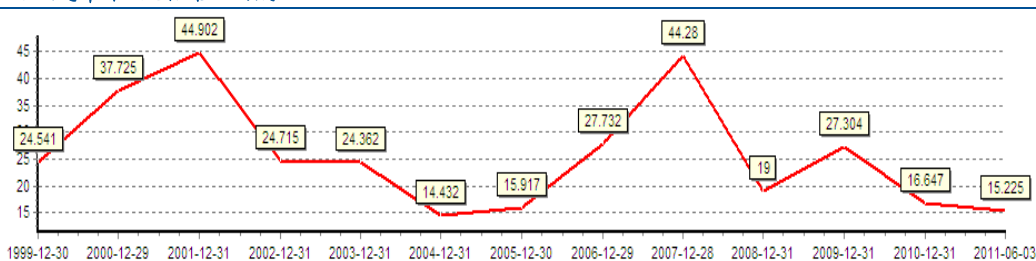


资料来源：Wind，民生证券研究所



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 2：汽车板块估值见底



资料来源：Wind，民生证券研究所

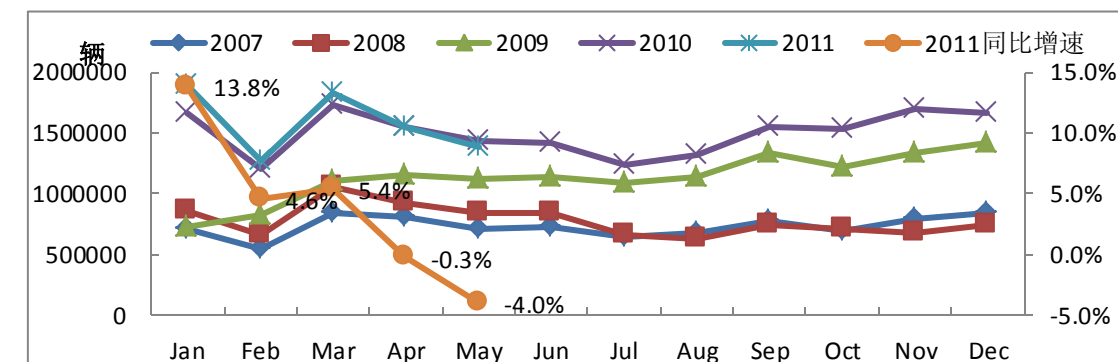
2、汽车行业销量增幅低于预期，预计全年增长 5%

2011 年汽车行业增速放缓，继 4 月份出现 27 个月以来首次负增长之后，5 月再次负增长，同比下滑 3.98%。1-5 月，汽车累计销量为 792 万辆，同比仅增长 4.06%。细分子行业除了 SUV 增速（YOY29.58%）较高之外，其余子行业增速都很低，甚至下滑。

我们年初判断汽车市场增速下滑，已经考虑到 2010 年基数过高、一线城市限牌、刺激政策退出等影响，预测行业增速为 10-15%。后来又出现其他影响行业的负面因素，目前的负面因素主要有 6 个方面：购置税优惠等政策的退出，国家宏观调控带来的影响、燃油价格的不断攀升、部分城市治堵限购政策实施的影响、锦湖轮胎质量的影响，受油耗准入政策的实施影响及日本地震的影响。购置税优惠等政策退出已经有 5 个月时间，负面影响已经消化得差不多。目前的购车需求复苏缓慢是制约销量提升的核心因素。尤其是重卡

等与优惠政策、城市限牌、地震等根本无关的车型都出现负增长，客车也出现负增长的局面。这进一步说明市场需求出现复苏乏力导致生产资料性产品的需求严重受阻。预计汽车产销增幅可能低于预期，乐观预计为 5%。

图 3：汽车月度销量（辆）



资料来源：CAAM，民生证券研究所

表 2：2011 年 1-5 月汽车分车型销量增速

销量增速（%）	09 年	10 年	11 年累计	5 月
汽车总计	45	32.37	4.06	-3.98
乘用车	53	33.17	6.14	-0.11
轿车	48	27.05	7.09	3.72
MPV	26	78.92	13.35	7.86
SUV	47	101.27	29.58	-4.06
交叉型乘用车	83	27.77	-7.97	-14.14
商用车	26	30	-2.05	-14.18
重卡	18	59.7	-2.3	-22.4
中卡	25	7.7	0.1	-8.8
轻卡	33	26.1	-2.9	-12.3
微卡	40	18.4	-6.6	-16.9
大客	7	48.6	0.4	12.1
中客	4	7.7	-13.5	-12.6
轻客	3	26.7	15.7	0.8

