

耐得住平淡，经得起守望

——2011年3季度及下半年汽车行业投资策略

报告发布时间：2011年6月27日



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点

- 上半年，国内汽车行业经历了相当程度的低迷。其中1-5月累计销量增速仅为4.2%，随着行业景气度的快速回落，各细分车型无法延续2010年齐头并进的普涨格局，市场表现出现分化。导致行业陷入低迷的因素主要是需求动能不足和原材料成本高企，两头挤压之下，行业利润率拐头向下，出现利润同比负增长的企业。
- 3季度及下半年汽车行业面临的外部环境将逐步改善。汽车消费政策继续收紧的可能性很小，我们认为行业在政策层面的底部已经出现。居民对于宏观增速回升和通胀回落的预期，以及固定资产投资的持续，都将有利于汽车需求的释放。而大宗商品价格回落，将缓解原材料方面带给行业的成本压力。
- 本轮景气下行周期已经接近底部。如果将本轮景气下降周期视为对09年以来上升周期的修正，那长达16个月的周期应该已经接近本轮调整的时间底限了。预计下半年行业销量有望接近971.70万台，同比增长7.7%，全年销量增速约5.6%。大规模新产能的投放预计在2012年一季度，所以目前行业的整体产能利用率仍在高位，下半年毛利率下滑的空间十分有限。
- 3季度及下半年首先看好轻客和重卡。在细分行业投资价值排序中，我们首先看好轻客和重卡两个行业，然后继续看好年度策略中推荐的轿车、SUV和大中客行业，适当关注轻卡和MPV，不建议关注中卡、微客和微卡。
- 维持行业中性评级。对于3季度及下半年的汽车行业，我们仍然维持中性评级。我们认为目前行业估值已经处于历史底部，且下半年行业景气度将缓慢回升，但还不足以支撑对投资评级的上调，三季度汽车股走势“前高后低”的概率较大。
- 3季度及下半年对于汽车行业的投资逻辑有四：1) 继续看好弱周期行业的龙头。2) 看好强周期行业的估值反弹。3) 原材料价格回落将带来部分企业成本的改善和盈利的回升。4) 多样性的零部件板块机会多多。在下半年汽车行业上市公司推荐组合中，我们将潍柴动力的评级上调为强烈推荐，并新纳入中国重汽、风神股份、天润曲轴。

风险提示

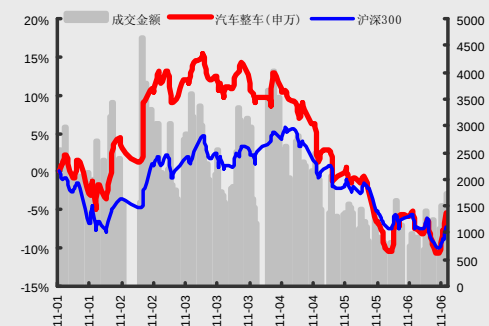
- 1、行业景气回升度可能不及预期。
- 2、原材料价格回落幅度也可能不及预期。

行业评级：中性（维持）

市盈率(2011E)：14.43

市净率(2010A)：2.58

近52周走势



评价周期	1个月	6个月	12个月
绝对表现(%)	1.09	-8.74	13.74
相对表现(%)	3.36	-2.25	6.48

数据来源：Wind

重点公司评级与盈利预测

公司	评级	EPS		
		10A	11E	12E
江淮汽车	强烈推荐	0.90	1.30	1.65
江铃汽车	强烈推荐	1.98	2.45	3.06
曙光股份	强烈推荐	0.84	1.15	1.40
潍柴动力	强烈推荐	4.07	4.58	5.33
亚太股份	强烈推荐	0.62	0.88	1.15
万里扬	强烈推荐	0.88	1.25	1.50
风神股份	强烈推荐	0.41	1.03	1.20

研究员：张志鹏

联系人：张宇

执业编号：S0820209120024

电话：021-32229888-3502

邮箱：zhangyu@ajzq.com

相关报告

《低档起步，以稳为主——汽车行业2011年投资策略》

目录

一、行业 1-5 月回顾	4
1.1 销量	4
1.2 库存	5
1.3 效益	6
1.4 行业运行的阶段特点	6
二、3 季度及下半年展望	8
2.1 宏观及产业政策	8
2.2 供需	8
2.3 成本	10
2.4 周期性波动简析	11
2.5 销量及盈利预测	12
三、细分行业简析及可能的亮点	14
3.1 细分行业简析	14
3.2 可能的亮点	17
3.3 3 季度及下半年细分行业投资价值排序	17
四、行业投资策略	18
4.1 年度策略回顾	18
4.2 行业评级及投资策略	19
4.3 推荐的主要逻辑与上市公司	19

图表目录

图 1.....4

图 2.....4

图 3.....5

图 4.....5

图 5.....5

图 6.....6

图 7.....6

图 8.....6

图 9.....7

图 10.....8

图 11.....9

图 12.....9

图 13.....10

图 14.....11

图 15.....11

图 16.....12

图 17.....13

图 18.....13

图 19.....14

图 20.....14

图 21.....15

图 22.....15

图 23.....15

图 24.....15

图 25.....16

图 26.....16

图 27.....16

图 28.....16

图 29.....18

图 30.....18

图 31.....18

图 32.....19

图 33.....19

表 1.....3

表 2.....7

表 3.....10

表 4.....11

表 5.....12

表 6.....17

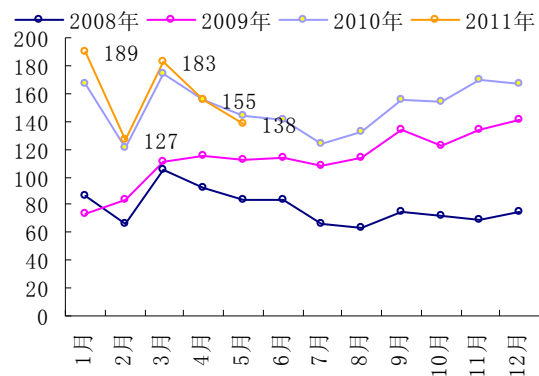
表 7.....20

一、行业 1-5 月回顾

1.1 销量

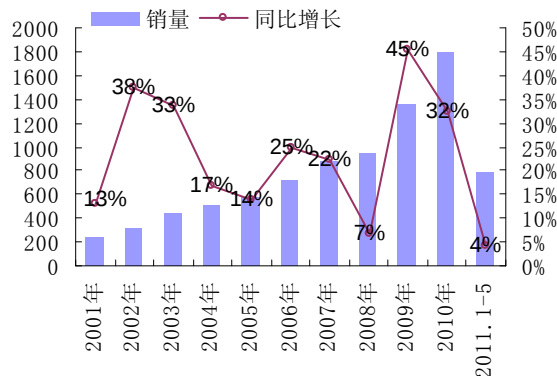
1-5 月，国内汽车累计销售 792.46 万台，同比增长 4.2%。我们预计上半年累计销量约 933.29 万台，同比增速约 3.5%，仅为 2008 年全年增速的一半。其中，4、5 月份已连续出现同比负增长，可见行业正处于相当程度的低迷状态。

