

在行业回归常态增长背景下， 把握结构性机会

谨慎推荐 上调评级

核心观点：

- 2011年汽车行业增速下降已经成为市场的共识，上半年行业整体估值下移已经充分的反映了这种悲观预期，当前行业正在回归常态增长，当常态增长被市场普遍接受后，先前的悲观预期所带来的估值压制可能在下半年有所突破，关注估值修复及行业内的一些结构性机会，我们认为行业的左侧投资机会已现。
- 我们对于汽车行业基本面的总体判断是：行业全年的销售增长率5%左右，乘用车行业好于商用载客车行业，商用载客车行业好于商用载货车行业，零部件公司主要看公司基本面情况。
- 乘用车行业短期现销量增速之困，但因局会随时间逐渐过去。2011年乘用车销量增速保持在7%左右，其中SUV和MPV的增速会高于行业增速，中高端轿车需求增长值得关注。行业增长短期受货币政策收紧、高油价、优惠政策取消及限购政策等影响因素的压制，但短期的压制因素将被市场逐渐消化。汽车行业的竞争将从产能的急剧扩张走向产品的精细化竞争。消费者用车习惯的改变将导致中高端轿车及SUV的需求增速高于行业增速，改善性需求无疑会成为未来乘用车行业的亮点。
- 客车行业依旧维持稳健增长，但行业集中度还在逐渐提高，出口也可能成为未来的亮点，我们看好城市物流业所拉动的轻客的增长。
- 2011年重卡行业发展大幅放缓，在长短期不利因素的共同叠加影响之下，行业处于调整寻底阶段，全年行业基本面整体性机会难寻。
- 目前乘用车、商用载货车的动态P/E均为12倍，客车行业的动态P/E为17倍，零部件行业个股经过近两个月的弱势整理动态P/E仅15倍，都低于历史平均水平。估值水平已经充分反映了行业的悲观预期，估值继续下探的空间不大。
- 给予上海汽车、江铃汽车、宇通汽车谨慎推荐的投资评级。
- 主要风险因素：宏观经济出现硬着陆、车企间价格战打响，原材料价格继续超预期上涨

分析师

分析师：王国平

☎：(8610) 6656 8758

✉：wangguoping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130200010339

联系人：戴卡娜

☎：(8610) 8357 1302

✉：daikana@chinastock.com.cn

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE(X)			10-12EPS CAGR	ROE2011E	合理估值 区间(元)
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E			
上海汽车	600104	1.61	1.82	2.15	11.13	9.85	8.33	10.12%	25.11%	25-28
江铃汽车	000388	1.98	2.10	2.49	13.03	12.29	10.36	7.94%	26.75%	30-32
宇通客车	600066	1.65	2.05	2.36	12.76	10.27	8.92	12.67%	32.51%	30-32

资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

居民收入的不断提高,汽车保有量的逐渐提升,汽车作为国家的支柱性产品地位不变。汽车在中国正在从财富的象征逐渐成为普通家庭的代步工具,这个过程的完成将给中国的汽车行业带来未来至少 10 年的长景气周期,短期的货币政策收紧、高油价、优惠政策取消及限购政策等利空因素影响都是暂时的,中国未来的需求增长将保持强劲。

2011 年汽车行业整体销量增速 5%,其中乘用车行业销量增速 7%,商用车行业销量增速 -1%。

我们与市场不同的观点:

(1) 坚定认为汽车行业的左侧投资机会已现,无需等待销量见底,当前对宏观以及对行业的悲观预期对行业估值的压制必将迎来第一轮估值反弹。

(2) 结构性机会的寻找非常重要,如:谱系完整的乘用车企业;市占率不断提高的客车及货车行业龙头企业;市场份额急剧扩张的零部件企业。随着短期股价刺激因素的到来,将获得好于行业平均水平的投资收益。

估值与投资建议:

乘用车、商用载货车的动态 P/E 均为 12 倍,客车行业的动态 P/E 为 17 倍,零部件行业动态 P/E 15 倍,都低于历史平均水平。我们认为企业行业的左侧投资机会已现。原因在于:(1) 汽车行业是市场最早预期增速将大幅放缓的行业,而行业的增速之困已经发生并逐步被市场确认,在基本面见底之前,行业的估值水平下移过程将率先结束;(2) 当前行业的整体估值水平处于历史的大底部,一些业绩确定的优秀企业不但具备了抗跌的防守价值,同样具有进攻价值,是未来资金配置的首选;(3) 短期的行业利好刺激因素已经开始显现,比如原油价格的下跌、日本复产情况好于预期。

我们更加看好乘用车行业,尤其是产品谱系完整,市场地位持续提升,业绩增长确定,但估值处于较低水平的优质公司,如上海汽车、悦达投资。商用载客车行业,我们看好拥有较强市场话语权的龙头企业,如宇通客车,江铃汽车。汽车零部件行业,我们看好松芝股份、一汽富维等。

股价表现的催化剂:

(1) 政策紧缩预期改变;(2) 行业整合加速

主要风险因素:

(1) 宏观经济增速明显下滑造成硬着陆;(2) 车企间价格战打响;(3) 原材料价格继续超预期上涨

目 录

一、乘用车行业：分化中找寻结构性机会	4
（一）上半年乘用车销售增速放缓	4
（二）政策及成本是导致增速下滑的主要原因	5
（三）乘用车行业依然强者恒强	7
二、客车稳健增长是主线	9
（一）大型客车上半年增长稳定	9
（二）看好轻客行业的增长	11
三、重卡行业调整寻底	12
（一）上半年物流类重卡下滑明显	13
（二）内外悲观因素叠加，静待寻底结束	14
四、成本转嫁机制难以实现，企业利润将出现下滑	14
（一）原材料价格处于高位，年内上升空间不大	15
（二）人力成本上升趋势难改	16
五、估值和投资建议	17
（一）估值水平已充分反映行业基本面的悲观预期	17
（二）投资建议	18
六、重点公司	20
（一）上海汽车（600104.SH）：强者恒强，估值有望提升	20
（二）江铃汽车（000550.SZ）：成本控制能力突出，受益于轻客轻卡的中高端趋势	22
（三）宇通客车（600066.SH）：增长确定，价值低估	24
插图目录	1
表格目录	2

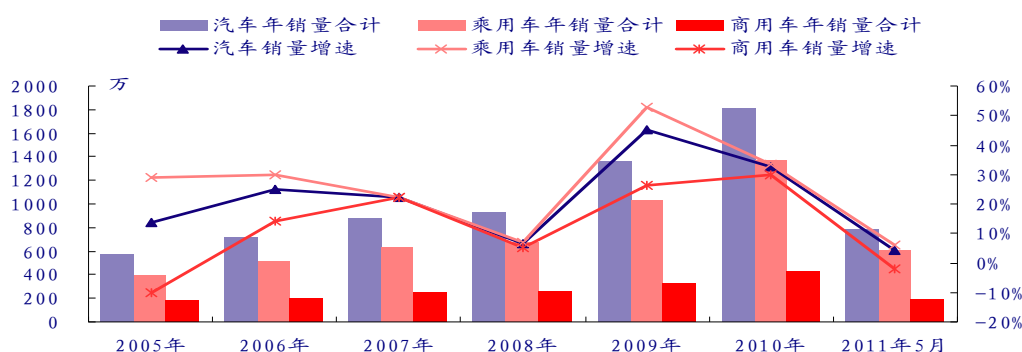
一、乘用车行业：分化中找寻结构性机会

2011 年乘用车行业遭受到了销售增速之困。到 2010 年，中国的汽车销量已达到 1806 万辆，保有量突破 7802 万辆，千人汽车保有量 52 辆，千人乘用车保有量 33 辆，汽车这个最重要的耐用消费品在中国正在从财富的象征逐渐成为普通家庭的代步工具，这个过程的完成将给中国的汽车行业带来未来至少 10 年的长景气周期。

2011 年汽车行业销量增速较前两年出现明显的下滑，体现的是整个行业短期的销量增速之困。市场认为 2009 年和 2010 年销售的高基数是造成增速下滑的主要原因，我们认为宏观面的高通胀环境所带来的消费抑制作用，政策面的调整对于正常销售增速带来的波动等因素，也在 2011 年对整个行业的增长困境起到了推波助澜的作用。

作为典型的寡头垄断型行业（资本密集加技术密集型），短期的景气调整不会影响优秀企业的未来发展，强者恒强和集中化的趋势将给企业带来更大的机会，行业正在经历正常的短期调整，企业在调整中的分化所带来的结构性投资机会既是短期的机会，更加会成为长期的投资良机。