资料来源：CAAM，民生证券研究所

3、日系厂商复产时间提前，行业负面影响逐渐减弱

目前影响汽车行业销量的最主要不确定因素是日本地震复产进程，地震影响不止于日系车减产这么简单，因为日本电子产业发达，欧洲很多车企都有电子零部件的采购业务。此外，还有些中国车企的发动机、变速箱来自日本。零部件短缺问题在 4 月中下旬已经集中爆发。日本地震导致日本零部件供应将持续短缺。来自日本汽车经销商协会的数据显示，5 月日本国内新车销量同比降 33.4%，创下 1968 年统计以来同月历史最低，也是史上第二大降幅。虽然目前尚未得到全部日系车企 5 月份在华销量数据，但从日系车企在美国及日本的市场表现，可以预计日系车企 5 月在华销量将整体出现持续下滑的局面，一直以来日系车销量占比大，达到 23%，日系车的减产使得行业销量数据加速下滑。加上零部件

短缺引起的其他车系减产，国内汽车行业加速见底。

表 3：日本地震对全球汽车销量带来巨大影响

日本车企	全球市场	产能最新信息
丰田汽车	中国	6 月 1 日，丰田(中国)投资有限公司公布 5 月在华新车销量为 38500 辆，较去年同期减少 35%。这是丰田在华新车销售量连续第 2 个月同比下滑。
	美国	5 月，丰田在美销量从去年同期的 16.28 万辆减少到 10.84 万辆，同比下滑 33%。
	日本	5 月，日本国内丰田销量减少 56.6%。
本田	美国	本田 5 月在美销量从去年同期的 11.72 万辆减少到 9.08 万辆，同比下滑 23%。
	日本	5 月，日本国内本田减少 34.5%
日产	美国	5 月在美销量从去年同期的 8.38 万辆减少至 7.61 万辆，同比下降 9.1%。
	日本	5 月，日本国内日产减少 16.1%。
马自达	美国	5 月在美销量也有 21% 的下滑。
富士重工	美国	斯巴鲁 5 月在美销量下滑了 15%。

资料来源：民生证券研究所整理

目前在日本地震后狭义乘用车的缺货减产危机尚未全面爆发。从跟踪的最新信息看，丰田和本田的产能恢复速度均快于两家公司在 4 月份的预期，此前丰田和本田预期恢复时间分别为 11-12 月与 10 月。我们认为，5-6 月是日本地震带来的部分车型供应短缺影响最为集中的时候，此后这一影响将逐步消除。此外，按照以往规律，8 月份开始我国汽车销量将环比回升，日本地震影响的减弱以及 4、5、6 月份减产压制的汽车需求在震后产能恢复后得到集中释放，将有助于我国汽车销量同比增速的回升。

表 4：丰田、本田产能恢复提速

日本车企	产能最新信息
丰田汽车	预计从 6 月上旬后，丰田在中国各整车工厂将依次恢复到正常生产水平；一汽丰田的相关负责人表示，丰田在华工厂有望 6 月底全面复产。近日，一汽丰田已开始恢复 4S 店的预订。此前，丰田公司预计海外生产从 8 月开始依次恢复，到 11-12 月恢复到正常水平。
	丰田汽车否认了日本媒体对其本土产能在 6 月份恢复至震前 90% 的报道，称 6 月份产能恢复至震前 70% 的计划并未改变。
	丰田印度分公司表示，公司产能在 5 月 20 日起恢复至正常水平。
本田	本田中国 5 月 27 日宣布，今年 8 月广州本田和东风本田都将恢复或超过正常生产水平。
	本田日前表示，公司北美组装工厂大部分车型的产能可于今年 8 月份恢复正常，但本田思域仍将只有 50% 产能。
	5 月 20 日，本田日本宣布本土四家工厂因夏季电能供给缘故，将在 7 月份实施产量减半的节电措施。

