

汽车行业 2011 年下半年投资策略

静待行业终端需求景气回升

杨华超 分析师

电话: 021-68828289

eMail: yhc2@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010016

黎韦清 分析师

020-87555888-8630

lwq@gf.com.cn

S0260511020007

汤俊 分析师

020-87555888-8628

tj5@gf.com.cn

S0260511010005

行业增速下降, 整体运行成本提升

2011 年 1-5 月国内汽车销售 791.63 万辆, 同比增长 4.06%。行业增速下滑明显, 其中乘用车销量同比增长 6.14%; 商用车同比下滑 2.05%。2011 年 1-4 月份汽车制造行业实现营业收入 1.49 万亿元, 同比增长 17.15%; 实现利润总额 1293.21 亿元, 同比 14.50%。从细分板块来看, 零部件行业受到的成本压力以及成本转移的能力要弱于整车板块。

乘用车行业需要等待终端景气回升

4、5 月日系减产加快了欧美系乘用车市场份额提升的速度, 韩系 SUV 则成为日系减产的最直接受益者。我们认为宏观经济下行、政策收紧将使得中高端市场景气难以持续。6 月份日系车企的复产对供给增加、库存回补会形成销售数据环比明显提升的表象, 行业的景气上升需要等待终端需求的改善。

商用车板块仍需要消化社会运力库存

重卡行业销量下滑幅度扩大, 使用成本上升以及公路运价指数低位徘徊说明了行业库存仍需要时间消化; 大中客行业因为公路客运以及出口需求影响, 行业需求面临压力; 轻型商用车则因为中小企业需求减少增速明显放缓。

维持“持有”评级, 密切跟踪终端市场需求变化情况

我们维持此前对经济型乘用车市场以及商用车市场谨慎的判断; 同时, 在宏观经济下行、政策收紧的环境下, 我们判断中高端市场景气难以持续。虽然目前行业估值水平处于历史低位, 但是行业景气不持续难以支撑行业估值水平的提升, 我们维持行业“持有”评级, 我们将密切跟踪宏观经济与政策的走向与行业终端需求的变化情况。重点关注的公司仍然是受益于行业市场结构分化以及有新业务突破的上海汽车、华域汽车、江铃汽车以及悦达投资。

风险提示

经济景气向上好于我们的预期; 市场的系统性风险。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
上海汽车	17.92	1.49	1.90	2.13	12.03	9.43	8.41	0.61	22.8	买入
华域汽车	10.80	0.97	1.16	1.28	11.13	9.31	8.44	0.76	13.92	买入
江铃汽车	25.8	1.98	2.50	2.85	13.03	10.32	9.05	0.57	30	买入
悦达投资	14.67	1.32	1.47	1.60	11.11	9.98	9.17	0.53	17.64	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业评级

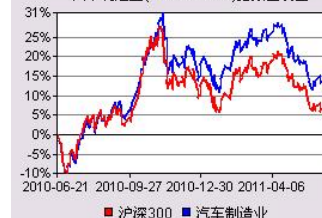
持有

前次评级

持有

行业走势

汽车制造业(0103070505)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-6.95%	-11.03%	10.40%
沪深 300	-7.90%	-10.36%	3.39%

目录索引

一、行业增速下降，整体运行成本提升	4
（一）行业销量增速下滑明显，乘用车略好于商用车	4
（二）运营成本提升，整车行业成本转嫁能力优于零部件行业	5
（三）出口整体保持了较高的增速水平	5
二、乘用车行业需要等待终端景气回升	6
（一）日系减产加剧乘用车行业结构分化	6
（二）中高端乘用车行业景气难以持续	9
（三）日系复产仅是短暂反弹的催化剂	10
三、商用车市场仍需要消化社会运力库存	10
（一）重卡销量下滑幅度增加，库存消化还需时间	10
（二）大中客行业受到国内公路客运与出口影响	11
（三）中小企业需求减少影响轻型商用车市场	12
四、新能源汽车推广是一个渐进的过程	13
五、维持行业“持有”评级，密切关注终端需求变化	14