图 1：汽车销量变化体现短期汽车销量增速之困

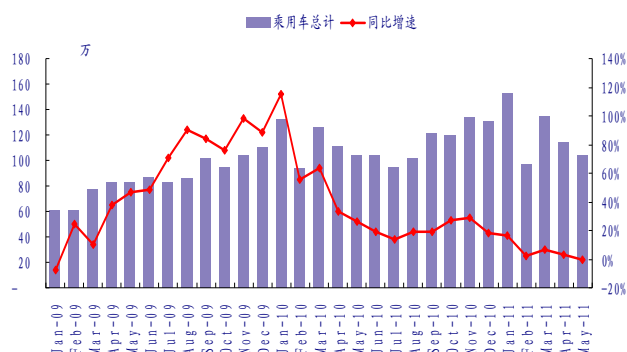


资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

（一）上半年乘用车销售增速放缓

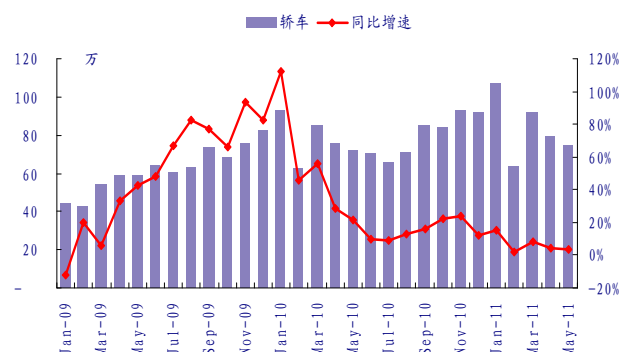
上半年乘用车销售明显放缓。1-5 月，乘用车累计销售 602.8 万辆，同比增长仅 6.16%，其中轿车累计销售 415.8 万辆，同比增长 7.09%。SUV、MPV 情况略好，SUV 累计实现销售 61.8 万辆，同比增长 30%，MPV 累计销售 19.8 万辆，同比增长 13.35%，交叉型乘用车（微客）情况较差，累计销售 105.3 万辆，同比负增长 8%。

图 2: 乘用车总销量情况



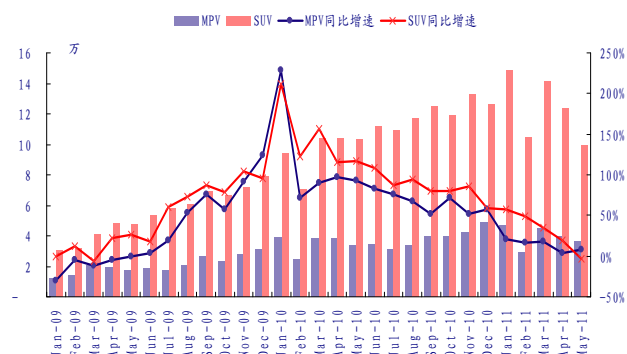
资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究部

图 3: 轿车销量情况



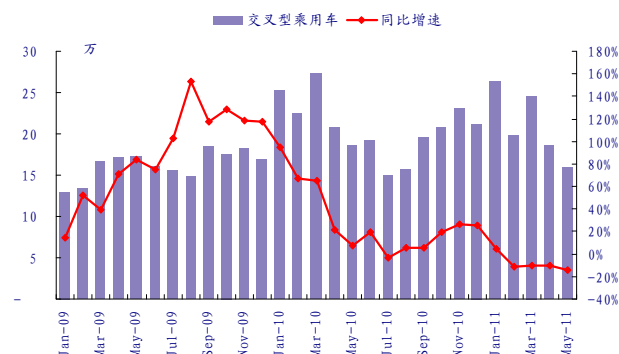
资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究部

图 4: SUV、MPV 销量情况



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究部

图 5: 交叉型乘用车销量情况



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究部

（二）政策及成本是导致增速下滑的主要原因

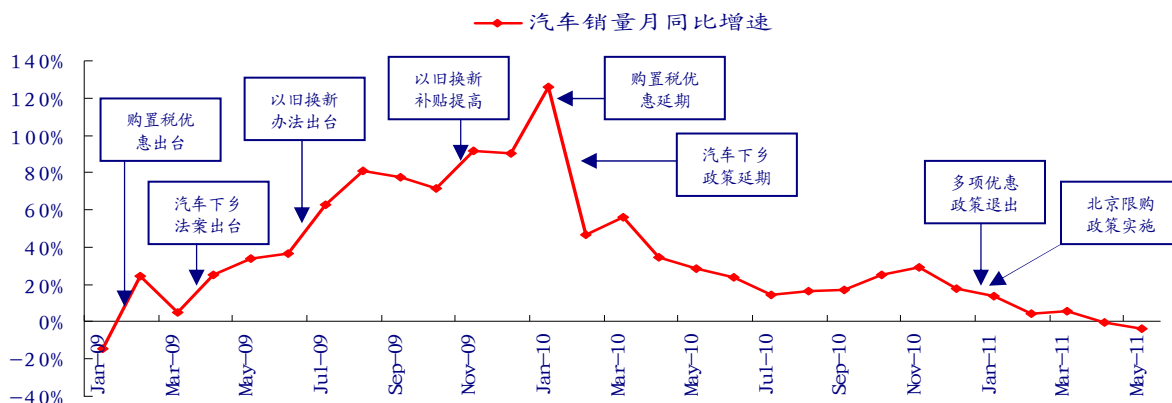
1、政策的“一进一退”

优惠政策的退出及限购政策的推出，造成了 2010 年的高基数及 2011 年的需求抑制和消费意愿下降。一方面，从 2008 年底实行的刺激汽车消费的相关政策，直接引爆了汽车消费市场，导致了汽车行业销量的高速放量式增长，也形成了对 2011 年销量的透支性消费。2011 年全年汽车行业的销量将受到高的基数效应的影响。另一方面，除节能惠民政策外，购置税优惠、汽车下乡等优惠政策都在 2011 年戛然而止，2010 年增长较快的小排量汽车及交叉型汽车的消费者对其相对敏感，一方面是去年的提前消费，另一方面则是加重了这部分消费者的观望情绪，消费意愿有所下降。

限购、治堵措施的相继出台及施行，不仅仅抑制了部分刚性需求，更重要的是造成了消费者的持币待购情绪。汽车销售的井喷式增长，保有量的迅速提升，着实给道路交通造成了一定的压力，但北京限购治堵政策的实施，直接抑制了北京的刚性需求，广州、深圳等大城市

相继出台的治堵措施，加重了购车消费的持币待购情绪。

图 6: 销量增速及汽车行业政策变化



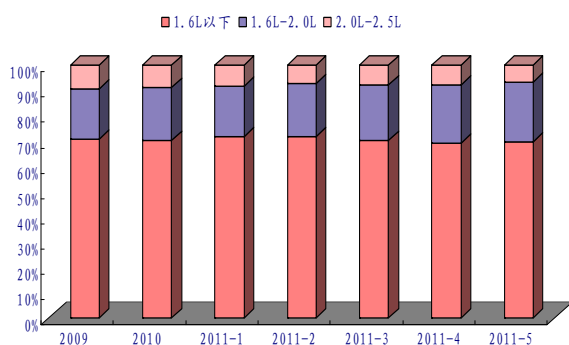
资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

2、购车成本与使用成本齐升

小排量乘用车购置税政策、汽车下乡和以旧换新政策的取消，对于小排量乘用车及交叉型乘用车销量增长的重大利空。对于这类车的消费者而言，政策的取消意味着直接增加了其购车成本。我们认为下半年交叉型乘用车的销量仍然难以向好。

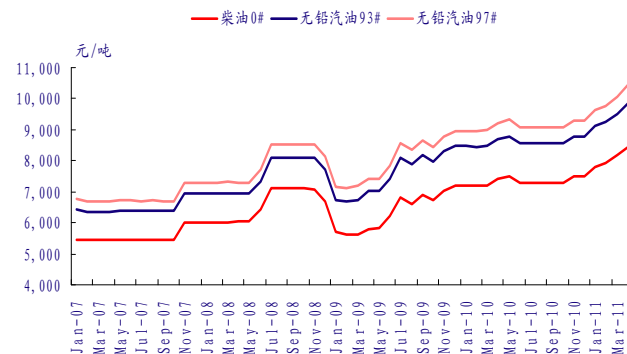
成品油价格维持高位。2011 年以来，成品油价格以两次上调，处于历史高位。油价上涨对小排量经济型乘用车的销量影响较大，主要原因是这部分消费者对使用成本更为敏感。