资料来源：民生证券研究所整理

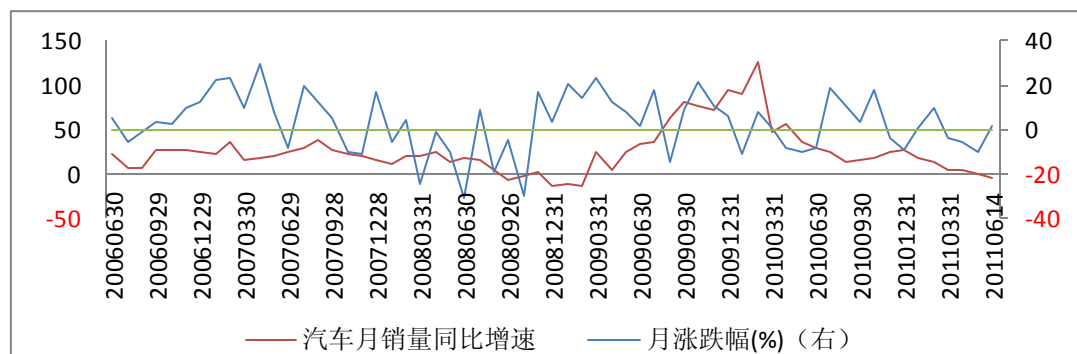
4、三季度优势整车将首先实现估值修复

从上市公司销量数据和一季报来看，整车股中也有销量增速高、业绩稳定的优势公司，但是一直受整体行业销量增速乏力的影响，经过调整，估值处于低位。

目前，汽车行业月销量同比数据超（低于）预期是刺激汽车板块估值上行（下行）的最敏感的因素。8 月份行业各项负面因素影响减弱（特别是日本地震的恢复速度超预期），随着进入销售旺季，行业销量数据有望好于预期。悲观预期好转，汽车板块将出现估值修

复。但由于整体行业景气度处于下行通道，估计估值上行修复空间不大，预计 15% 左右。

图 4：汽车行业月销量同比数据与行业指数月涨幅相关性



资料来源：Wind，民生证券研究所

我们认为三季度随着整体行业销量数据好转，优势整车企业中报业绩亮相，将首先实现估值修复。看好受益日系品牌汽车减产，定位于中高端轿车的企业上海汽车、SUV 首选标的悦达投资。

5、重点公司

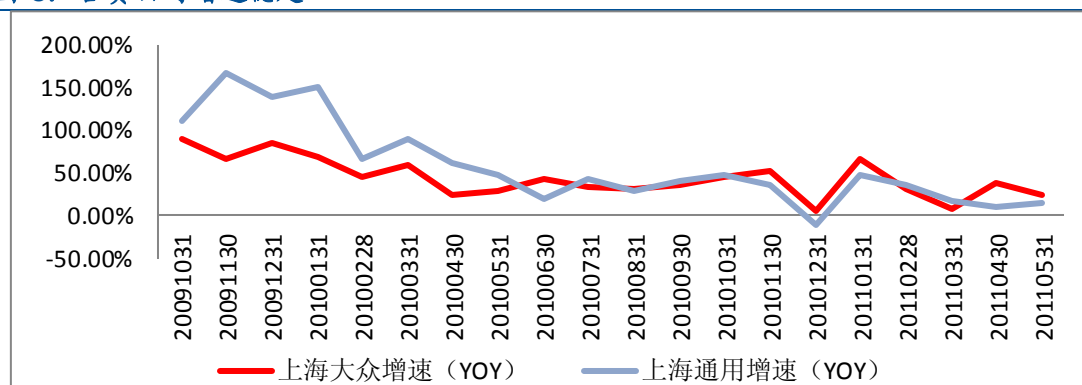
（1）上海汽车：中高端轿车品种，估值优势明显

投资要点：

- **中高端合资品牌为主，受行业负面因素影响小。**公司主要利润来源是上海通用和大众两个合资企业，目前中高端车型在上海通用和上海大众的占比较高，分别为 60% 和 44%，合资厂毛利率稳定在 30% 左右。公司基本不受行业各项负面因素的影响，5 月上海通用（YOY15.47%）、上海大众（YOY25.06%）增速显著高于同期轿车市场 3.72% 的增幅。
- **成为日系车减产的受益者。**日本地震导致日系品牌汽车减产，德、美、韩系车型成为替代车型。日系份额近两个月大幅回落，5 月已经回落到 17% 的异常低位；受此促进，德系份额从 3 月的 17% 上升到本月的 21%，美系和韩系也出现上升的态势。上海通用、上海大众等美、德系车型受益。
- **新车放量保证增长，销量增速将远高于行业增速。**近年来公司两大合资品牌的优异表现主要得益于新车投放带来销量的节节攀升。今年公司将有新 POLO、新帕萨特、斯柯达新晶锐、雪佛兰科帕奇等多款新车陆续投放市场。在新老车型的共同推动下，我们预计 2011 年上海大众和上海通用能够实现销量 18% 的同比增长。
- **盈利增长远远高于销量增速，预计增长 20%。**在公司产品结构不断优化、产能利用率维持高位以及本部减值计提减少的情况下，预计盈利增长将远远高于销量增速。今年一季度，在汽车销量增速为 18% 的情况下，公司能够实现净利润同比增长 56%，就显示出公司极强的营运能力和业绩弹性。