图表索引

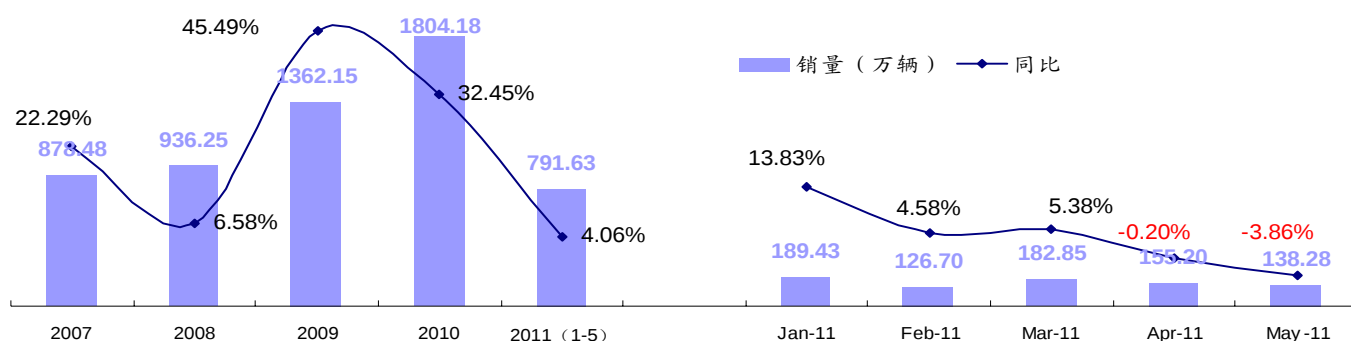
图 1: 汽车行业销量变化情况.....	4
图 2: 钢材综合价格指数变化情况	5
图 3: 橡胶价格变化情况.....	5
图 4: 汽车行业出口数据变化.....	6
图 5: 2011 年各类汽车产品出口情况	6
图 6: 主要乘用车企业 5 月份的生产情况.....	7
图 7: 主要乘用车企业 5 月份的销售情况.....	7
图 8: 狭义乘用车各品牌市场份额的变化情况.....	7
图 9: 轿车各品牌市场份额的变化情况	8
图 10: SUV 各品牌市场份额的变化情况	8
图 11: MPV 各品牌市场份额的变化情况	8
图 12: 1.6L 以下乘用车的销售变化情况.....	9
图 13: 1.6L 以上乘用车销量变化的情况.....	9
图 14: 乘用车进口数量的变化.....	10
图 15: 狭义乘用车各月销售情况	10
图 16: 重卡销量变化情况.....	11
图 17: 国内柴油出厂价格的变化情况	11
图 18: 公路货运综合运价指数的变化情况.....	11
图 19: 大中客销售变化情况	12
图 20: 20 座以上客车出口变化情况	12
图 21: 轻卡销量变化情况.....	12
图 22: 轻客销量变化情况.....	13
图 23: 各种动力轻型车的年度销量预测	14
表 1: 近年来汽车各板块的销售变化情况.....	4
表 2: 2011 年 1-4 月汽车行业主要财务数据的同比增长幅度	5
表 3: 2011 年 1-4 月汽车行业主要财务数据的同比增长幅度	5
表 4: 主要重卡企业的市场竞争格局变化情况.....	11
表 5: 大中客市场宇通和金龙的市场份额变化.....	12
表 6: 轻卡行业主要企业的市场表现情况.....	13
表 7: 轻客行业主要企业的市场表现	13
表 8: 全球纯电动汽车与插电式混合动力车辆的销量预测.....	14

一、行业增速下降，整体运行成本提升

（一）行业销量增速下滑明显，乘用车略好于商用车

经过了2009-2010年行业的高速增长，2011年由于相关行业优惠政策退出、用车成本的提升、信贷紧缩对中小企业购车需求的压制以及政府采购的收紧，使得行业销量增速下滑明显。2011年1-5月国内汽车产销777.96万辆、791.63万辆，同比分别增长3.19%、4.06%；行业增速下滑明显。其中乘用车销售602.80万辆，同比增长6.14%；商用车销售188.82万辆，同比下滑2.05%，乘用车销售情况略好于商用车，商用车板块中仅轻客还保持了较好的增速水平。