图 1 汽车月度销量情况 单位：万台



数据来源：CAAM

图 2 汽车年度销量情况 单位：万台



数据来源：CAAM

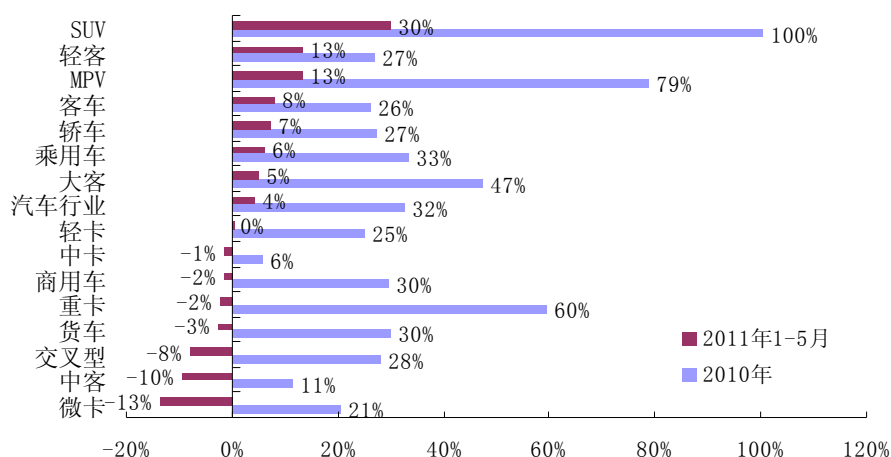
表 1 汽车行业 2011 年上半年各车型销量情况汇总 单位：万台

车型	销量				同比增速			
	2009 年	2010 年	2011 年		2009 年	2010 年	2011 年	
			1-5 月	H1 E			1-5 月	H1 E
汽车行业	1362.15	1803.96	792.46	933.29	45.5%	32.4%	4.2%	3.5%
乘用车	1031.54	1374.89	602.90	710.80	52.9%	33.3%	6.2%	5.8%
轿车	746.06	949.42	415.82	489.83	48.0%	27.3%	7.1%	6.8%
MPV	24.90	44.54	19.79	23.59	26.1%	78.9%	13.2%	12.7%
SUV	65.75	131.76	61.84	74.65	47.4%	100.4%	30.0%	27.2%
交叉型	194.83	249.17	105.45	122.73	83.2%	27.9%	-7.9%	-8.2%
商用车	331.35	429.34	189.57	222.59	26.2%	29.6%	-1.6%	-3.0%
货车	295.94	384.73	170.91	200.07	29.6%	30.0%	-2.5%	-4.0%
重卡	63.62	101.48	47.99	55.97	17.7%	59.5%	-2.1%	-4.2%
中卡	25.80	27.27	12.77	14.60	24.6%	5.7%	-1.4%	-2.9%
轻卡	155.96	194.98	87.59	102.77	32.7%	25.0%	0.3%	-0.8%
微卡	50.57	61.00	22.56	26.73	40.0%	20.6%	-13.4%	-14.9%
客车	35.41	44.60	18.66	22.52	4.0%	26.0%	8.0%	6.9%
大客	4.72	6.95	2.45	3.11	7.2%	47.3%	5.0%	6.4%
中客	8.19	9.12	2.96	3.60	3.6%	11.3%	-9.5%	-10.1%
轻客	22.49	28.53	13.25	15.81	3.4%	26.8%	13.4%	11.8%

数据来源：CAAM & 爱建证券预测

随着行业景气的快速回落，各细分车型无法延续 2010 年齐头并进的普涨格局，市场表现出现分化。其中，在消费升级趋势推动下，1-5 月 SUV 车型实现近 30% 的同比增长；城市物流的兴起和产品功能多样化分别促成了轻客和 MPV 的稳定增长；轿车需求尽管略显疲态，但普及趋势仍在继续，7% 的增速仍旧跑赢了行业整体。相对的，受优惠政策集中退出影响较深的主要是微车，其中微客与微卡在 1-5 月的销量增速分别为-8%和-13%；而中客市场受到来自于两端轻客和大客车型的挤压，在客车行业整体 1-5 月增长 8% 的背景下销量下滑了约 9.5%。

图 3 细分车型销量同比增速比较

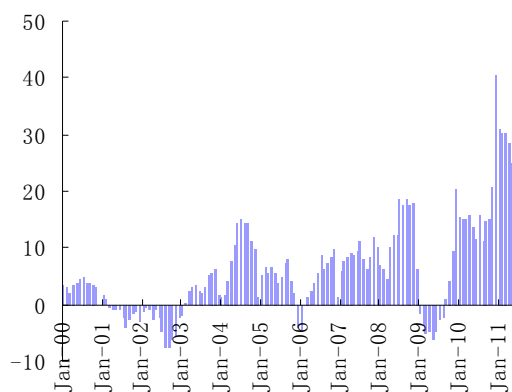


数据来源：CAAM & 爱建证券整理

1.2 库存

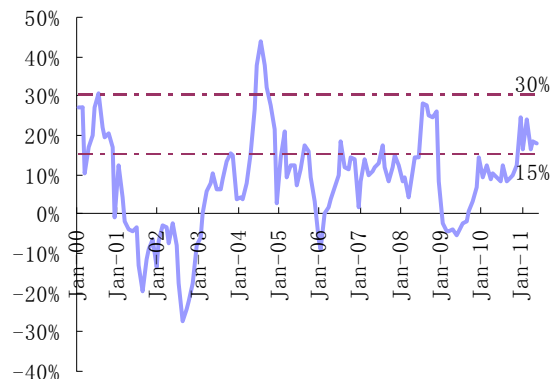
由于汽车行业上市公司一季报普遍反映出存货快速增加的情况，所以我们特别关注行业的库存情况。根据对产销差额的简单估算，目前行业整车厂环节的库存（非当量库存）约为 25 万台，对应的库存销售比率约为 18%，处于历史相对偏高的区域。

图 4 汽车行业库存情况 单位：万台



数据来源：CAAM & 爱建证券估算

图 5 行业库存销售比（库存数/当月销量）

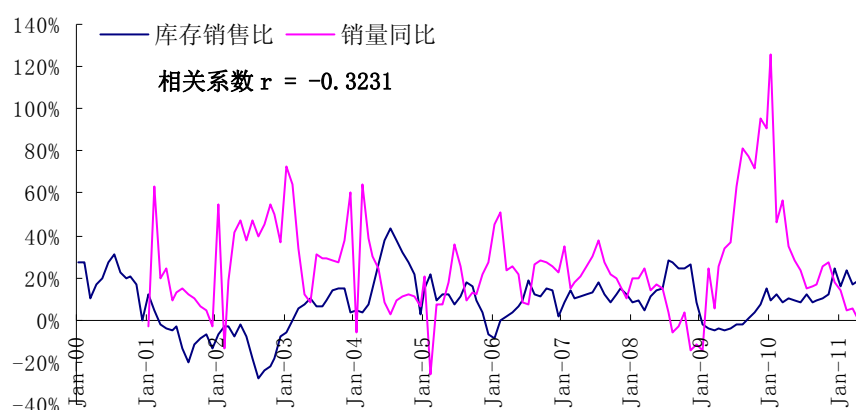


数据来源：CAAM & 爱建证券估算

注：根据每月产销差额，以 2000 年 1 月为起点推算，假设当时库存量为 18791 辆，即库存销售比为 15% 的水平。

根据测算，我国汽车销量增速与库存销售比的相关系数约为-0.3231，即两者存在此消彼长的关系，所以目前库存消化问题也是制约行业销量提升的因素之一。

图 6 库存销售比与销量增速的关系



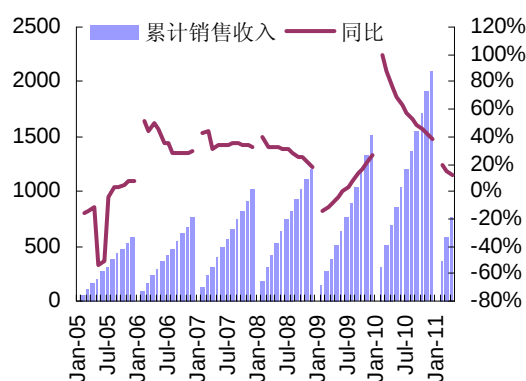
数据来源：CAAM & 爱建证券整理

1.3 效益

在销量增速回落和成本增长的两头挤压之下，行业的利润率已经遭遇拐点，同时，伴随着细分市场强弱不均的市场表现，相关集团或企业的盈利也呈现显著分化。

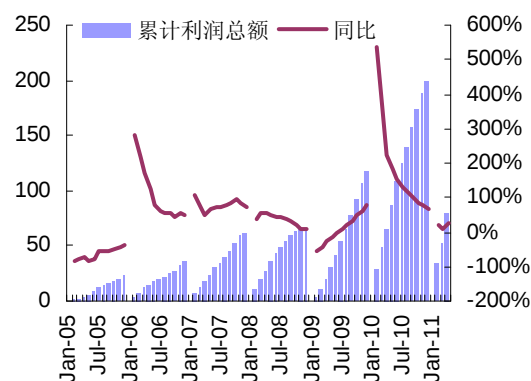
据中汽协对重点汽车（集团）企业的统计，1-4月，17家重点企业累计完成工业增加值1509.05亿元，同比增长8.40%，增幅比1-3月回落4.72个百分点，低于全国规模以上工业企业工业增加值增速水平（14.20%）5.80个百分点；累计完成工业总产值6713.72亿元，同比增长6.61%，增幅比1-3月回落3.21个百分点；累计实现营业收入7734.42亿元，同比增长12.12%，增幅比1-3月回落2.77个百分点；完成利润总额802.92亿元，同比增长22.66%，但值得注意的是，17家重点企业中有6家企业利润出现负增长。