- **资产重组完善公司产业链，形成长期利好。**公司向集团发行股份购买资产，实现集团整体上市。重组后资产将包括整车制造、汽车零部件以及汽车服务贸易，产业链进一步向价值链高端延伸，获得行业超额利润。
- **估值优势明显。**预计 2011-13 年公司 EPS 分别为 2.05、2.38、3.08 元，对应 11-13 年的动态市盈率为 9、7、6 倍。公司增长明确，估值便宜，三季度随着整体行业销量数据好转，中报业绩亮相，作为行业龙头将首先实现估值修复。给予公司强烈推荐评级。

图 5：合资公司增速稳定



资料来源：CAAM，民生证券研究所

图 6：日系车份额下降，美德韩系份额上升



资料来源：CAAM，民生证券研究所

表 5：上海汽车盈利预测简表

利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	312485	390607	499977	634971
营业成本	251903	314439	402669	511310
营业税金及附加	8172	8184	11342	14038
营业费用	21076	26742	34060	43328
管理费用	11442	13989	18040	22854
财务费用	387	2312	3213	3366
资产减值损失	1922	2939	3533	4584
公允价值变动收益	115	87	96	93
投资净收益	8722	9928	11845	13989
营业利润	27006	32018	39061	49572

营业外收入	411	375	387	383
营业外支出	732	534	600	578
利润总额	26684	31859	38848	49377
所得税	3852	3670	4852	6008
净利润	22833	28189	33995	43369
少数股东损益	9104	9250	11955	14912
归属母公司净利润	13729	18939	22040	28457
EBITDA	31656	38433	47786	60172
EPS (元)	1.49	2.05	2.38	3.08

资料来源：公司年报，民生证券研究所

(2) 悦达投资：SUV 首选标的

投资要点：

- **高成长细分行业 SUV 首选标的。**SUV 是汽车行业中增速最抢眼的细分行业，受消费升级及一线城市换车潮推动，需求旺盛，增速独立于整体行业，仍能保持 30% 以上的高增长。公司参股东风悦达起亚 25% 股权，贡献 70% 的利润。东风悦达起亚的狮跑、智跑为其主要 SUV 产品，整车销售中 SUV 占比为 28%。
- **成为日系车减产的受益者。**日本地震导致日系品牌汽车减产，德、美、韩系车型成为替代车型。日系份额近两个月大幅回落，5 月已经回落到 17% 的异常低位；受此促进，德系份额从 3 月的 17% 上升到本月的 21%，美系和韩系也出现上升的态势。韩系车供应链相对封闭，基本不受日本进口零部件短缺影响。5 月悦达起亚销量增速仍高达 29%，增长强劲。不仅在国内，韩系车型成为日系车的替代车型，现代起亚汽车 5 月美国市场也可圈可点，销量增长了 34%。
- **新车放量保证增长，预计全年销量增长 25%。**东风悦达起亚 1 季度销售汽车 9.5 万台，同比增长 12%，而利润同比大幅增长 30%，主要是新车的陆续推出使产品结构优化。今年东风悦达起亚又有两款新车上市，第一款为中级车 K5，3 月 10 日已经上市，第二款为 QB，6 月份上市。K5 曾是 2010 年韩国月度销售冠军车型，该车外观、工艺具备一定竞争优势，经过几个月的市场检验，月销应该可以达到 3000-5000 台，同时 QB 将在 6 月份上市，也能够为公司贡献一定的销量。
- **产能瓶颈突破，畅销 SUV 智跑放量。**公司智跑发动机采购于北京现代，由于发动机供给限制，智跑产能不足，每月限产在 5000 台左右，而发动机的供给问题已经得到解决，智跑产销有望达到每月 8000 台左右。我们认为 2011 年东风悦达起亚销量有望实现 25% 的增长。
- **公司 1 季度净利润同比增长 50.3%，取得亮丽的业绩。**公司良好的业绩弹性主要体现在汽车业务上，预计悦达投资未来三年净利润复合增长率为 28%。2011 年和 2012 年的每股收益分别为 2.03 元和 2.43 元，对应 11-12 年的动态市盈率为 9、7 倍。给予公司强烈推荐评级。