图 7: 分排量汽车的销售情况



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

图 8: 汽柴油价格走势



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

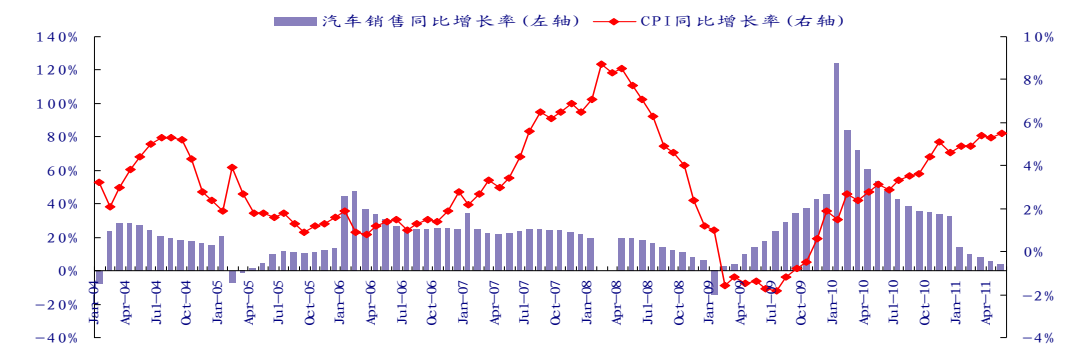
3、CPI 的高位运行，导致消费者购买能力和购买意愿下降

2010 年以来 CPI 指数持续上行，预计整个 2011 年 CPI 都将维持在高位运行。通胀带来的对汽车消费的影响主要来自于两方面：1、高通胀带来居民消费信心的下降，从而对汽车这类可选消费品的消费热情急剧下降；2、通胀带来的货币政策紧缩，对消费信贷支持，以及贷款成本等方面给汽车消费带来负面的影响。

从对历史数据的研究发现，CPI 与汽车销量的增速有着明显的负相关关系。我们认为低通胀的环境有助于消费能力和消费意愿的提升，对于乘用车消费来说最为有利。

根据银河证券宏观组的分析，CPI 将持续攀升，6 月 CPI 可能达到 6% 的年内最高水平，下半年因为基数效应的影响 CPI 可能逐渐回落，但全年仍然会保持在较高的水平。央行当前利率水平依旧倒挂 CPI 指数，未来加息预期强烈，相对紧缩的信贷政策造成汽车贷款难以获得或者消费信贷利率水平 10%-30% 上浮。这些因素都会在 2011 年给乘用车消费带来一定的抑制作用。

图 9: CPI 增速与汽车销量增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

（三）乘用车行业依然强者恒强

1、“裸泳时期”到来，强者恒强

行业的理性调整时期已经到来。纵观汽车行业的发展历史，当销量增速低于预期的时候，企业为了完成销售目标，消化库存回笼资金，价格战将一触即发。我们认为，市场竞争形成的价格战可以优化产业结构，对于车企而言，也是一种优胜劣汰的过程。在价格战的背后，更是企业综合实力的竞争，是产品和技术的竞争，产品竞争能力强，成本控制能力突出的车企将在“退潮”过程中进一步提高其市场份额，行业整体的集中度也将得以提升。

从乘用车市场来看，全年将出现明显分化，小排量及自主品牌乘用车将面临销售压力，但中高端乘用车的需求依旧值得看好。主要原因如下：1、中高端乘用车在需求整体弱势的情况下，将更加凸显出其产品价值和品牌定位，需求增速受行业整体景气回落的影响较小，2、受需求传导机制的影响，当行业景气度向下时，价格及需求的传导机制也是由低端向中高端传导，中高端车的需求受行业优惠政策退出的影响较弱。上海通用、上海大众和一汽大众的行业地位仍然不容撼动。

2、SUV、MPV 继续享有高增长

SUV 已成为领涨中国汽车市场发展的新版块。主要有几点原因：

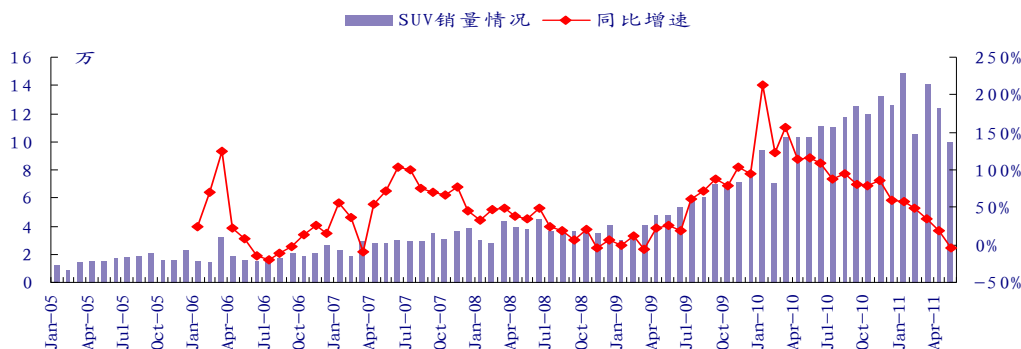
（1）自身的技术进步与突破。汽车行业高速增长带来的不仅仅是节节攀升的销量，也带来了技术的创新和突破。SUV 也已通过技术提升和排量降低，逐渐改变了传统“油老虎”的概念，加之吸取了轿车的舒适性和 MPV 大空间的特点，更多的城市型 SUV 新车型的面世，

使得 SUV 逐渐被消费者接受和认可。

(2) 先进国家的发展经验。发达国家 SUV 和 MPV 车型都曾有过高速发展的阶段，中国汽车市场也必然经历这样的发展阶段。目前我国 SUV 的份额仅 10%，而发达国家在 30% 左右。因此中国的 SUV 市场仍有较大的需求空间。当轿车车型极大丰富，差异化程度逐步降低后必然带来 SUV/MPV 市场的繁荣。

(3) 逐渐转变的消费观念。居民的购车消费越来越注重安全性及舒适性，SUV 兼具两者特性。从汽车消费情况来看，对于缺车、涨价、预订、等待、提车的现象，消费者心理承受能力逐步适应，买涨不买跌的情绪较浓。追求品牌、车型、档次已经成为了汽车消费的显著特点。二次购车者尤其关注安全配置（ABS、EBD、TCS 等）和舒适性。60% 以上的 SUV 消费者是二次购车，且高配车型逐渐受消费者青睐。

图 10: SUV 从 08 年起进入爆发性增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

3、欧美系市场份额继续提升，日系、自主品牌依然面临需求压力

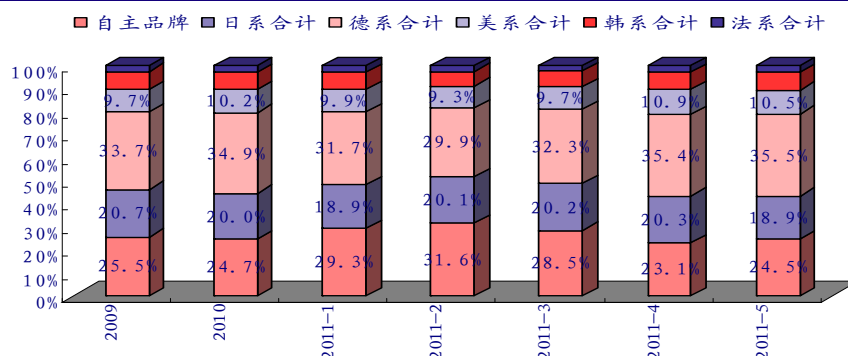
2011 年以来德、美、韩系车的市场份额略有提升。从 2011 年 1-5 月的销量可以看出，德、美系车占比持续上升。

下滑比较明显的是日系车，日本地震以来，4-5 月份日系车的销量开始受到明显的影响，丰田预计，其全球产能的恢复大概要到 2011 年 11 月份，因此我们预计日系车的生产销售会在 6 月份以后逐步恢复，而日系车先前的市场份额暂时由德系、美系和韩系车所占有。

值得注意的是自主品牌销售占比的下滑明显，原本以价格优势占领低端市场的自主品牌对于一些中高端合资汽车品牌的销售增速下滑显得更为明显，国家刺激政策的推出是一方面的原因，而消费需求档次的提升是另一方面的原因。

我们认为品牌价值非单一技术水平可以替代，自主品牌在消费者认同度方面依旧难以企及国外的成熟汽车品牌，国内的汽车企业采取收购国外汽车品牌的方式提升企业的品牌价值，同时推行自己的自主品牌，但品牌价值终非短期内可以形成。2011 年当乘用车行业遭遇增长之困局时，品牌溢价带来的将是市场占有率的提升，也是上汽和一汽地位无法撼动的原因。