图 7 重点企业累计收入及增速 单位：十亿元



数据来源：CAAM & 爱建证券整理

图 8 重点企业累计利润及增速 单位：十亿元



数据来源：CAAM & 爱建证券整理

1.4 行业运行的阶段特点

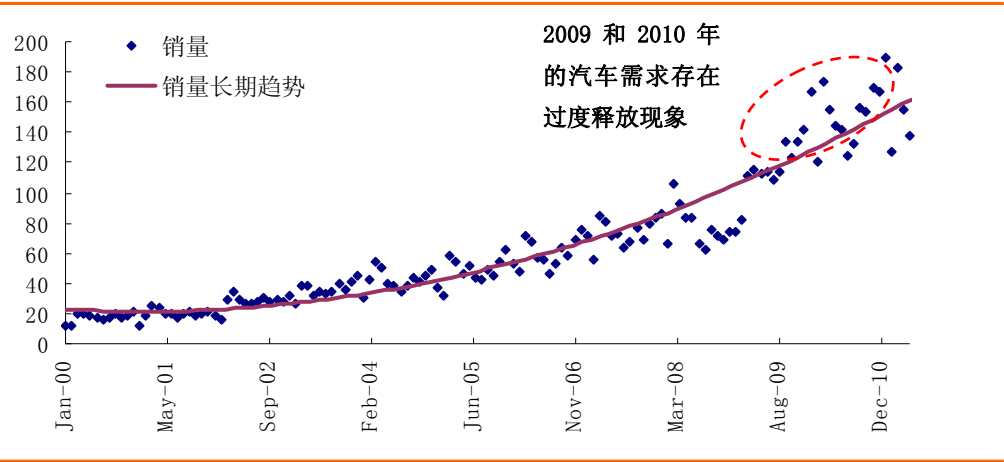
回顾1-5月汽车产销的发展，行业呈现出的阶段特点主要有两个：

1) 需求动能不足。一方面，受宏观经济增速放缓以及前两年运能增长过快等因素影响，货车

需求明显偏弱，；另一方面，在小排量乘用车购置税优惠、汽车以旧换新、汽车下乡等利好政策集中退出后，乘用车的需求动能也存在不足，从而表现为行业整体销量增速的大幅回落。

2) 成本高企。钢材、橡胶等主要原材料价格均显著高于去年同期，人工成本上涨又具有不可逆性，油价走高无论是对使用成本还是制造成本都构成了负面影响，再加之行业产销增速下滑导致厂商对成本覆盖及转嫁能力下降，故成本问题在上半年行业的发展中被凸显无疑。

图 9 汽车行业销量散点图 单位：万台



数据来源：CAAM & 爱建证券整理

表 2 行业部分成本项目的变化 单位：元/吨

产品均价		2011 年 1-5 月	2010 年 1-5 月	涨幅	影响
钢材	热轧	4867	4297	13%	制造成本
	冷轧	6701	6612	1%	
	中板	5537	4920	13%	
橡胶		32257	21607	49%	使用成本
劳动力(估算)		——	——	20-30%	
成品油	柴油 0#	8219	7232	14%	
	汽油 97#	9545	8504	12%	
	汽油 93#	10102	9044	12%	

数据来源：Wind & 爱建证券整理

注：表中热轧、冷轧、中板分别对应上海地区热轧卷板 2.72mm、冷轧卷板 1mm、普通中板 6mm 的含税价，取其 1-5 月间周数据的平均值；橡胶价格对应的是上海地区进口天然橡胶 3#烟片胶、丁苯橡胶、顺丁橡胶三者含税价的均值，再取其 1-5 月间周数据的平均值；人工价格涨幅为主观估算值；成品油中的柴油 0#、汽油 93#、汽油 97#均为零售价，取其 1-5 月间周数据的平均值。

二、3 季度及下半年展望

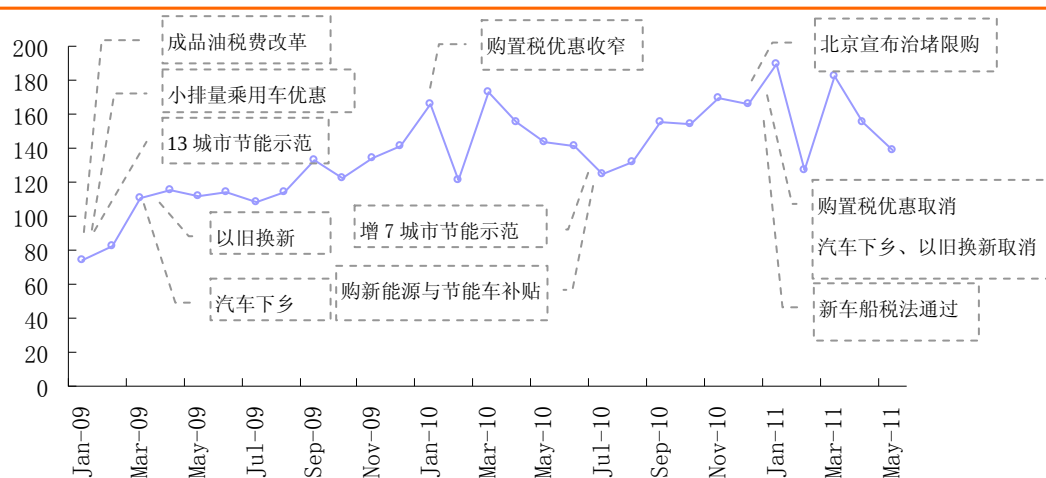
2.1 宏观及产业政策

爱建证券宏观研究团队认为，2011 年全年国内经济增速放缓是确定的，但分季度看，第四季度可能扭转第二、第三季度的回落趋势。在保障房项目密集开工等因素的推动下，全年固定资产投资增速仍可以保持在 25% 的水平（未剔除通胀因素）。6 月可能是 CPI 的拐点，对于通胀的担忧将在下半年逐步减弱。同时，美元有望扭转颓势，从而伴随着大宗商品价格的回落。

整体而言，下半年汽车行业面临的外部经济环境将逐步改善，尤其是第四季度。居民对于宏观增速回升和通胀回落的预期，以及固定资产投资的持续，都将有利于汽车需求的释放。而大宗商品价格回落，将缓解原材料方面对行业带来的成本压力。

我们认为下半年汽车产业消费政策转向放宽的可能性小，但继续收紧的可能性更小。一方面，一线城市中的汽车拥堵问题仍在继续，尽管对于新车限购的政策实际上并不能有效改善由原保有量导致的拥堵现象，但以限购为代表的抑制政策在短时期内做为管理部门对于治堵的一种姿态势必仍将持续。另一方面，汽车做为国民经济的第二大产业，在二季度已经呈现同比负增长的背景下，收紧政策进一步加码的可能性也不大。整体上，我们认为行业在政策层面的底部已经出现。