表 6：悦达投资盈利预测简表

利润表				
单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	1529	2127	2162	2348
营业成本	1112	1436	1460	1591
营业税金及附加	30	42	40	43
营业费用	15	24	24	26
管理费用	186	168	173	188
财务费用	250	277	247	248
资产减值损失	4	20	4	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	447	751	1141	1339
营业利润	380	911	1354	1590
营业外收入	85	24	23	24
营业外支出	2	5	2	2
利润总额	463	930	1375	1612
所得税	82	124	184	218
净利润	381	806	1191	1394
少数股东损益	57	89	83	70
归属母公司净利润	324	717	1108	1325
EBITDA	855	1398	1825	2058
EPS（元）	0.59	1.32	2.03	2.43

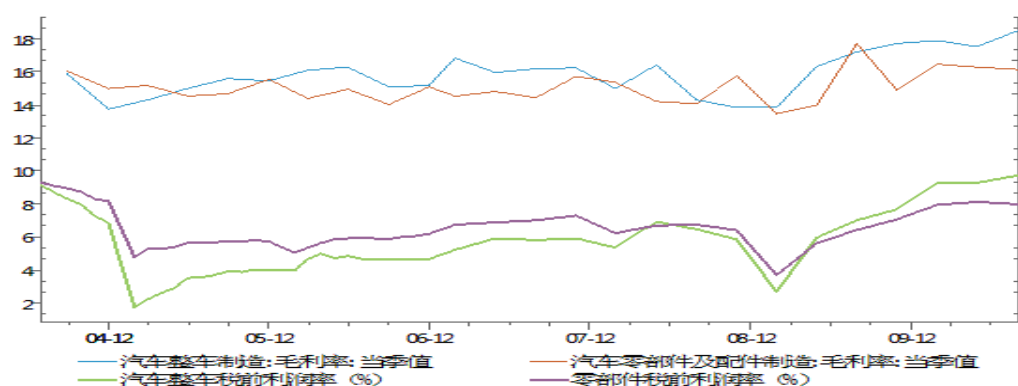
资料来源：公司年报，民生证券研究所

三、零部件有高成长潜力，关注出口复苏和进口替代

1、理由之一：零部件公司盈利稳定性更强

汽车零部件行业产能扩张相对整车较小，公司盈利稳定性更强。从汽车行业周期来看，零部件行业利润率波动要远小于整车行业。2011 年汽车行业销量增速将放缓，汽车行业整体盈利水平将出现下降，其中整车企业盈利的下滑弹性相对较高，而零部件企业盈利向下弹性相对较小。核心零部件企业有望通过其行业地位和产品竞争力规避盈利水平下滑，获得高成长。

图 7：整车及零部件利润率（%）



资料来源：Wind，民生证券研究所

2、理由之二：保有量上升，给维修市场带来机会

同时，对于汽车零部件行业，需求包括主机配套市场和维修市场，一般配套：维修比例为 80%：20%。中国汽车保有量快速扩张将为零部件维修市场带来机会。去年中国汽车销量达 1800 万辆，而 2009 年底的汽车保有量仅有 6300 万辆，因此销量规模提升到高位后汽车保有量将获得实质上的明显扩张。庞大的售后市场需求给国内汽车及零部件企业带来更大的市场发展空间。围绕存量市场的产品和服务业务将产生增长机会。其中产品主要是非核心零部件的维修需求，目前面向国内生产配套需求的零部件企业后期自然也更容易享受到维修市场的需求。

3、理由之三：零部件行业分散，为扩张性企业带来机会

此外，目前汽车零配件行业分散，行业集中度不高，四大汽车集团的零部件配套也较市场化，对于部分内生性增长良好，同时又具有一定的外延式扩张可能的零部件企业有望能够抵抗行业周期性下滑。关注市场前景良好、竞争优势突出并处于快速扩张阶段的公司。

4、关注出口复苏及进口替代

过去 10 年美国汽车销量规模在 1600-1800 万辆之间波动，而 2008 年次贷危机以来，美国汽车销量跌至 2009 年初的年化 960 万辆，跌幅深达 60% 以上。2010 年以来美国汽车销量出现回升，现在美国汽车销量年化规模达到 1340 万辆左右，距离历史正常水平仍然有 20-30% 的向上修复空间。随着美国经济持续复苏，汽车产销规模将持续补缺口的过程，将带来零部件进口需求的增多。此外，在过去 10 年间美国汽车产业对零部件的进口比例增多已经成为一种趋势。在 1998-2008 年的 10 年间，美国汽车产量年化规模从 1200 万辆略微波动下滑到 1000 万辆左右，而同期美国的汽车零部件进口金额却增长了近一倍。后危机时代进一步控制成本的要求也迫使通用、福特等美国车厂寻求加大对新兴市场的零部件采购步伐。全球大部分的汽车产量集中在欧美日韩以及中国这五个地区，美国等发达汽车市场的产销规模向上补缺口以及零部件降成本的压力将有助于中国的汽车零部件出口需求进一步改善。