图 11: 日系车市场份额明显下降



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

二、客车稳健增长是主线

国有高铁，城有地铁，经历了两年大跃进式的交通建设，高铁将在未来串联越来越多的城市，地铁也从原来的一线城市全面渗透二线城市。同时，在经历了“奥运”、“世博”、“亚运”等一系列事件性客车换代需求以后，客车行业整体显得越发平淡。出口和新能源客车的发展将是未来行业的看点。

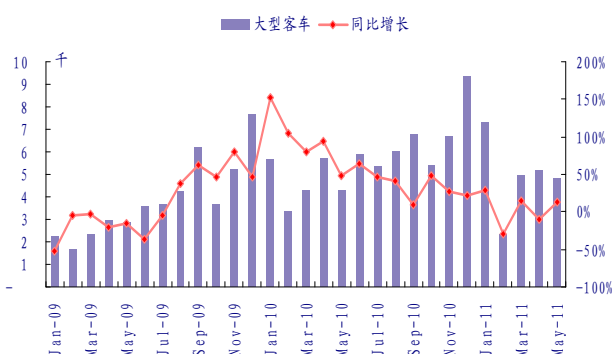
尽管 2011 客车行业整体平淡，但行业龙头“一通三龙”的增速好于行业整体，寡头地位更突出，在行业的调整期行业龙头的市场占有率将进一步提升。

但对于客车行业来说，行业集中度的提高，海外品牌价值的提升，国家对于新能源汽车的全面扶持等因素，将会给客车行业在稳健中带来希望。

(一) 大型客车上半年增长稳定

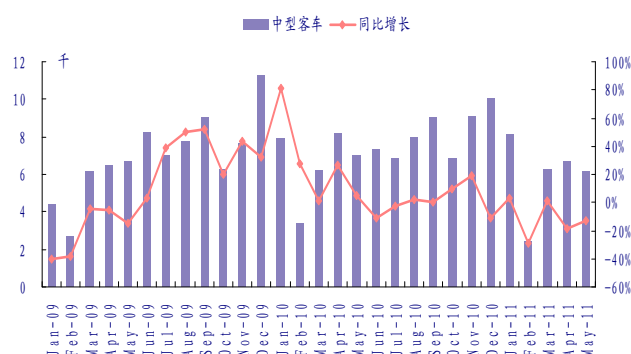
从销售数据及同比增速情况可以明显看出，上半年大中客的销量稳定增长。1-5 月，大型客车累计销售 2.45 万辆，同比增长 5.3%，中型客车累计销售 2.96 万辆，同比下滑 9.5%，大中客合计共销售 5.41 万辆，同比下滑 3.4%。

图 12: 大客车销售情况



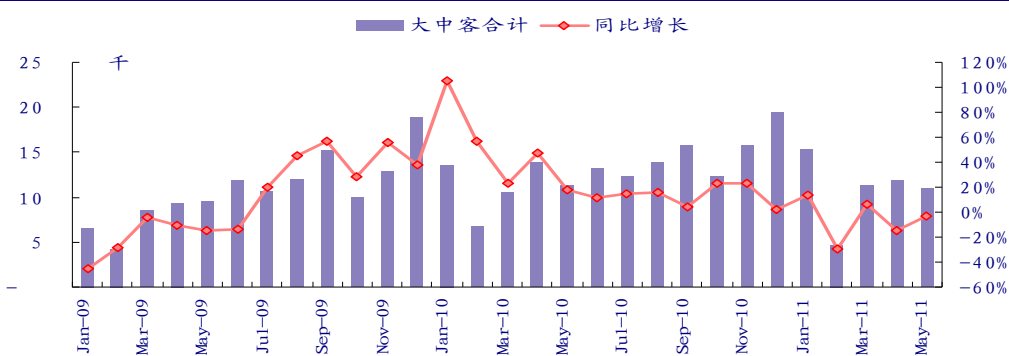
资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究部

图 13: 中客销售情况



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究部

图 14: 大中客销售情况



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究部

我们对于客车 2011 年持谨慎乐观的态度, 主要原因是: (1) 客车需求 2011 年热点真空。(2) 客车出口不确定性很大。全球经济增速低于预期, 欧洲危机难以消除, 中东、非洲这些中国客车出口的主要市场动荡不断, 都是造成客车出口不确定因素增大的主要原因。(3) 货币政策偏紧造成企业换购新车动力不足。

行业在内外需求不振的背景下处于调整阶段, 但行业的一些情况却值得关注:

(1) “一通三龙”的增幅远远高于行业平均水平。1-5 月, “一通三龙”的累计销量达到 40764 辆 (其中宇通 14395 辆, 大金龙 9092 辆, 金旅 8727 辆, 海格 8550 辆), 占行业总量的 49.39%, 同比增幅为 7.26%。

(2) 大型客车的市场表现较好。分析销量数据, 大型客车是今年客车市场唯一的亮点, 1-5 月, 大型客车共计销售 26384 辆, 同比增长 11.14%, 与中型客车的同比下降形成了明显的反差。“一通三龙”的大型客车销量达到 15211 辆, 占行业总量的 57.65%, 同比增长 17.30%, 其中: 宇通销 6657 辆、增长 18.07%, 海格销 3450 辆、增长 11.65%, 大金龙销 3108 辆、增长 17.82%, 金旅销 1996 辆、增长 24.21%。

(3) 行业的整体性调整可能带来的行业集中度和品牌价值的提升是企业的长期利好因素, 寡头垄断的行业格局给企业未来将带来品牌溢价能力的提升以及企业研发投入的增加。例如, 2011 年 5 月, 宇通汽车的插电式混合动力城市客车产业化技术攻关项目, 被列入国家“十二五”863 计划重大项目, 正是行业集中度提升带来研发投入增加的体现。

表 1: 2011 年部分城市客车新增需求

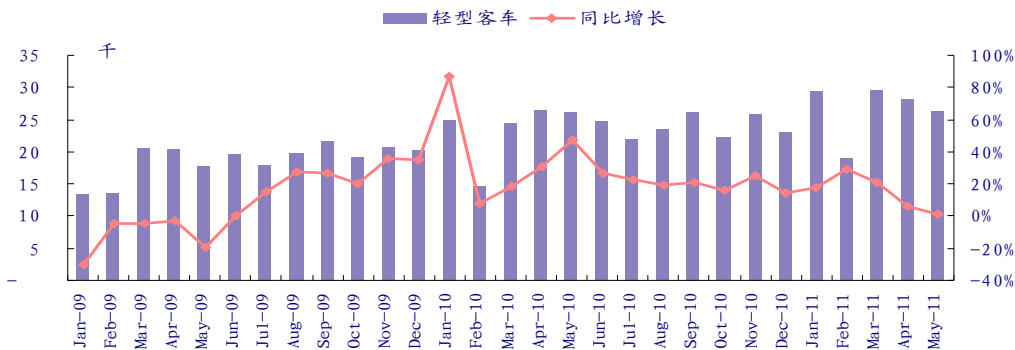
城市	2011 年客车需求情况
北京	将新增 1250 辆国 V 排放新能源公交车。
南京	2011 年 1 月 1 日正式进入国 IV 时代, 2011 年将更新 500 辆国 IV 公交车。江苏确保全省新增和更新节能环保公交车 3000 辆以上。
武汉	计划更新、淘汰 800 辆超标、冒黑烟公交车辆。
长沙	力争在三年内陆续投放约 1000 辆更高排放标准的新能源汽车用于公共交通。
汕头	三年内投放 2500 辆新能源公交车。
深圳	到 2012 年, 争取推广新能源公交大巴 4000 辆。

资料来源: 汽车市场网, 中国银河证券研究部

(二) 看好轻客行业的增长

上半年轻型客车的销量稳定增长。1-5 月，轻型客车累计销售 13.24 万辆，同比增长 13.4%。

图 15：轻客上半年销售情况



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

城市物流的增长拉动中高端轻客的需求。

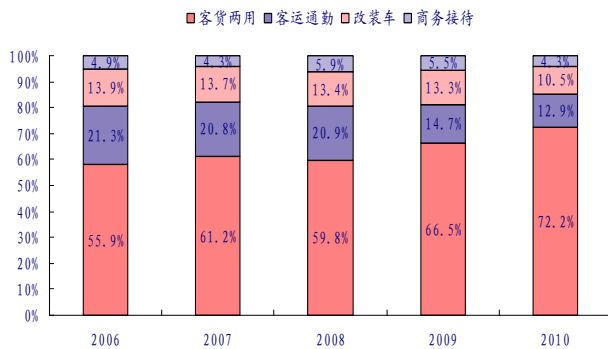
在轻客的细分市场中，客运及接待市场增速放缓，客货两用细分市场增长迅猛，受益于城市物流的高速增长，直接拉动了轻客物流车型的高增长。