图 10 2009 年以来汽车行业销量及重要政策发布时间一览 单位：万台



数据来源：中汽协 发改委 爱建证券

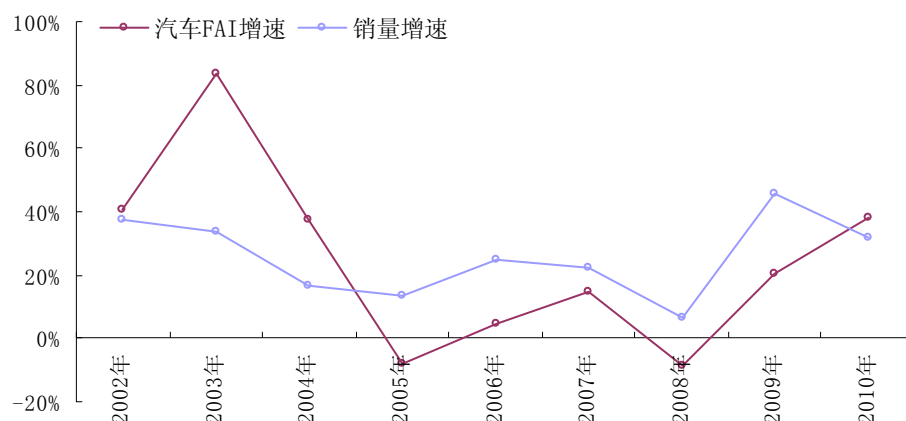
2.2 供需

今年产能压力不大，2012 年是新产能释放高峰。关于需求的问题我们在第一章中已有提及，所以本节主要关注产能的问题。较之 2003 年前后的疯狂时期，目前国内车企的扩张节奏已比较理性。但从已有的统计数据可以看到，车企的投资节奏与当年行业产销波动的同步性较高，换言之，行业的现实销售情况很大程度上会影响车企的投资情绪和决策。

根据行业经验，新生产基地项目从投建到首期达产的建设周期一般在 18-24 个月，即前两年行业加紧投建的新产能的集中释放期大致始于 2011 年末和 2012 年初，2012 年行业将会明显感受到供

给端的冲击，且伴随着产能利用率的下滑。

图 11 汽车固定资产投资增速与销量增速比较



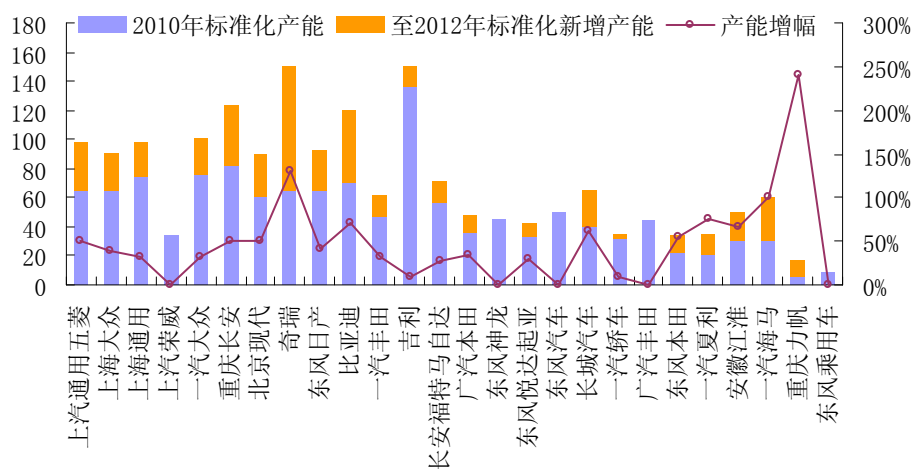
数据来源：Wind & 工信部 & 爱建证券整理

乘用车及重卡行业 2012 年产能压力均较大。由于客车及轻卡行业寡头竞争格局确定，产能竞争并不激烈，我们重点关注乘用车及商用车中的重卡行业，两者在全行业中的产量占比分别约 75% 和 5%。

乘用车方面，截至 2010 年末我们估算的标准化产能（两班 250 天）约 1450 万台，2010 年行业产能利用率约 95%，预计 2011 年和 2012 年末合计产能分别增至 1650 万和 1970 万台，以 8% 和 15% 的产量增速估算，对应的 2011 年和 2012 年乘用车的产能利用率分别约 90% 和 86.7%。产能利用率尽管仍处高位但下滑趋势较确定，表明供给端在未来两年对行业的冲击将逐步增强。

值得注意的是，在未来两年的新增产能中，合资品牌和自主品牌分别约 230 万和 300 万台，产能增幅分别约 32% 和 51%，考虑到自主品牌在车型布局及细分市场的竞争力与合资品牌仍存在着显著的差距，过快的扩张反而会使其未来两年的经营面临更多的困难。

图 12 主流乘用车企的产能及增幅情况 单位：万台



数据来源：公开信息及数据 & 爱建证券整理

重卡方面,截至 2010 年末我们估算的行业产能约 96.5 万台,对应 2010 年的产能利用率约 105%,但乐观预期驱动下,未来两年,行业产能增幅约 38%,至 2012 年底达 133.5 万台。由于重卡行业受宏观经济及固定投资等因素影响的较大,预计 2011 年行业产量同比下滑 5%,2012 年同比增长 20%,则未来两年行业对应的产能利用率将大致保持在 87%左右。

表 3 主流重卡企业产能及增长情况汇总 单位: 万台

企业	2010 年产能	2012 年预测产能	产能增幅
中国重汽	15	19	27%
一汽解放	20	20	0%
东风汽车	15	19	27%
陕汽集团	10	13	30%
北汽福田	16	24	50%
北方奔驰	5.5	5.5	0%
上汽依维柯红岩	4	4	0%
华菱重卡	4	8	100%
江淮汽车	2	6	200%
长安重汽	—	5	—
大运重卡	5	10	100%
合计	96.5	133.5	38%

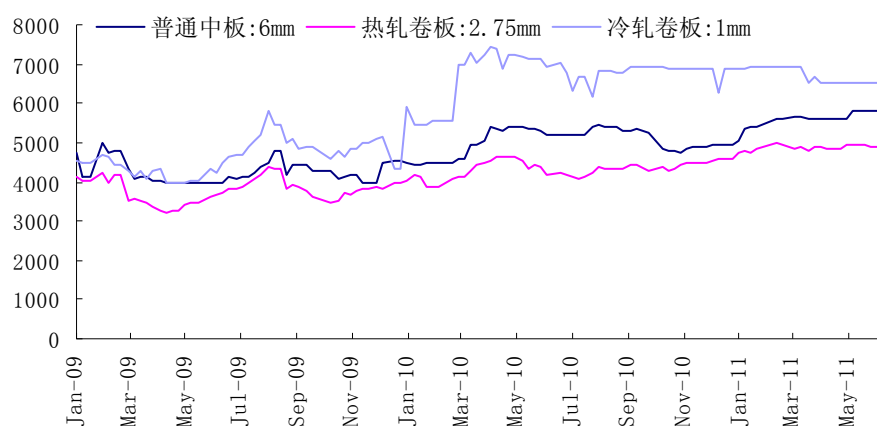
数据来源: 公开信息及数据 & 爱建证券整理

2.3 成本

正如我们在之前报告中分析的,成本上升对车企盈利所带来的负面影响在产销高速增长阶段容易被稀释,但在增速回落时期将被凸显,原因在于一方面规模效应递减导致对成本覆盖力的弱化,另一方面产销增速回落的现状也不利于整车厂商在面对上下游时进行较好地成本转嫁。