图 1：汽车行业销量变化情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

表 1：近年来汽车各板块的销售变化情况

单位：千辆	2008 年		2009 年		2010 年		2011(1-5)	
	销量	同比	销量	同比	销量	同比	销量	同比
汽车	9363	6.59%	13622	45.49%	18042	32.45%	7916	4.06%
乘用车	6747	7.14%	10315	52.88%	13752	33.32%	6028	6.14%
轿车	5040	6.63%	7461	48.02%	9501	27.35%	4158	7.09%
MPV	197	-12.54%	249	26.12%	446	78.97%	198	13.35%
SUV	446	24.83%	657	47.38%	1319	100.64%	618	29.58%
微客	1064	7.67%	1948	83.18%	2486	27.61%	1053	-7.97%
商用车	2616	5.19%	3307	26.42%	4293	29.82%	1888	-2.05%
卡车	2285	6.91%	2953	29.20%	3850	30.39%	1701	-3.05%
重卡	542	11.80%	636	17.50%	1015	59.52%	479	-2.29%
中卡	212	-9.09%	253	19.25%	273	7.72%	129	-0.11%
轻卡	1171	6.81%	1549	32.22%	1953	26.11%	871	-2.94%
微卡	360	11.47%	514	42.81%	609	18.38%	222	-6.64%
客车	330	-5.34%	354	7.19%	443	25.09%	187	8.10%
大客	43	7.33%	46	7.82%	69	48.84%	23	0.37%
中客	76	-1.00%	84	9.97%	90	7.65%	28	-13.54%
轻客	212	-8.95%	224	6.05%	284	26.69%	135	15.70%

数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

（二）运营成本提升，整车行业成本转嫁能力优于零部件行业

从行业整体的运行情况来看，我们认为原材料价格的上涨、合资企业城市建设税与教育附加费的征收等因素推升了行业的运营成本。2011年1-4月份汽车制造行业实现营业收入1.49万亿元，同比增长17.15%；实现利润总额1293.21亿元，同比14.50%。

从细分板块来看，零部件行业受到的成本压力以及成本转移的能力要弱于整车板块，整车制造行业因为主要企业没有新增产能投放，规模效应继续突显，表现出来的利润增速水平仍高于营业收入增长水平。

表 2：2011 年 1-4 月汽车行业主要财务数据的同比增长幅度

	营业收入	营业成本	营业税金及附加	销售费用	财务费用	管理费用	利润总额
汽车	17.15%	17.25%	30.02%	12.75%	71.45%	18.79%	14.50%
整车	12.19%	11.11%	28.83%	10.11%		15.34%	19.34%
配件	24.10%	25.77%	46.25%	19.55%	42.09%	23.46%	7.37%
维修	20.67%	19.50%	15.67%	16.10%	43.07%	18.70%	13.00%

数据来源：wind 资讯，广发证券发展研究中心

表 3：2011 年 1-4 月汽车行业主要财务数据的同比增长幅度

	毛利率	营业税金及附加占收入比重	销售费用率	财务费用率	管理费用率	利润率
汽车	16.73%	2.88%	1.99%	0.39%	3.88%	8.66%
整车	18.07%	3.58%	3.35%	0.10%	3.64%	10.21%
配件	15.72%	2.00%	0.39%	0.71%	4.29%	7.21%
维修	16.33%	3.78%	0.91%	1.13%	5.52%	4.05%

数据来源：wind 资讯，广发证券发展研究中心

图 2：钢材综合价格指数变化情况

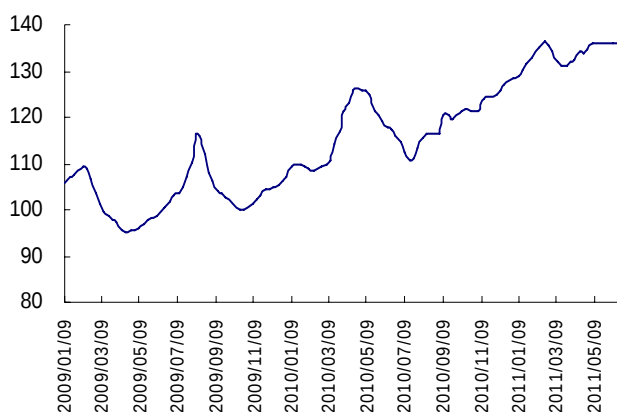
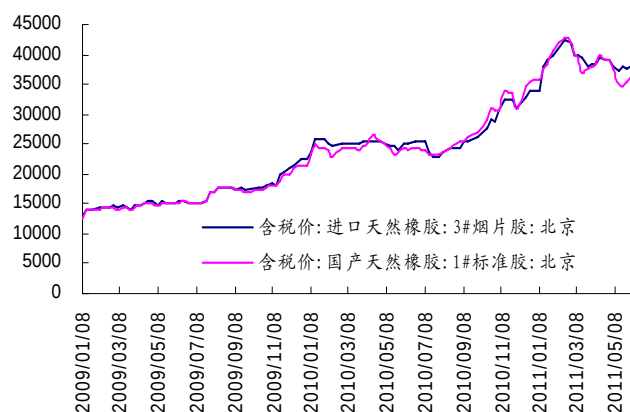