国家和政府针对合资车型国产化率的要求，促成了零部件国产化的趋势。日本地震后，无论是国内还是国外整车企业为保证供应链安全，都有可能在选择供应商的过程中缩减日系供应商的数量，更倾向于日本供应商的海外工厂或非日本供应商，从进口替代和出口两个方面利好我国汽车零部件产业。另一方面，日系零部件企业也可能加快向中国产业转移的速度，国内日系合资公司将有望进一步提高国产化率，长期来看有利于我国汽车零部件产业的发展。

中国汽车零部件企业对于全球供给体系的竞争优势在于车轮、制动器和车身零部件上，这些产品的日本出口能力受损缺口将有望由中国企业来填补。福耀玻璃、星宇股份、万丰奥威等汽车零部件企业最为受益。

5、重点行业及公司

2011 年中国汽车零部件行业蕴含很多机会。从出口复苏及进口替代这个角度，我们重点推荐星宇股份、万丰奥威、福耀玻璃。

(1) 星宇股份

投资要点：

- **替代空间广阔。**公司主营乘用车车灯业务，是国内最大的内资汽车灯具总成制造商，产品包括前照灯、后组合灯、内灯及其他车辆照明设备。其中前照灯和后组合灯分别占车灯销售收入的 33% 和 24%。公司市场占有率约为 5%-6%，行业内排名第五。我们认为，未来几年国内整车行业产能扩张、需求增速趋于平稳背景下，主机厂的成本节约要求将更加强烈，零部件配套企业也相应面临压价和竞争加剧的压力；相对于以外企、合资企业为主的竞争对手，公司具备成本、响应两大关键优势，未来有望加速挤占对手的市场份额；目前公司在国内乘用车灯 OEM

市场的份额仅约 7%，替代空间广阔，发展机遇远大于挑战。

- **客户结构不断优化。**公司最初主要是配套奇瑞汽车、一汽集团等自主品牌，近年公司客户结构不断优化，公司已成功进入上海大众、上海通用等合资整车厂的配套体系，也正积极开发日系（东风日产、广州本田）、美系（长安福特）等合资品牌客户。
- 我们预测公司 11-12 年每股收益分别为 0.82 元、1.15 元。我们看好公司的客户拓展能力，随着公司业务中合资品牌轿车配套需求占比的逐步增加，以及大灯比例的提升，公司盈利能力有望继续优化。给予公司强烈推荐评级。

表 7：星宇股份盈利预测简表

利润表				
单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	53786.27	90000	126000	176400
营业成本	45005.15	73490.01	102886	144040.4
营业税金及附加	39844.98	64157.99	89821.19	125749.7
营业费用	218.52	189.01	264.61	370.46
管理费用	3189.19	5258.17	7361.44	10306.01
财务费用	1872.29	3189.34	4465.08	6251.12
资产减值损失	-351.28	-83.5	-116.9	-163.67
公允价值变动收益	231.45	778.99	1090.59	1526.83
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	8781.11	16509.99	23113.99	32359.59
营业外收入	117.51	175.41	245.58	343.81
营业外支出	115.44	9.75	13.65	19.11
利润总额	8783.18	16675.66	23345.93	32684.3
所得税	829.28	2509.88	3513.84	4919.37
净利润	7953.9	14165.78	19832.09	27764.92
少数股东损益	50.22	265.78	332.09	564.92
归属母公司净利润	7903.68	13900	19500	27200
EPS（元）	0.47	0.59	0.82	1.15

资料来源：公司年报，民生证券研究所

（2）万丰奥威

投资要点：

- **出口业务将快速增长。**我国铝车轮制造具有突出的全球竞争力，且当前全球经济尤其欧美经济已实现持续复苏，汽车销量迅速回升，对我国相关汽车零部件的需求也必然快速增长。万丰奥威出口收入占比高达近 50%，当前背景下，公司出口业务保持快速增长具有很高确定性。
- **国内业务空间大，市场份额有望提升。**无论从 OEM 市场还是 AM 市场，国内铝车轮都仍存在巨大的发展空间。公司拥有突出的规模优势、研发优势和资本优势，但当前国内市场份额仍仅为 9% 左右，随着公司对国内市场开发力度的加强，公司国内市场份额有望获得明显提升，国内业务规模同样也将快速增长。
- **注入摩轮资产显著增厚业绩。**万丰摩轮是全球最大的摩托车铝轮制造商，拥有强大的规模优势、客户资源优势，盈利能力也非常突出。根据已公布的预案，摩轮