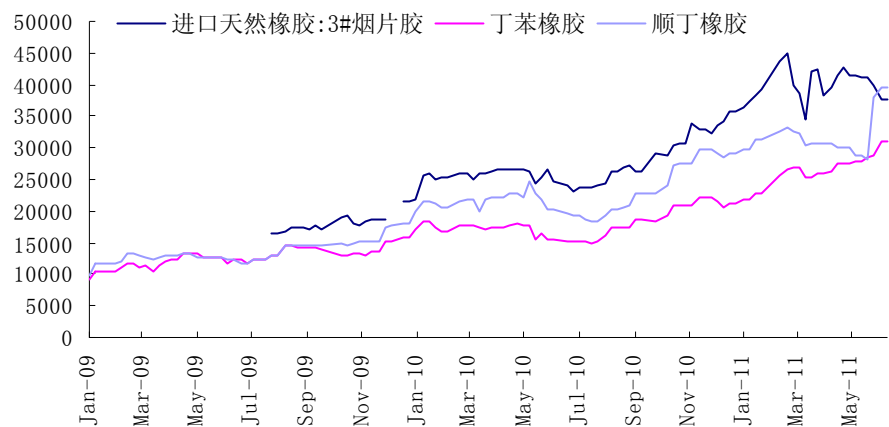
基于 2.1 中对宏观经济走势的分析,我们对钢材等大宗商品价格在下半年逐步回落持乐观态度。这将有助于改善行业在需求动能不足阶段的成本压力,延缓行业利润率下滑的趋势。

图 13 钢材价格周走势 单位: 元/吨



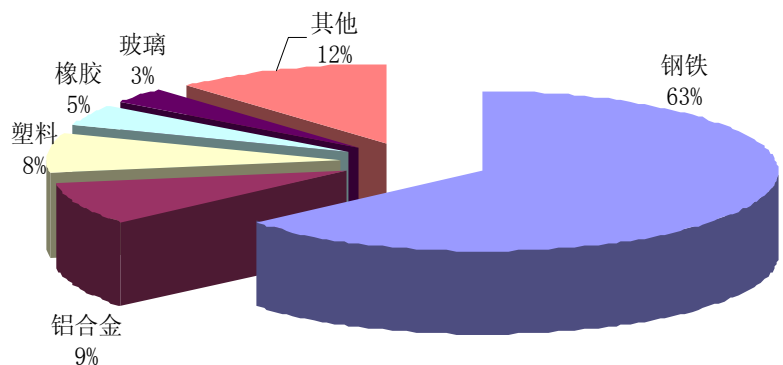
数据来源: Wind & 爱建证券整理

图 14 橡胶产品周价格走势 单位：元/吨



数据来源：Wind & 爱建证券整理

图 15 一般汽车产品直接原材料构成



数据来源：爱建证券

2.4 周期性波动简析

本轮景气下行周期已经接近底部。根据对汽车行业销量（移动平均数，以剔除月度数据中的季节性因素）的简单统计与观测，我们可以发现一轮完整的汽车销量波动周期中，其上升周期与下降周期往往存在着模糊的对称性。如果将本轮景气下降周期视为对 09 年以来上升周期的修正，那长达 16 个月的周期应该已经接近本轮调整的时间底限了。

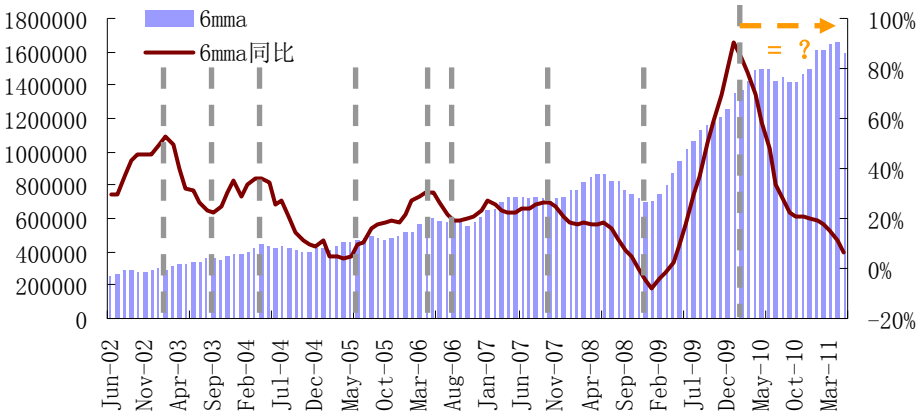
表 4 汽车行业波动周期的简单统计 单位：月

指标	高点	低点	高点	低点	高点	低点	高点	低点	高点	低点
时间	03-2	03-9	04-4	05-4	06-5	06-9	07-11	09-1	10-1	至今
方向		下降	上升	下降	上升	下降	上升	下降	上升	下降
长度		7	7	12	13	4	14	13	12	16

数据来源：爱建证券

注：需要说明的是，由于我们采用了移动平均的处理，所以数据较之实际销量更模糊且滞后，仅用来作为对趋势的辅助判断。

图 16 汽车行业 6 月移动平均销量及同比增速



数据来源：CAAM & 爱建证券

2.5 销量及盈利预测

我们将全年的汽车销量增速预测进一步下调至 5.6%，对应销量为 1904.99 万台。但这不改变我们对行业下半年表现将略好于上半年的预期，预计下半年行业销量有望接近 971.70 万台，同比增长 7.7%。

表 5 行业下半年和全年销量及增速预测 单位：万台

车型	销量				同比增速			
	2010 年	2011 年			2010 年	2011 年		
		1-5 月	H2 E	全年		1-5 月	H2 E	全年
汽车行业	1803.96	792.46	971.70	1904.99	32.4%	4.2%	7.7%	5.6%
乘用车	1374.89	602.90	767.21	1478.01	33.3%	6.2%	9.2%	7.5%
轿车	949.42	415.82	538.39	1028.22	27.3%	7.1%	9.7%	8.3%
MPV	44.54	19.79	25.00	48.59	78.9%	13.2%	5.9%	9.1%
SUV	131.76	61.84	88.47	163.12	100.4%	30.0%	21.1%	23.8%
交叉型	249.17	105.45	115.35	238.08	27.9%	-7.9%	-0.1%	-4.5%
商用车	429.34	189.57	204.39	426.98	29.6%	-1.6%	2.3%	-0.5%
货车	384.73	170.91	178.07	378.14	30.0%	-2.5%	1.0%	-1.7%
重卡	101.48	47.99	45.81	101.78	59.5%	-2.1%	6.4%	0.3%
中卡	27.27	12.77	12.37	26.97	5.7%	-1.4%	1.1%	-1.1%
轻卡	194.98	87.59	95.91	198.69	25.0%	0.3%	5.0%	1.9%
微卡	61.00	22.56	23.97	50.70	20.6%	-13.4%	-19.0%	-16.9%
客车	44.60	18.66	26.32	48.84	26.0%	8.0%	11.8%	9.5%
大客	6.95	2.45	4.38	7.49	47.3%	5.0%	8.8%	7.8%
中客	9.12	2.96	5.20	8.80	11.3%	-9.5%	1.4%	-3.6%
轻客	28.53	13.25	16.74	32.55	26.8%	13.4%	16.4%	14.1%

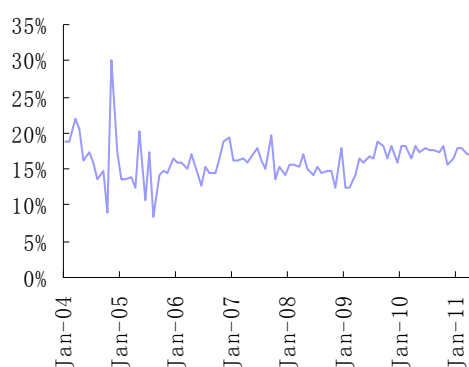
数据来源：CAAM & 爱建证券预测

我们认同市场关于汽车行业的毛利率在三季度及下半年下滑的判断，与其不同的观点在于我们认为毛利率下滑的空间十分有限。主要理由如下：1) 小排量乘用车等政策的退出，间接推动了乘用

车整体排量结构的上移，而车型的利润率与排量往往成正相关关系。2) 成本压力有望在下半年得到缓解，尤其是在第四季度。3) 从上半年的行业营销表现看，降价促销的车企仅是少数，再考虑到行业的产能利用率仍在高位，并不存在明显的来自供应端的压力，所以，下半年汽车的价格水平仍将保持稳定。