图 3：橡胶价格变化情况



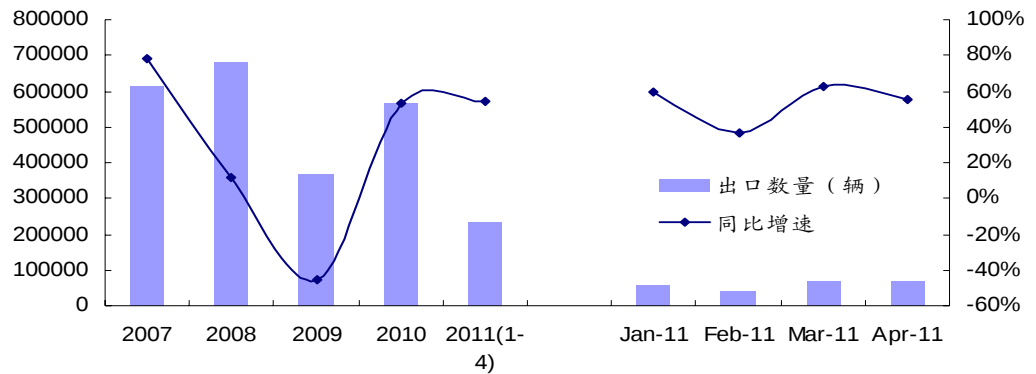
数据来源：wind 资讯，广发证券发展研究中心

（三）出口整体保持了较高的增速水平

2011年1-4月行业出口量为23.14万辆，同比增长54.43%；实现出口金额27.61亿美元，同比增长41.76%，行业整体出口仍保持了较高的增速水平，其中乘用车出口增速

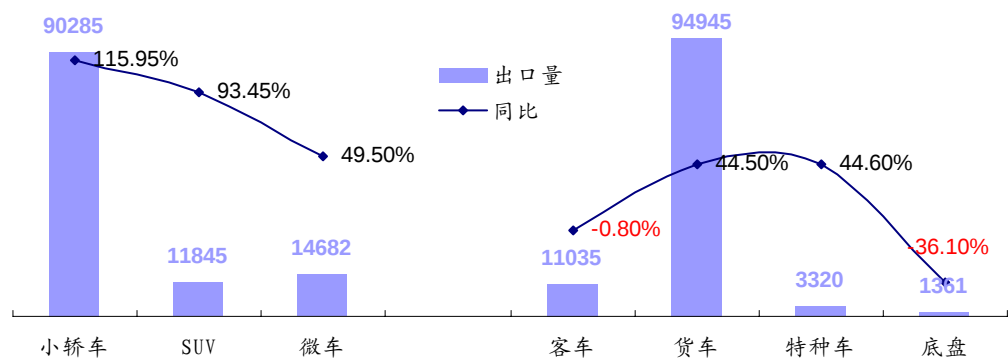
较高，2011年1-4月累计出口12.07万辆，同比增长76.05%；商用车中货车出口实现了44.50%的增速，而客车出口受到海外市场政局不稳定的影响则出现了0.8%的下滑。

图 4：汽车行业出口数据变化



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 5：2011 年各类汽车产品出口情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

二、乘用车行业需要等待终端景气回升

（一）日系减产加剧乘用车行业结构分化

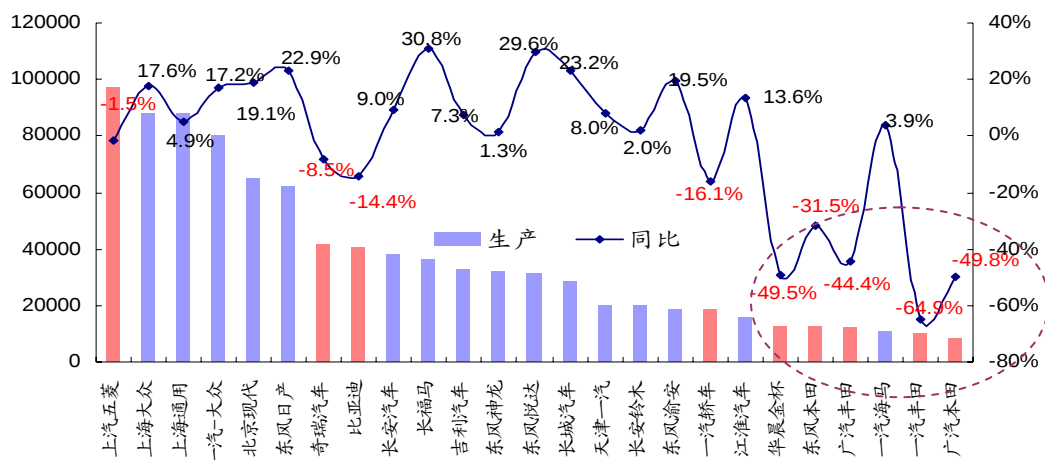
2011年5月份乘用车市场销售104.29万辆，同比下滑0.03%；行业内的企业分化较为明显，欧美系汽车的销售情况明显好于其他品牌，我们此前判断，随着国内消费者的日益成熟以及市场需求的多样化，乘用车市场结构会出现分化，欧美系由于在产品、技术以及渠道上有优势，所以其市场份额会稳步提升。而此次日系企业的减产加剧了结构的分化。