资产注入将可显著增厚公司业绩。

- **涉足新能源汽车锂电池业务。**公司入股上海卡耐新能源有限公司，正式涉足新能源汽车锂电池业务，公司下一步的扩张方向或已瞄准新能源汽车这一热门领域。
- 公司是国内铝车轮第二大企业，资产注入完成后又将成为全球摩轮老大，公司未来将形成汽轮摩轮两大业务携手共进，国内国外市场两翼齐飞的良好格局，无论成长性还是盈利能力方面都将有诸多亮点。预计 11-12 年公司 EPS 分别为 0.6 元、0.67 元，对应动态市盈率为 23、21 倍。给予公司强烈推荐的评级。

表 8：万丰奥威盈利预测简表

利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,895	2,118	2,374	2,674
营业成本	1,547	1,388	1,429	1,456
营业税金及附加	8	9	10	12
营业费用	55	62	69	77
管理费用	87	91	105	118
财务费用	18	26	24	28
资产减值损失	6	351	508	718
公允价值变动收益	6	9	13	19
投资净收益	-1	3	4	4
营业利润	178	203	245	289
营业外收入	12	12	14	16
营业外支出	4	4	4	5
利润总额	186	211	255	300
所得税	20	20	30	37
净利润	167	191	225	264
少数股东损益	34	22	36	47
归属母公司净利润	133	170	189	217
EPS（元）	0.47	0.6	0.67	0.76

资料来源：公司年报，民生证券研究所

（3）福耀玻璃

- **国内市场占有率持续上升。**虽然公司汽车玻璃国内 OEM 市场占有率早已超过 60%，不过最近 2 年还在上升中，估计当前市场占有率接近 70%。内销收入将高于国内乘用车行业的增速水平。
- **出口市场将大幅增长。**公司汽车玻璃大约有 30% 出口国外，主要为亚太和北美市场，2011 年美国汽车市场出现明显的回稳增长，而且日本两大玻璃商受到地震影响减产公司产品将形成替代，预计公司出口有望保持在 30% 以上的增速。
- **公司未来有望成为国际汽车玻璃巨头。**短期内公司业绩受到原材料价格的不利影响，预计 11-13 年公司 EPS 分别为 1.1 元、1.29 元、1.43 元，对应动态市盈率为 9、8、7 倍。给予公司推荐的评级。

表 9：福耀玻璃盈利预测简表

利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	8508	10329	12042	13438
营业成本	5069	6166	7177	8009
营业税金及附加	7	5	6	7
营业费用	622	764	891	994
管理费用	662	826	963	1075
财务费用	173	56	75	101
资产减值损失	1	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	16	10	10	10
营业利润	1992	2521	2939	3262
营业外收入	39	30	30	30
营业外支出	20	10	10	10
利润总额	2012	2541	2959	3282
所得税	224	330	385	427
净利润	1788	2210	2575	2855
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	1788	2210	2575	2855
EPS（元）	0.89	1.1	1.29	1.43

资料来源：公司年报，民生证券研究所

四、政策推动新能源汽车产业

新能源汽车被列入国家“十二五”规划。为推动中国新能源汽车的发展，国家出台了一系列扶持新能源汽车发展的政策，启动了大规模的节能与新能源汽车的政府采购和消费者补贴计划。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》已经上报国务院，不久有望出台。

根据《节能与新能源汽车产业规划(2011-2020 年)》，2011 年到 2020 年的 10 年间，中央财政将投入 1000 亿元，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，促进公共平台等联合开发机制；300 亿元用于支持新能源汽车示范推广；200 亿元用于推广混合动力汽车为重点的节能汽车。另外，还将有 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项目建设。