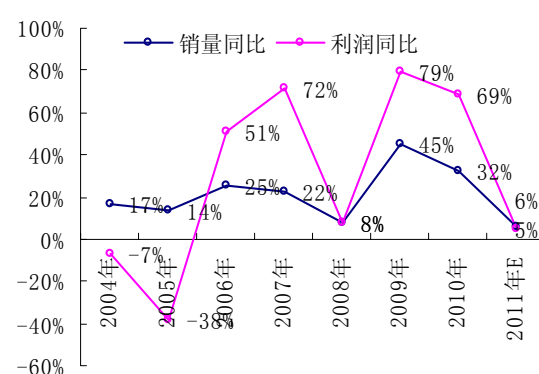
综上所述，我们维持对行业全年利润同比增长 5% 的判断。值得注意的是，我们判断尽管行业整体利润总额增速仍可能为正，但低增速背景下企业间盈利的分化现象将加剧，如剔除掉少数规模领先的集团后，盈利同比出现下滑可能是中小车企的普遍现象。

图 17 行业毛利率波动



数据来源：CAAM

图 18 行业销量及利润增速的比较



数据来源：CAAM & 爱建证券预测

三、细分行业简析及可能的亮点

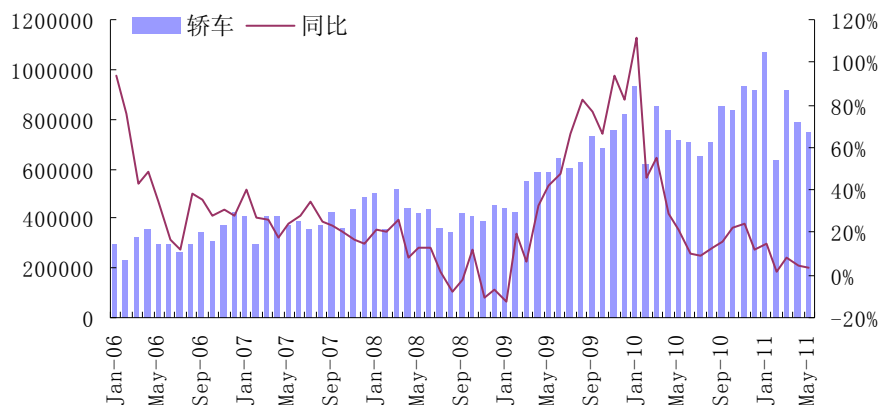
3.1 细分行业简析

● 轿车

我们看好轿车在下半年的稳健增长。轿车在三四线城市的加速普及趋势并未改变，目前增速放缓主要是由于一二线城市“购置第二辆车”的需求被政策及外部环境等暂时打压。

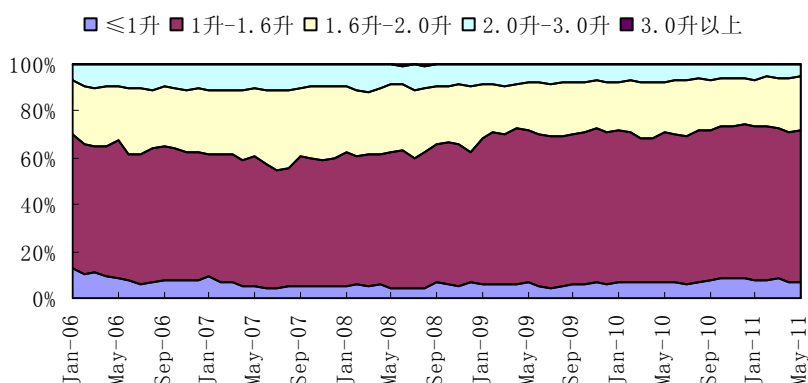
上半年日本地震导致零部件供应链问题等事件型负面因素，也将在下半年迅速消减。我们预计下半年轿车销量增速将较上半年有所回升，同比增速为 9.7%，全年 8.3%。而且，尽管轿车行业的需求动能有所不足，但综合排量上移趋势显著，产品结构改善将有助于产品整体毛利率的稳定。

图 19 轿车月度销量及增速 单位：台



数据来源：CAAM

图 20 轿车排量构成



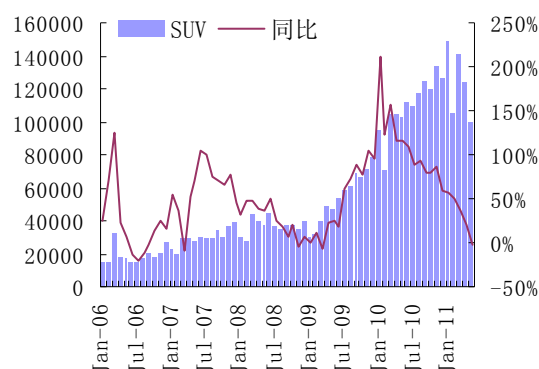
数据来源：CAAM & 爱建证券整理

● SUV 和 MPV

SUV 产品的契合了一二线城市“购第二辆车”的需求，其消费属性与中高级轿车相近，是今年成长性最好的细分行业，这在我们年度策略报告中早已明确。

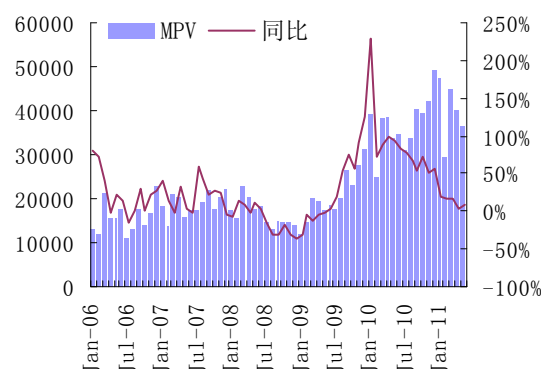
随着 MPV 车型的丰富以及功能的多样化演变，MPV 的受众市场也主要分化为家用和企业，家用型 MPV 与城市型 SUV 的消费属性趋近，两者都顺应了消费升级中人们对于产品舒适性和差异性的要求，但另一块企业市场由于外部经济环境恶化导致众多企业尤其是民营企业的购买力及采购意愿减弱，这也是 MPV 车型的销售弱于 SUV 的主因。

图 21 SUV 月度销量及增速 单位：台



数据来源：CAAM

图 22 MPV 月度销量及增速 单位：台

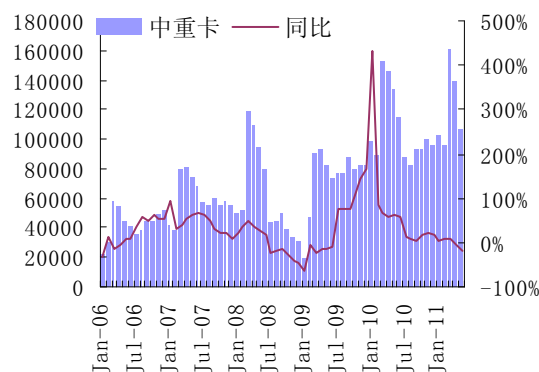


数据来源：CAAM

● 货车

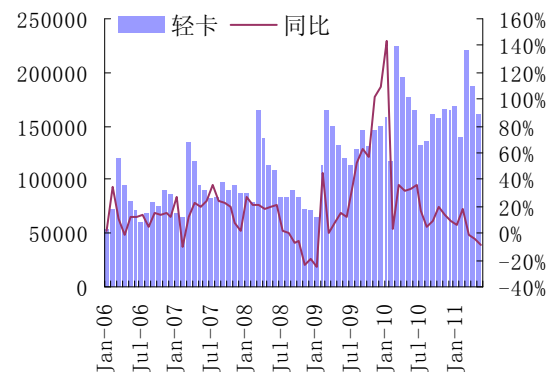
我们主要分析中重卡和轻卡两类。上半年中重卡在不同细分市场的表现分化显著，一方面工程类车型受益于固定资产投资维持高位推动，销量增长高达 18%；另一方面牵引类车型受运营企业盈利能力的恶化以及物流环境不佳等因素影响，销量同比下滑超过 25%。我们预计，下半年中重卡细分市场市场变现分化的情况仍将延续，但随着国家对物流行业的持续关注，牵引类车型的需求将被有效激发，产品销量降幅将显著收窄，从而带动中重卡行业整体增速的回升。上半年，轻卡行业受汽车下乡政策退出明显，销量与同期基本持平，不过随着政策退出负面效应的逐步减弱，行业销量增速有望缓慢提升。