2011年5月，狭义的乘用车市场中日系的市场份额为17.97%，环比上月下滑了2.22个百分点；欧系、美系、韩系市场份额分别为24.92%、14.37%、10.54%，环比上月分别提升0.83%、1.27%、0.46%；自主品牌市场份额则环比下滑0.33个百分点到32.20%。

从SUV市场结构来看，我们认为韩系SUV是日系减产事件的直接受益者，日系的SUV 5月份市场份额为25.36%，环比下滑4.85个百分点，而韩系市场份额达到24.48%，

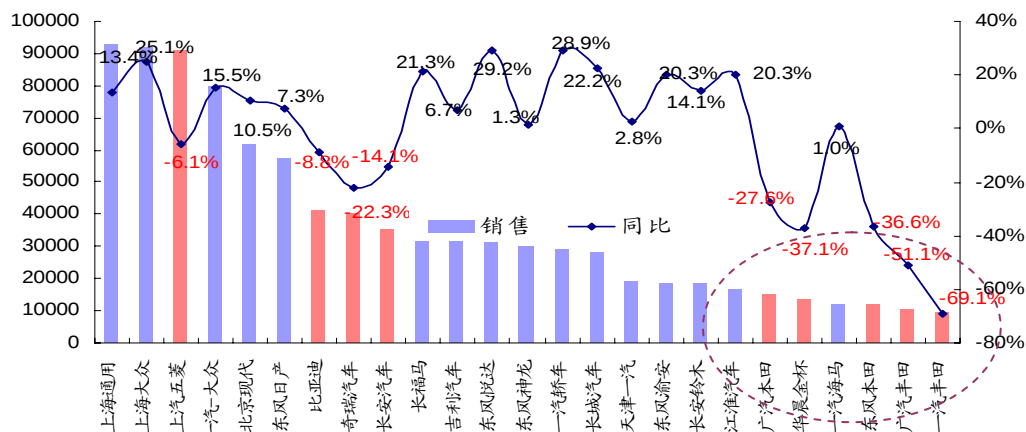
环比提升了9.34个百分点。

图 6: 主要乘用车企业 5 月份的生产情况



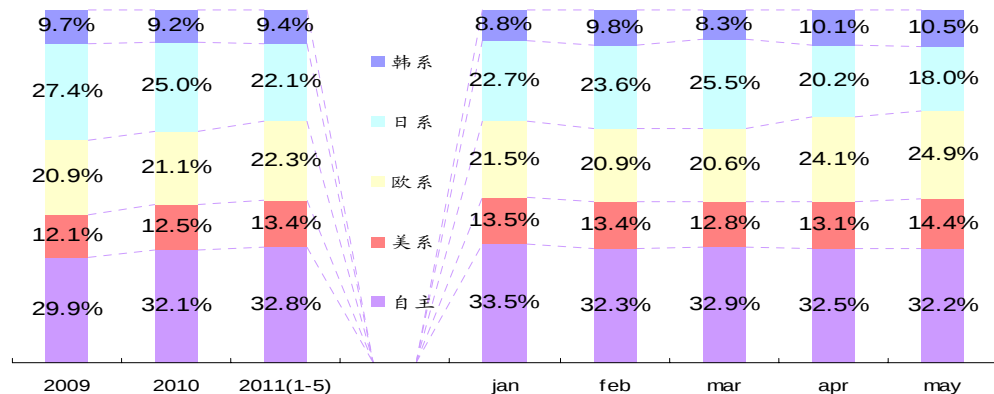
数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 7: 主要乘用车企业 5 月份的销售情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 8: 狭义乘用车各品牌市场份额的变化情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心