总体目标是到 2020 年，新能源累计产销量达到 500 万辆，中/重度混合动力乘用车占乘用车年产销量的 50% 以上。其中包括两大块，一是 2015 年前，将大力扶持节能与新能源汽车的关键零部件的发展。在电机、电池等核心零部件领域，力争形成 3 至 5 家动力电池、电机等关键零部件骨干企业，产业集中度超过 60%。到 2015 年，动力电池系统能量密度达到 120 瓦时/公斤以上，成本降低至 2 元/瓦时。到 2020 年，动力电池系统能量密度达到 200 瓦时/公斤以上，成本降低至 1.5 元/瓦时。二是实现普通混合动力汽车的产业化，力争中、重度混合动力乘用车保有量达到 100 万辆以上。到 2020 年，培育形成 1-2 家新能源产销规模超过 100 万辆的汽车企业集团，3-5 家新能源汽车产销规模超过 50 万辆的汽车企业集团。

节能与新能源汽车的政策框架正在不断完善，政策的不断推进将孕育一批高成长企业。新能源汽车发展的关键在于动力系统的切换，增加了电池、电机、电控系统组件。新能源汽车产业的价值链从下游的整车（乘用车、客车）展开，延伸至最为核心的电池业务以及电机、电控系统，带动上游的资源领域（锂、钴、镍、稀土）公司的增长。

我们认为在新能源汽车推广的过程中，产业链中游的动力电池、电机、电控等电动汽车产业链将首先受益，在各自产业链深度和技术储备上拥有明显优势的龙头企业将获得先机。整车领域，首先实现商业化的客车领域将获得实质性增长。推荐曙光股份。

重点公司

曙光股份

投资要点：

- **公司新能源汽车业务发展前景广阔。**2011 年 1 月公司和南车株洲所确定合作发展新能源客车；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。

- **传统业务拓宽渠道。**曙光车桥在巩固华晨、江淮、福田、奇瑞、中兴、北汽等原有客户的基础上，又开发了上汽通用五菱、广汽、吉利、苏州金龙及南京依维柯等新市场，为市场占有率的提高奠定了基础。黄海乘用车积极建设营销网络，使一、二级有效经销商总数达到了 145 家和 248 家，保证了销量的增长。黄海客车努力培养战略客户，已与石家庄公交、西安公交、哈尔滨公交、成都客车厂成功构建战略合作伙伴关系，2010 年仅这四家公司就实现销售 1250 多辆客车及底盘。
- 预计 2011-13 年公司 EPS 分别为 0.49、0.65、0.83 元，对应 11-13 年的动态市盈率为 17、13、10 倍。鉴于公司是新能源客车产业的先驱者，给予公司强烈推荐的评级。

表 10：曙光股份盈利预测简表

利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6108.68	7330.42	10262.59	14367.63
营业成本	5099.57	6114.01	8562.16	11985.84
营业税金及附加	88.95	100.34	143.46	199.46
营业费用	251.94	317.87	437.77	616.26
管理费用	315.71	402.47	552.44	778.56
财务费用	42.85	43.61	80.36	151.62
资产减值损失	16.98	18.27	26.56	36.73
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.20	26.18	23.86	24.63
营业利润	311.89	360.02	483.69	623.80
营业外收入	26.21	25.38	25.66	25.57
营业外支出	7.11	5.82	6.25	6.11
利润总额	330.99	379.59	503.10	643.26
所得税	83.50	89.54	121.42	154.08
净利润	247.49	290.05	381.67	489.18
少数股东损益	4.70	6.20	7.86	10.20
归属母公司净利润	242.79	283.84	373.82	478.98
EBITDA	458.33	524.98	727.65	1000.34
EPS（元）	0.42	0.49	0.65	0.83

资料来源：公司年报，民生证券研究所

插图目录

图 1: 汽车板块跌幅及跌幅处于市场中的位置	4
图 2: 汽车板块估值见底	4
图 3: 汽车月度销量 (辆)	5
图 4: 汽车行业月销量同比与行业指数月涨幅相关性	7
图 5: 合资公司增速稳定	8
图 6: 日系车份额下降, 美德韩系份额上升	8
图 7: 整车及零部件利润率 (%)	11

表格目录

表 1: 2011 年下半年汽车行业投资标的	3
表 2: 2011 年 1-5 月汽车分车型销量增速	5
表 3: 日本地震对全球汽车销量带来巨大影响	6
表 4: 丰田、本田产能恢复提速	6
表 5: 上海汽车盈利预测简表	8
表 6: 悦达投资盈利预测简表	10
表 7: 星宇股份盈利预测简表	13
表 8: 万丰奥威盈利预测简表	14
表 9: 福耀玻璃盈利预测简表	15
表 10: 曙光股份盈利预测简表	17

分析师与联系人简介

刘芬，天津大学汽车发动机专业工科学士，中山大学经济学硕士。曾就职于国都证券，多年汽车行业研究经历。2011年加入民生证券，主要研究汽车行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。