图 23 中重卡月度销量及增速 单位：台



数据来源：CAAM

图 24 轻卡月度销量及增速 单位：台

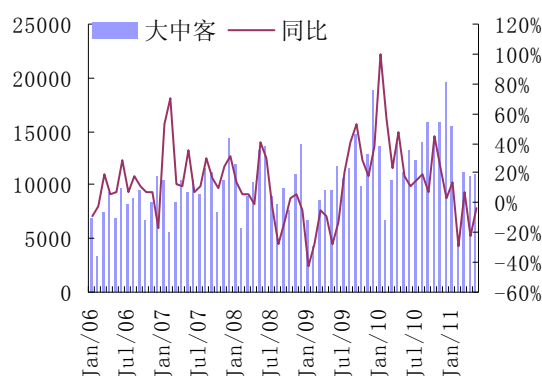


数据来源：CAAM

● 客车

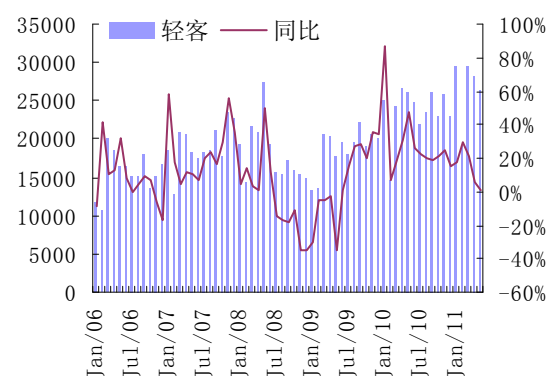
我们将客车分为大中客和轻客。大中客行业始终是比较稳健的细分行业，行业下游客运(约占60%)、公交(约占30%)需求稳定，在此前一轮汽车行业的景气周期中受政策惠及力度较小，所以基本不存在透支消费一说。尽管上半年由于中东、非洲等主要的海外市场由于政局或经济不稳定，导致行业暂时的出口低于预期，但中国客车产品的性价比优势显著，未来的出口前景比较乐观，而出口对于大中客行业的销量拉动也高于其他行业。轻客车型客货两用的特性，使其充分受益于当前城市物流的兴旺，行业下半年预计销量同比增速可达16%，全年14%。

图 25 大中客月度销量及增速 单位：台



数据来源：CAAM

图 26 轻客月度销量及增速 单位：台

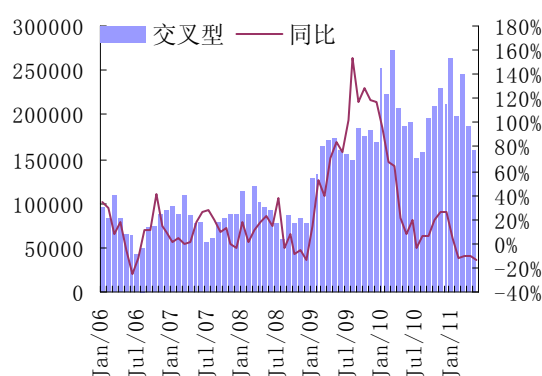


数据来源：CAAM

● 微车

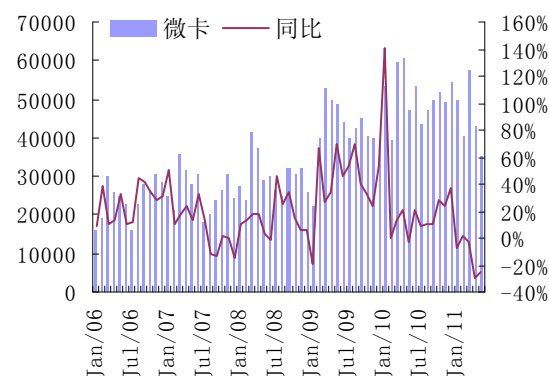
下半年微车仍难走出政策退出阴影。我们把微客与微卡统称为微车，微车的主要需求来自农村市场，汽车下乡以及购置税优惠等政策对单价较低的微车的需求刺激是十分显著的，这导致前两年微车需求存在较明显的透支现象。而一旦政策退出，势必意味着微客与微卡需要一定的时间来重新积聚购买力，我们预计这种调整还贯穿2011年全年，预计两者下半年的销量增速分别为-0.1%和-19%。

图 27 微客月度销量及增速 单位：台



数据来源：CAAM

图 28 微卡月度销量及增速 单位：台



数据来源：CAAM

3.2 可能的亮点

我们认为，三季度及下半年汽车行业的亮点可能有以下三类：弱周期品种、风险充分释放的强周期品种、受益于原材料价格下跌的品种。

● 弱周期品种

只要汽车行业仍处于低增速的调整周期，那么需求可以保持一定增速且强于行业整体的弱周期品种就将继续保持其对市场的吸引力。我们认为以下两类可以归为抗周期品种：

1) 强消费属性，弱投资属性的细分行业。比如乘用车中的轿车、SUV，商用车中的大中客。

2) 部分零部件厂商。包括出口占比较大的零部件公司、所依附的集团整车销售较强劲的零部件公司。第一类出口占比高的，可以凭借海外市场对冲国内需求波动的风险；第二类主要取决于所依附的整车厂的销售水平。

● 风险充分释放的强周期品种

我们认为行业下行周期即将接近尾声，尽管短时间内增幅难以反弹到较高水平，但部分经历过充分的风险释放过程的强周期已经开始具备吸引力，比如上半年被市场抛弃的重卡行业，还有部分随整车行业调整，但本身具备较强研发及技术能力的零部件公司，在低估值之下他们优质的基本面将释放吸引力。

● 受益于原材料价格下跌的品种

我们预期下半年大宗商品价格将出现回落，这对于汽车制造行业构成利好，但其中对盈利提振最显著的可能轮胎行业，相较于需求，近几年轮胎行业的盈利更取决于橡胶价格的波动。

3.3 3 季度及下半年细分行业投资价值排序

细分行业销量增速有望在下半年迎来回升。其中，乘用车下半年预计销量同比增速将回升至 9%；客车在大客与轻客的带动下升至 12%；货车行业同比增速由负转正，重卡行业回升幅度将最为明显。

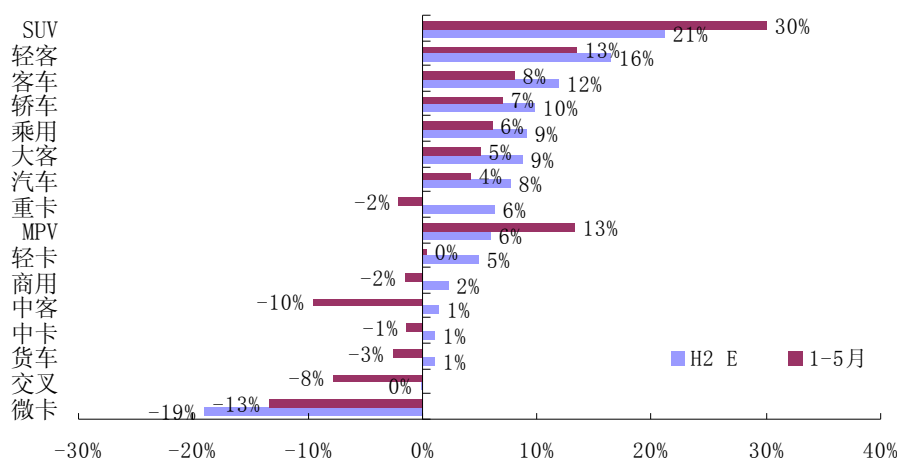
基于对下半年细分行业的推演以及市场大众预期的分析，我们首先看好轻客和重卡两个行业，然后继续看好年度策略中推荐的轿车、SUV 和大中客行业，适当关注轻卡和 MPV，不建议关注中卡、微客和微卡。