(1) 柴油轻客发挥其低成本、经济性突出的特点，所占逐年提升。以新世代全顺的 PUMA 发动机和依维柯宝迪 F1C 发动机为代表的新一代柴油轻客发动机的投入使用，体现出了其马力强、扭矩大、油耗低、能满足欧 IV 排放标准的要求，改变了人们对柴油发动机污染严重的认识。成品油价格维持高位，柴油车的使用更体现其低成本、经济型的特征。

(2) 欧系轻客发挥其安全性、舒适性的特点，所占比例提升。目前市场的轻客主要两大类：一类是以金杯海狮、东南得利卡及福田风景为主的仿丰田海狮日系技术系列，主要以汽油为主，另一类以福特全顺及依维柯为主的欧系技术系列，主要以柴油为主。这类车型虽然价格较高，但在安全性和舒适性上具备竞争优势，因此市场份额也在稳步提升。

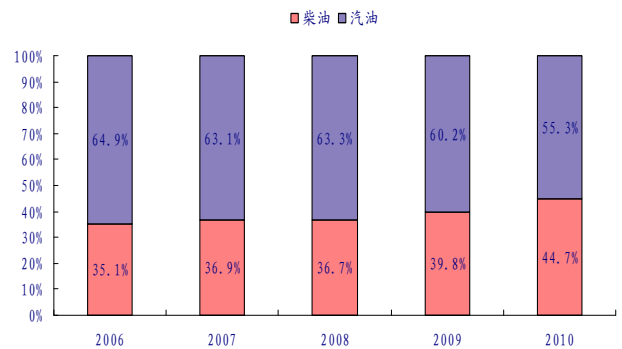
(3) 受益于消费升级，中高端轻客占比提升。按照价格分类来看，低端（价格低于 8 万元）、中端（8-12 万元），高端（12 万元以上），由于“汽车下乡”、“以旧换新”等政策对农村市场的刺激更大，同时政策也造成了微客和 MPV 对低端轻客的冲击，导致其市场份额下降较快，但中高端轻客受政策退出影响较小，主要受到消费升级及更新换代的需求拉动。

图 16: 轻客细分市场占比情况



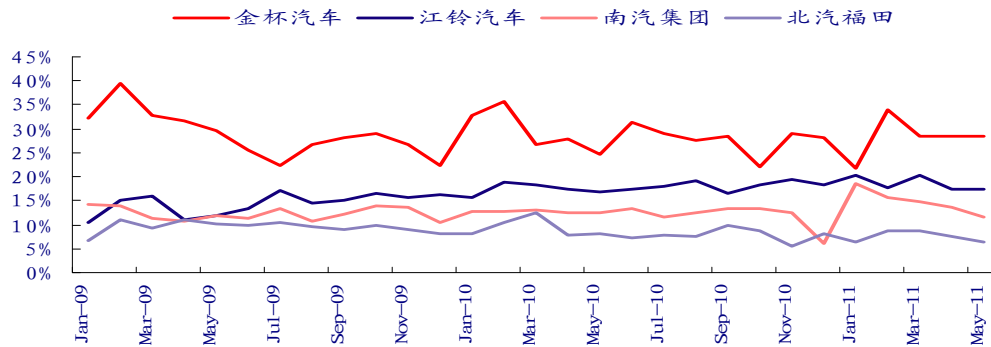
资料来源: 国家信息中心, 中国银河证券研究部

图 17: 柴油、汽油轻客占比情况



资料来源: 国家信息中心, 中国银河证券研究部

图 18: 轻客市场份额的变化情况



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究部

三、重卡行业调整寻底

2011 年重卡行业发展大幅放缓, 在长短期不利因素的共同叠加影响之下, 行业处于调整寻底阶段, 全年行业整体性机会难寻。

重卡行业作为典型的顺经济周期行业, 其综合反映了经济的活跃程度 (物流周转) 和投资力度。2011 年经济增长适度放缓, 投资拉动向消费拉动转型, 外围经济复苏低于预期造成出口不振等因素造成了重卡行业的景气度下滑。另外, 短期的不利因素还包括: 油价高企、过桥过路费等运输成本上涨、治理超载的政策趋严、货币政策紧缩企业可投资资金的减少等。

2011 年重卡行业的增速下滑不可避免, 其中一个最重要的原因是过去两年的高基数所造成的, 2010 年全国重卡销量突破 100 万辆, 提前消费和过渡的放量增长透支了 2011 年的部分需求, 2011 年重卡需求不振在市场预期之内。

短期来看, 下半年大量的保障性住房项目将开工, 对于今年以来不断下滑的重卡销售增速带来短期的刺激因素, 重卡行业的短期拐点可能在下半年出现。

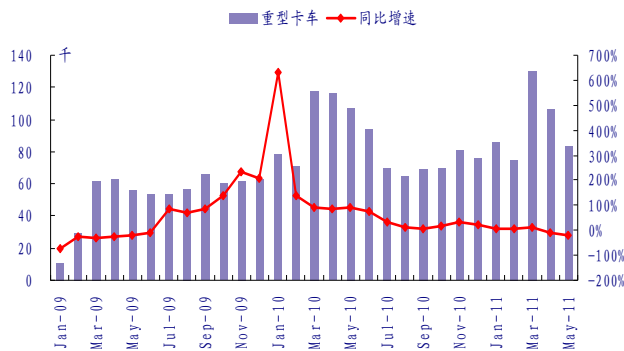
长期来看, 占重卡行业半壁江山的下游行业物流业正在发生积极的变化。2011 年随着物价水平的不断上涨, 国务院下决心整顿物流业, 2011 年 6 月 8 日, 国务院常务会议研究部署

促进物流业健康发展工作，从税收优惠、土地政策支持、经营环境改善、鼓励资源整合、推进技术创新和应用，加大政府投资和银行信贷支持，以及促进农产品物流业发展 8 个方面提出了政策措施和要求。从短期来看，政策利好仓储货运等企业，但拉长来看，这些企业经营环境的好转必然带来投资力度的加大，给相关的重卡行业带来长期的机遇。

（一）上半年物流类重卡下滑明显

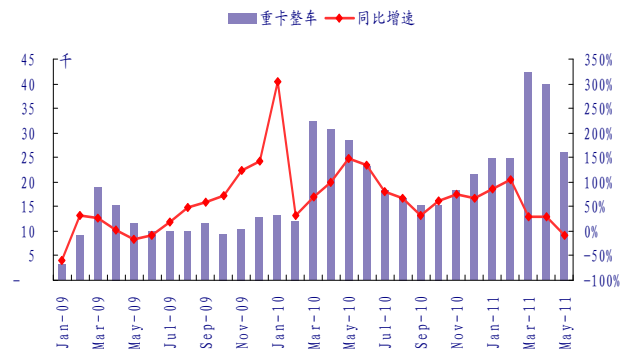
重卡行业的销售也出现明显的放缓趋势，1-5 月，重卡实现销售 48 万辆，总量累计同比下滑 2.1%。从细分车型来看，1-5 月重卡整车累计销售 15.7 万辆，同比增长 34.9%，重卡底盘累计实现销售 20.2 万辆，同比下滑 2.2%，半挂牵引车累计销售 12.1 万辆，同比下滑幅度最大，达 27.9%。

图 19：重卡总销量情况



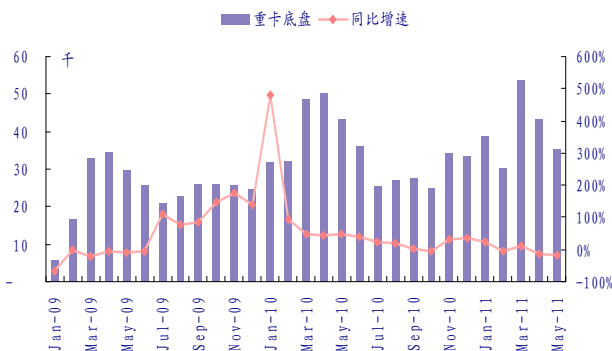
资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

图 20：重卡整车销售情况



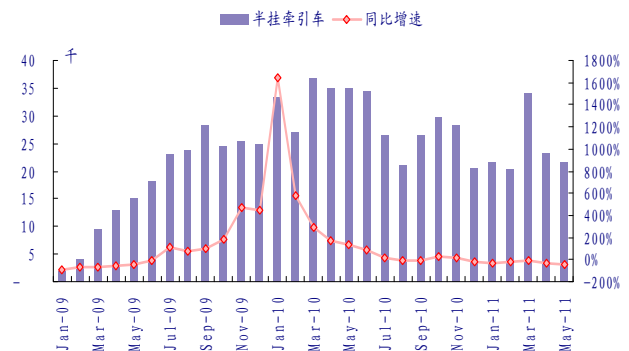
资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

图 21：重卡底盘销售情况



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

图 22：半挂牵引车销售情况



资料来源：中汽协，中国银河证券研究部

(二) 内外悲观因素叠加，静待寻底结束

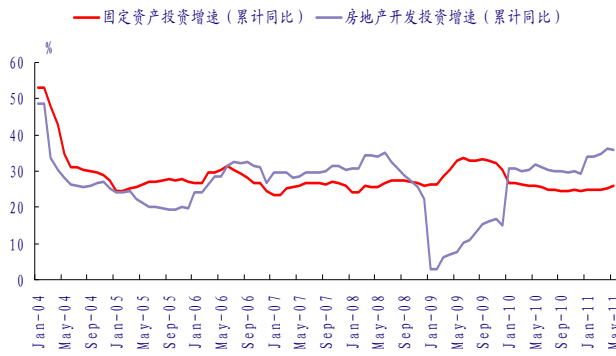
经济增速的放缓所带来的经济内在活力的下降在 2011 年已经明显的影响到重卡行业。投资增速和货运周转两大反映经济内在活力的指标都出现不同程度的下滑。

2011 年上半年，固定资产投资增速放缓和房地产投资增速均有所放缓。下半年的投资增速也不会太过乐观。主要的原因是经济正处于转型期，国家不再以投资作为主要手段来拉动 GDP，长期投资增速将会下一个台阶，由此必将带来重卡行业增速的调整。

2011 年货运总量增速也在出现放缓的迹象。汽车工业协会的研究显示：2011 年一季度，货运总量整体需求增长速度依然处于回落态势，大大低于 2010 年同期增长速度。

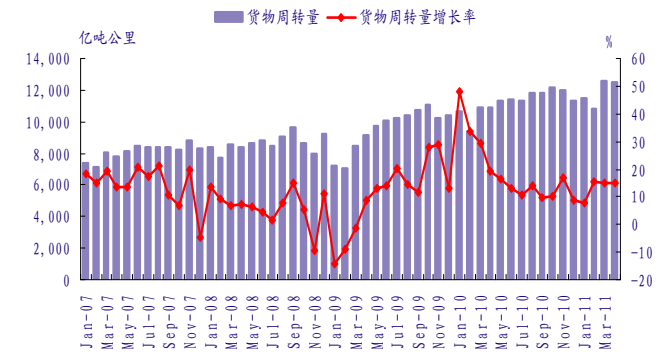
内生性的调整需求叠加了一些短期的不利因素（高基数、严信贷、高油价等），造成了 2011 年重卡行业的增长低于市场普遍预期，我们认为 2011 年重卡行业处于寻底阶段。

图 23：固定资产投资增速和房地产投资增速



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

图 24：货物周转量情况

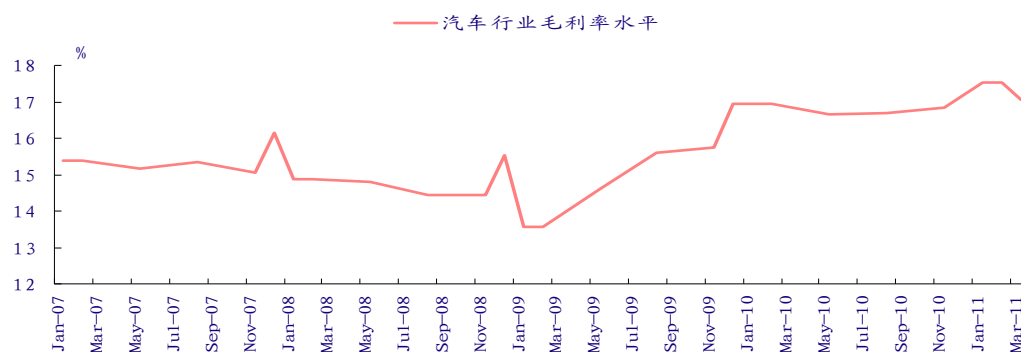


资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

四、成本转嫁机制难以实现，企业利润将出现下滑

2011 年一季度，汽车行业整体的毛利率水平处于高位，但已经开始进入下行通道。二季度我们所调研了解到的情况是行业整体的毛利率水平还在继续下行。下游需求的疲软，车市处在降价促销的过程中，导致车企无法将成本成功转嫁至下游消费者。我们认为 2011 年全年企业行业的毛利率水平将较去年有所下滑。

图 25: 汽车行业毛利率水平



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究部

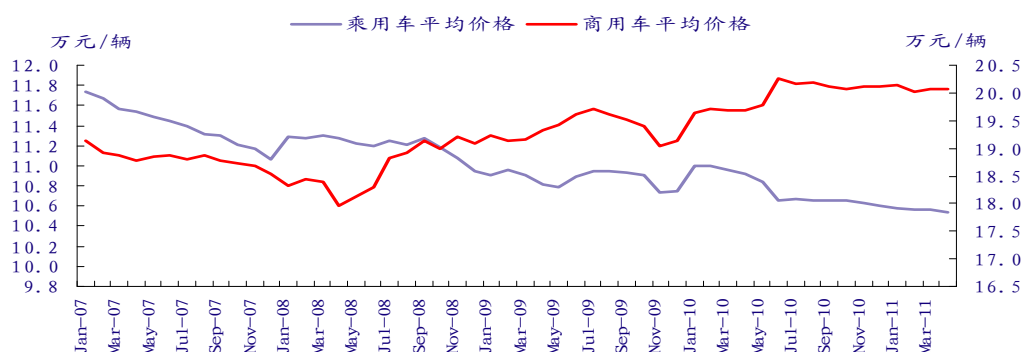
各子行业的行业类型不同, 竞争格局也不同, 造成了企业成本转嫁能力的不同。相比而言, 客车行业竞争格局相对稳定, 采取以销定产的方式, 转移成本能力相对较强; 货车生产企业则通过低端产品向高端产品的升级转移成本; 轿车的差异化较小, 产品竞争激烈, 价格水平持续走低, 转移成本能力相对最弱。

表 2: 子行业类型比较及成本分析

行业类型	成本分析	当前状况	行业内竞争格局
轿车	资本密集型 技术密集型 原材料成本影响较大	高位	激烈
货车	资本密集型 技术密集型 原材料成本影响较大	高位	激烈
客车	人力密集型 技术密集型 人力成本和原材料影响较大	高位上升	不激烈, 寡头

资料来源: 中国银河证券研究部

图 26: 乘用车和商用车平均价格走势



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究部

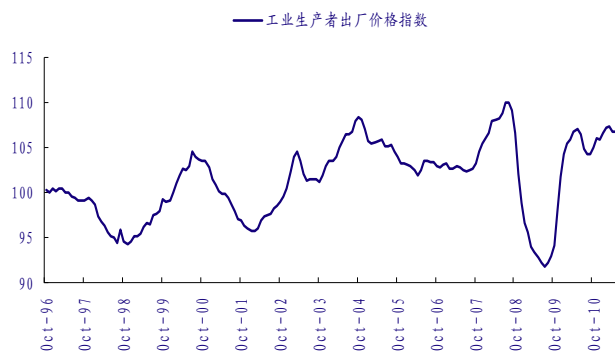
(一) 原材料价格处于高位, 年内上升空间不大

PPI 指数高位运行, 橡胶玻璃等原材料均处于历史最高位, 而钢铁等原材料也处于较高的价格水平, 整体来看, 汽车行业的原材料价格处于高位。

但我们认为, 今年原材料价格继续大幅上涨的动力不足。原因在于: (1) 全球经济复苏增长乏力, 大宗商品价格高位开始有所回落; (2) 随着 QE2 的结束, 美联储的货币政策将进入

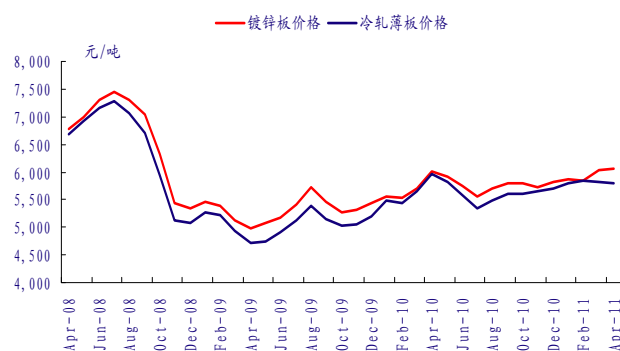
观望期，进一步放松货币的可能性很小，而中国等发展中国家的货币政策持续紧缩，将有助于抑制原材料价格的进一步上涨；（3）需求增长放缓也令原材料价格继续上涨的动力不足。