表 6 三季度细分行业投资价值排列

第一档	轻客	重卡	
第二档	轿车	SUV	大中客
第三档	轻卡	MPV	
第四档	中卡	微客	微卡

资料来源：爱建证券

图 29 前 5 月及下半年细分车型销量预期同比增速比较



数据来源：CAAM & 爱建证券预测

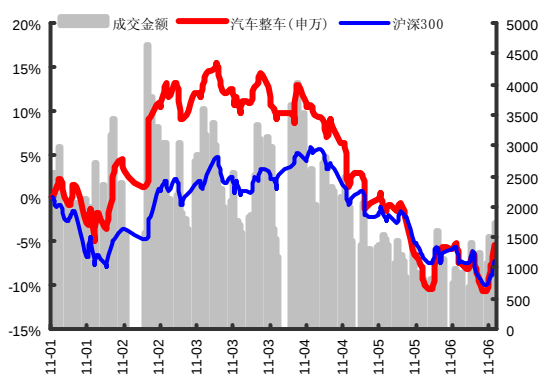
四、行业投资策略

4.1 年度策略回顾

首先回顾我们在 2010 年底做的《低档起步，以稳为主——汽车行业 2011 年投资策略》报告，其中主要观点包括：“销量增速将显著回落”，同时“成本问题将更显突出”，所以“作为典型的周期性行业，目前阶段显然不是好的买入时机，获得超额收益的概率也不大”，故“给予中性评级”。

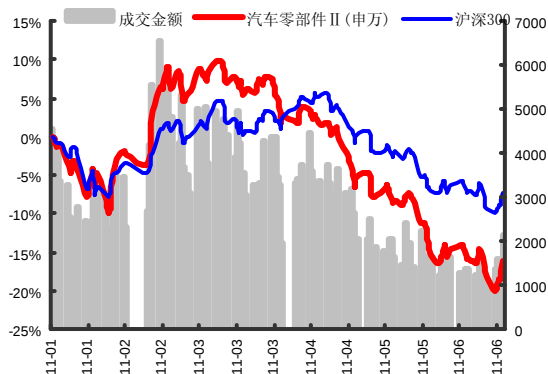
我们关于汽车需求回落和成本上升的结论在上半年行业的发展中已经得到了充分的体现。从投资收益角度看，自 1 月 1 日-6 月 23 日，汽车整车和汽车零部件（申万分类）行业的绝对收益分别为-5.47%和-16.07%，与沪深 300 指数的相对收益分别为 1.81 和-8.79 个百分点，符合我们给予行业的中性评级。

图 30 汽车整车上半年行情走势



数据来源：Wind

图 31 汽车零部件上半年行情走势



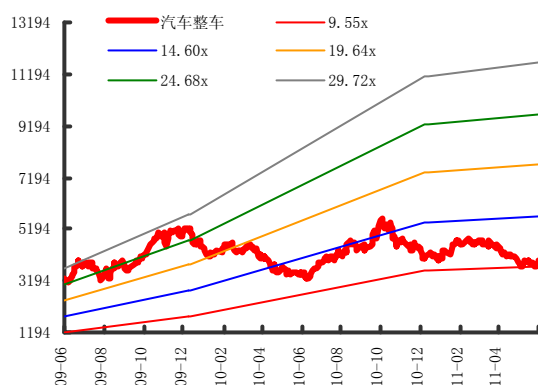
数据来源：Wind

4.2 行业评级及投资策略

对于3季度及下半年的汽车行业，我们仍然维持“中性”评级。我们认为目前行业估值已经处于历史底部，且下半年制约行业的部分负面因素正在逐步减弱，但还不足以支撑对投资评级的上调。

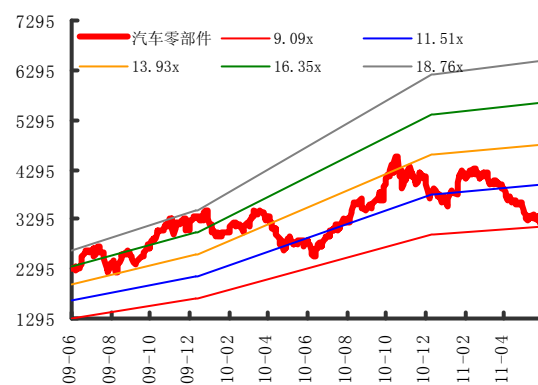
三季度汽车股走势“前高后低”的概率较大。具体到三季度，季初显著的估值优势将赋予行业较强的反弹动能，但估值修复完成后，行业将面临中报的披露期，现实的盈利状况又会打压市场对于汽车股的关注热情。

图 32 汽车整车 PE-Bands



数据来源：Wind

图 33 汽车零部件 PE-Bands



数据来源：Wind

4.3 推荐的主要逻辑与上市公司

基于对下半年行业的展望以及潜在亮点的分析，我们整理出了三季度及下半年对于汽车行业的投资逻辑。

- 1) 继续看好弱周期行业的龙头。如乘用车行业的上海汽车、大中客行业的宇通客车和金龙汽车、轻客行业的江铃汽车。
- 2) 看好强周期行业的估值反弹。我们预计重卡行业的销售情况有望在下半年改善，牵引车型的销量增速有望回升，看好占据重卡黄金产业链的潍柴动力。
- 3) 原材料价格回落带来成本改善和盈利回升。我们预计天胶价格在下半年将进一步回落，轮胎制造类公司将从中受益，看好风神股份。
- 4) 零部件公司的多样性决定了其中机会多多。我们看好两类：借出口或整车的强势以规避下游国内市场景气回落风险的公司、估值处于低位且本身具备较强研发及技术能力的公司，包括华域汽车、万里扬、亚太股份等。

在下半年汽车行业上市公司推荐组合中，我们将潍柴动力的评级上调为强烈推荐，并新纳入中国重汽、风神股份、天润曲轴。

表 7 汽车行业重点上市公司盈利预测、估值及评级

公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE			评级
	6月24日	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	
江淮汽车	11.06	0.90	1.30	1.65	12	9	7	强烈推荐
江铃汽车	26.46	1.98	2.45	3.06	13	11	9	强烈推荐
曙光股份	8.56	0.84	1.15	1.40	10	7	6	强烈推荐
潍柴动力	45.47	4.07	4.58	5.33	11	10	9	强烈推荐
亚太股份	10.58	0.62	0.88	1.15	17	12	9	强烈推荐
万里扬	28.2	0.88	1.25	1.50	32	23	19	强烈推荐
风神股份	11.65	0.41	1.03	1.20	28	11	10	强烈推荐
上海汽车	18.97	1.49	1.88	2.15	13	10	9	推荐
宇通客车	22.69	1.65	1.90	2.44	14	12	9	推荐
金龙汽车	8.42	0.53	0.78	0.91	16	11	9	推荐
东风汽车	4.42	0.29	0.31	0.38	15	14	12	推荐
中国重汽	18.17	1.60	1.35	2.15	11	13	8	推荐
华域汽车	11.17	0.97	1.15	1.31	12	10	9	推荐
天润曲轴	14.16	0.92	0.65	0.83	15	22	17	推荐
银轮股份	18.5	1.01	1.05	1.41	18	18	13	推荐
宁波华翔	12.13	0.74	0.93	1.28	16	13	9	推荐

数据来源：上市公司年报 & 爱建证券预测

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推 荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%；

中 性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间；

减 持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖 出：相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

● 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。