图 27：工业生产者出厂价格指数走势



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

图 28：镀锌板和冷轧薄板价格走势



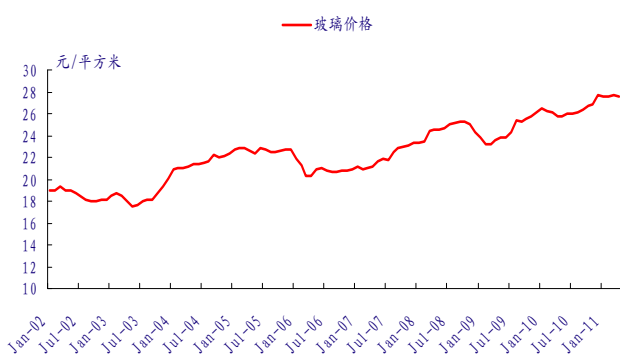
资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

图 29：天然橡胶价格走势



资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

图 30：玻璃价格走势



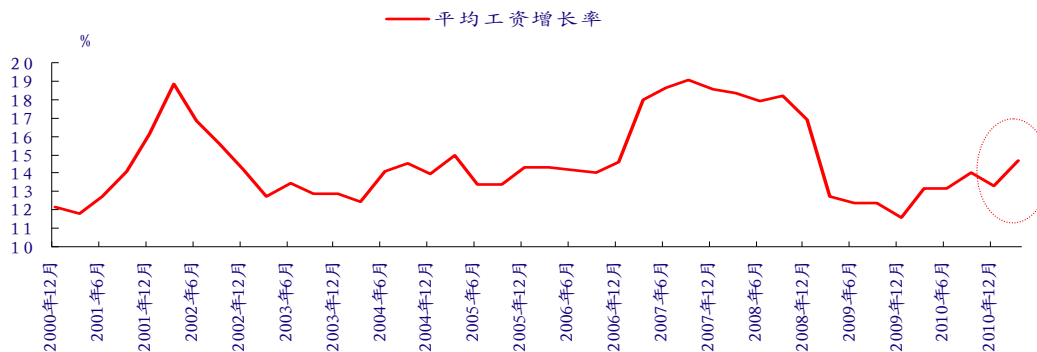
资料来源：CEIC，中国银河证券研究部

（二）人力成本上升趋势难改

人力成本每年以 10% 以上的速度上升，随着中国人口红利的逐渐消失，熟练的劳动力逐渐成为稀缺资源，而在 CPI 水平较高的环境下，工资的上涨成为企业成本上升的重要因素。国家提出在“十二五”期间居民工资要翻倍，要达到这个目标，工资的年复合增长率将达到 14.87%。

今年以来，汽车企业工人要求提高工资的罢工事件时有发生，凸显当前劳资关系的紧张局面，而问题的根本在于工资上涨的速度跟不上物价上升的速度，而资方的妥协方式正是提高员工的工资和福利，我们认为短期人力成本上升的趋势难以改变。

图 31: 2000 年至今全国平均工资增长率



资料来源: CEIC, 中国银河证券研究部

综上,我们认为当前 PPI 指数处于高位,大宗商品价格(如钢铁,铜等)均处于高位,预计 2011 年全年原材料价格都会在高位运行。而更为严峻是人力成本的上升,我们认为人力成本的上升趋势短期内难以改变,人力成本的上升,形成企业的刚性成本,给企业盈利能力的影响将是长远性的。

五、估值和投资建议

(一) 估值水平已充分反映行业基本面的悲观预期

从我们对各子行业的估值水平的研究来看,目前乘用车、商用载货车的动态 P/E 均为 12 倍,客车行业的动态 P/E 为 17 倍,零部件行业个股经过近两个月的弱势整理动态 P/E 仅 15 倍,都低于历史平均水平。

我们认为,当前汽车板块的估值水平已充分反映基本面的悲观预期,也已充分释放短期的下跌风险,估值继续下探的空间有限。行业整体性机会仍需要等待如销量企稳向好,政策短期影响结束等基本面改善的刺激因素。但是对于优质的整车企业,随着其市场份额的扩大,业绩增长的确定,应当享有更高的估值。

图 32: 乘用车历史估值情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 33: 商用载货车历史估值情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 34: 商用载客车历史估值情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 35: 汽车零部件历史估值情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(二) 投资建议

我们对汽车行业的销量增速进行了一定调整, 如下:

表 3: 2011 年汽车销量预测

	2008	2009	2010	2011E	全年增速预测
汽车总计	938	1364	1806	1898	5%
轿车	505	747	949	1025	8%
MPV	20	25	45	52	15%
SUV	45	66	133	166	25%
微客	106	195	249	229	-8%
乘用车小计	676	1033	1376	1472	7%
重型卡车	54	64	102	102	0%
中型卡车	21	26	27	27	0%
轻型卡车	118	156	196	190	-3%
微型卡车	36	51	61	58	-5%
大型客车	4	6	7	7	7%
中型客车	8	8	9	9	3%
轻型客车	22	22	28	32	15%
商用车小计	263	333	430	426	-1%

资料来源: 中国银河证券研究部

对于汽车行业下半年的观点是: 把握左侧投资机会, 分化中寻找确定性增长的个股机会。

我们对于汽车行业基本面的总体判断是: 乘用车行业好于商用载客车行业, 商用载客车行业好于商用载货车行业, 零部件公司主要看公司基本面情况。

当前的市场情绪非常悲观。高通胀压力所带来的货币政策紧缩; 全球经济增长放缓带来滞涨风险的加剧; 资本市场更是充斥着减持和扩容的巨大压力。在这样的背景下, 我们认为企业行业的左侧投资机会已现。原因在于: (1) 汽车行业是市场最早预期增速将大幅放缓的行业,

而行业的增速之困已经发生并逐步被市场确认，在基本面见底之前，行业的估值水平下移过程将率先结束；（2）当前行业的整体估值水平处于历史的大底部，一些业绩确定的优秀企业不但具备了抗跌的防守价值，同样具有进攻价值，是未来资金配置的首选；（3）短期的行业利好刺激因素已经开始显现，比如原油价格的下跌、日本复产情况好于预期。

综上对汽车行业的分析，我们更加看好乘用车，尤其是产品谱系完整，市场地位持续提升，业绩增长确定，但估值处于较低水平的优质公司，如上海汽车、悦达投资。

商用载客车行业，我们看好拥有较强市场话语权的龙头企业，如宇通客车，江铃汽车。

汽车零部件行业，我们看好松芝股份、一汽富维等。

六、重点公司

（一）上海汽车（600104.SH）：强者恒强，估值有望提升

上海汽车主营汽车整车，变速箱、底盘、弹簧、散热器、车灯、制动器、转向器等汽车零部件。2007 年 9 月，公司资产重组宣告完成，实现整体上市。主营业务从零部件业务为主转变为整车业务为主。公司共有三大业务板块，一是整车的研发、制造和销售；二是与整车开发密切相关的零部件，含动力总成系统、底盘系统和电子系统；三是汽车金融服务。公司已成为国内资本市场规模最大的汽车企业。

驱动因素、关键假设与主要预测

（1）公司旗下车型销量增长良好：1-5 月份上汽集团同比增长 13.6%，其中上海大众、上海通用累计同比增长分别为 32%、24.3%，市场占有率进一步提高，我们预计 2011 上海大众、上海通用的销量增速情况将分别达到 30%、25%；（2）新产品帕萨特 NMS 的推出，进一步提升公司销量，SUV 途观的增速依然保持景气，公司的利润率好于行业平均水平；（3）新能源产业化道路已抢占先机：新能源零部件体系已经完成初步构建，荣威 750 中混混合动力轿车实现量产，长期发展前景乐观。

我们与市场不同的观点

市场有观点认为，乘用车行业在经过 2009、2010 年的高速增长后，增速将明显下滑，从而导致公司的汽车销量下滑，公司利润水平下降。

我们认为，公司的产品谱系完整，尤其是在中高端车领域，公司的领先优势明显，上汽通用五菱及公司的自主品牌和中低端车型的销量会受到行业整体下滑的影响，但大众和通用继续保持稳定增长，可维持公司高于行业平均的利润水平。

公司估值与投资建议

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 1.82、2.15 元，估值水平处于乘用车行业底端，给予公司谨慎推荐的投资评级。

股票价格表现的催化剂

乘用车销量下半年超预期增长。

主要风险因素

（1）乘用车行业景气程度显著下降；（2）公司自主品牌新产品销量显著低于预期；（3）乘用车行业开始新一轮价格战。

公司战略与竞争力分析

表 4: 公司 SWOT 及波特五力分析

公司战略分析	公司 SWOT 评价	总分值 4
优势	产品谱系完整、产业链完整，市场占有率高，盈利能力强	分值: 4.5
劣势	受行业景气度影响较大	分值: 4
机会	自主品牌产品的影响力和销量大增	分值: 4
威胁	行业竞争加剧，商用车业务仍是公司短板	分值: 4

注: 分值 1-5, 越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4
供应商力量	公司对下游供应商的议价能力较强	分值: 4
新进入壁垒	在高端及合资车领域进入壁垒高	分值: 4.5
客户力量	受需求影响, 容易导致价格战出现	分值: 4
替代产品	可由其他品牌价格或档次相当的产品替代	分值: 3.5
竞争对手	公司某些产品的品质以及技术上有较大优势	分值: 4

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究部

（二）江铃汽车（000550.SZ）：成本控制能力突出，受益于轻客轻卡的中高端趋势

公司是国内成长最快的商用车制造商之一。其产品充分满足不同顾客群体的消费需求，“全顺”商用车、“凯运”轻卡、“宝典”皮卡等成为节能、实用、环保汽车的典范。产品凯运及 JMC 轻卡系列继续占据中高档轻卡市场的主导地位，市场份额近 50%。通过吸收福特的先进技术，公司不断提升自主研发能力，每年新产品开发投入占销售收入的 5-7%，专用车及改装车销量全国第一。

驱动因素、关键假设与主要预测

轻客销量稳定增长。依靠城市物流的拉动，公司全顺的销量依旧保持稳定增长，预计 2011 年轻卡的销量增速在 20%。轻卡的销量增速 2011 年预计为 15%，皮卡及 SUV 的销量增速在 25%。去年预计销售收入的增速维持在 14% 左右。

公司的成本控制能力突出，毛利率依旧保持稳定。公司的关键零部件自配比例较高，成本上涨对公司的盈利能力的影响偏小，预计毛利率仍然维持在 25% 左右。

我们与市场不同的观点

市场有观点认为，江铃汽车的利润率一直维持高位，这种盈利水平难以维持；其乘用车的增长也将低于预期。

我们认为，公司有着良好的成本控制能力，在原材料成本上升的背景下更能突显，下游需求放缓的过程中，公司更能利用其竞争实力抢夺市场份额。取胜的销量仍处在爬坡阶段，但作为柴油 SUV，方显其经济性的特点。

公司估值与投资建议

预计公司 2011、2012 年 EPS 分别为 2.10、2.49 元，估值水平处于行业底端，公司价值被低估，维持对公司谨慎推荐的投资评级。

股票价格表现的催化剂

物流运输用重卡销量进一步上升；公司 SUV 胜驭的增长超预期；与福特在商用车的合作上取得新的突破。

主要风险因素

2011 年宏观经济下滑导致投资增速下滑，轻客轻卡销量下滑；主要原材料价格上升幅度超预期。

公司战略与竞争力分析

表 5: 公司 SWOT 及波特五力分析

公司战略分析	公司 SWOT 评价	总分值 4
优势	公司的轻客轻卡增长稳定，市场占有率逐年提升，盈利能力强。	分值: 4.5
劣势	仅商用车及少量 SUV，受商用车行业增速放缓影响较大。	分值: 3.5
机会	SUV 的放量及与福特在商用车的合作上取得突破	分值: 4
威胁	行业竞争加剧，物流业的增长低于预期	分值: 3.5

注: 分值 1-5, 越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4
供应商力量	公司零部件的自产率高，供应商力量弱	分值: 4
新进入壁垒	进入壁垒高，公司研发能力突出	分值: 4.5
客户力量	公司议价能力较强，中高端产品占比提升	分值: 4
替代产品	轻客类的如依维柯，轻卡类的如江淮轻卡、欧马可、	分值: 4
竞争对手	公司在产品品质以及技术上有较大优势	分值: 4

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究部

（三）宇通客车（600066.SH）：增长确定，价值低估

公司是一家客车及其配件制造商，是交通部在河南省唯一的一家公路客生产厂，也是我国从事客车生产较早的专业厂之一。公司主要经济指标多年保持平均每年以超过 50% 的速度增长，大、中型客车国内市场占有率超过 20%，企业综合实力居国内同行业首位。目前公司客车产量已列全国同行业第二，经济效益第一。

驱动因素、关键假设与主要预测

（1）下半年客车销售旺季的到来，全年销量增速将稳定增长：1-5 月份，公司累计共实现销量 1.4 万辆，同比增长 6.6%，下半年客车销售旺季的到来，全年销量预计增长 8-10%；（2）预计下半年原材料价格的回落，使得公司综合毛利水平依旧维持在 16% 左右；（3）配股项目投产顺利，解决公司产能瓶颈，2011 年底 5000 辆专用车产能投产。

我们与市场不同的观点

市场有观点认为，客车属于劳动密集性及资本密集型产业，原材料成本的上升将使得公司的盈利水平出现下滑。

我们认为，公司是国内大中客车行业的龙头企业，产品结构在逐渐优化完善，下半年大宗商品价格回落所导致的钢材等原材料价格的回落，将使得公司的毛利率水平保持稳定，盈利能力大幅下滑的可能性较小。

公司估值与投资建议

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 2.05、2.36 元，从客车行业的稳健增长及公司业绩的确定性而言，公司是下半年防御避险的良好品种，给予公司谨慎推荐的投资评级。

股票价格表现的催化剂

公司大中客的销量超市场预期

主要风险因素

（1）原材料价格继续走高；（2）公司配股进度低于预期。

公司战略与竞争力分析

表 6: 公司 SWOT 及波特五力分析

公司战略分析	公司 SWOT 评价	总分值 4
优势	作为国内大中客的龙头企业，在产品、销售、下游客户上优势明显	分值: 4.5
劣势	目前受产能瓶颈所限	分值: 3.5
机会	配股项目的顺利投产，解决产能瓶颈	分值: 4
威胁	受行业增速影响明显	分值: 3.5

注: 分值 1-5, 越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4
供应商力量	在技术、产品、品牌、售后的多年积累，对供应商的议价能力较强	分值: 4
新进入壁垒	进入壁垒高	分值: 4.5
客户力量	对于公交客户议价能力较强，旅游客运议价能力较弱	分值: 4
替代产品	替代产品丰富	分值: 4
竞争对手	与金龙客车竞争激烈	分值: 3.5

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 汽车销量变化体现短期汽车销量增速之困	4
图 2: 乘用车总销量情况	5
图 3: 轿车销量情况	5
图 4: SUV、MPV 销量情况	5
图 5: 交叉型乘用车销量情况	5
图 6: 销量增速及汽车行业政策变化	6
图 7: 分排量汽车的销售情况	6
图 8: 汽柴油价格走势	6
图 9: CPI 增速与汽车销量增速	7
图 10: SUV 从 08 年起进入爆发性增长	8
图 11: 日系车市场份额明显下降	9
图 12: 大客车销售情况	9
图 13: 中客销售情况	9
图 14: 大中客销售情况	10
图 15: 轻客上半年销售情况	11
图 16: 轻客细分市场占比情况	12
图 17: 柴油、汽油轻客占比情况	12
图 18: 轻客市场份额的变化情况	12
图 19: 重卡总销量情况	13
图 20: 重卡整车销售情况	13
图 21: 重卡底盘销售情况	13
图 22: 半挂牵引车销售情况	13
图 23: 固定资产投资增速和房地产投资增速	14
图 24: 货物周转量情况	14
图 25: 汽车行业毛利率水平	15
图 26: 乘用车和商用车平均价格走势	15
图 27: 工业生产者出厂价格指数走势	16
图 28: 镀锌板和冷轧薄板价格走势	16
图 29: 天然橡胶价格走势	16
图 30: 玻璃价格走势	16
图 31: 2000 年至今全国平均工资增长率	17
图 32: 乘用车历史估值情况	17
图 33: 商用载货车历史估值情况	17
图 34: 商用载客车历史估值情况	18
图 35: 汽车零部件历史估值情况	18

表格目录

表 1: 2011 年部分城市客车新增需求	10
表 2: 子行业类型比较及成本分析	15
表 3: 2011 年汽车销量预测	18
表 4: 公司 SWOT 及波特五力分析	21
表 5: 公司 SWOT 及波特五力分析	23
表 6: 公司 SWOT 及波特五力分析	25

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

王国平具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908