

短期小幅回暖，长期阴霾仍存

——2011 年 7 月汽车行业动态跟踪报告

研究员：陈亮

执业证书编号：S0570510120055

电话：025-83290960

E-mail: xushan841101@hotmail.com

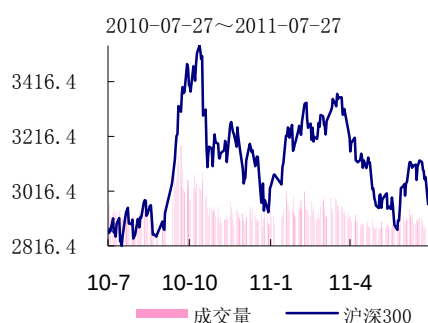
地址：南京市中山东路 90 号

行业评级：中性(维持)

投资要点：

汽车整车 II

市场走势图



相关研究

- 1 《汽车整车 II (301404):梅花香自苦寒来，行业反转需等待》2011.6
- 2 《海伦哲(300201):多品种小批量，高空作业车先锋》2011.4
- 3 《曙光股份(600303):传统业务、新能源汽车两手抓》2011.3
- 4 《汽车整车 II (301404):2 月汽车销量将出现环比回落》2011.2

- 1、6 月，我国汽车产销分别完成 140.37 万辆和 143.59 万辆，环比增长 3.83% 和 3.62%，同比增长 0.65%和 1.40%，未出现进一步恶化。上半年，汽车产销 915.60 万辆和 932.52 万辆，同比增长 2.48%和 3.35%，比 2010 年上半年 48%左右的增速回落了约 45 个百分点。整体来看，尽管市场略有暖意，但增速仍不容乐观，行业调整仍在进行中。
- 2、分车型看，2011 年 1-6 月乘用车产销 704.49 万辆、711.03 万辆，同比增长 5.36%和 5.75%；商用车产销 211.11 万辆、221.49 万辆，同比下降 6.07%和 3.67%。乘用车产销情况总体好于商用车，但由于鼓励消费政策退出、部分城市治堵限购、成品油价格维持高位、日本地震影响等原因增速也随行业明显下滑，各子行业间结构性分化格局延续。
- 3、1-6 月自主品牌乘用车市场份额呈下降趋势。乘用车自主品牌共销售 315.61 万辆，同比下降 0.82%，占乘用车销售总量的 44.39%，占有率较同期下降 2.96 个百分点，比上年全年下降 1.21 个百分点。除日系下降外，其他车系品种占有率均有所提高。交叉型乘用车多为自主品牌车型，由于上半年销量下降幅度较大，对自主品牌乘用车份额的影响也很明显。
- 4、商用车受重卡拖累颇深，重卡上半年销量同比下降 31.9%、环比下降 23%，目前导致重卡销量增速大幅下滑的四个因素（2010 年透支今年的部分需求；燃油和轮胎价格上涨；信贷政策收紧；燃油耗值准入政策实施）都未发生根本性变化，三季度销量增速转正的可能性很小，2011 年全年的表现都令人堪忧，企业利润下滑为大概率事件。
- 5、维持行业“中性”评级。建议关注业绩增长较为稳定的低估值公司，我们推荐行业龙头、业绩稳定的上海汽车、华域汽车；受益于日系车复产的一汽富维；受益乘用车销量结构上移的宁波华翔；出口业务作为业绩支撑的福耀玻璃以及业绩增长相对确定的汽车销售公司物产中大。

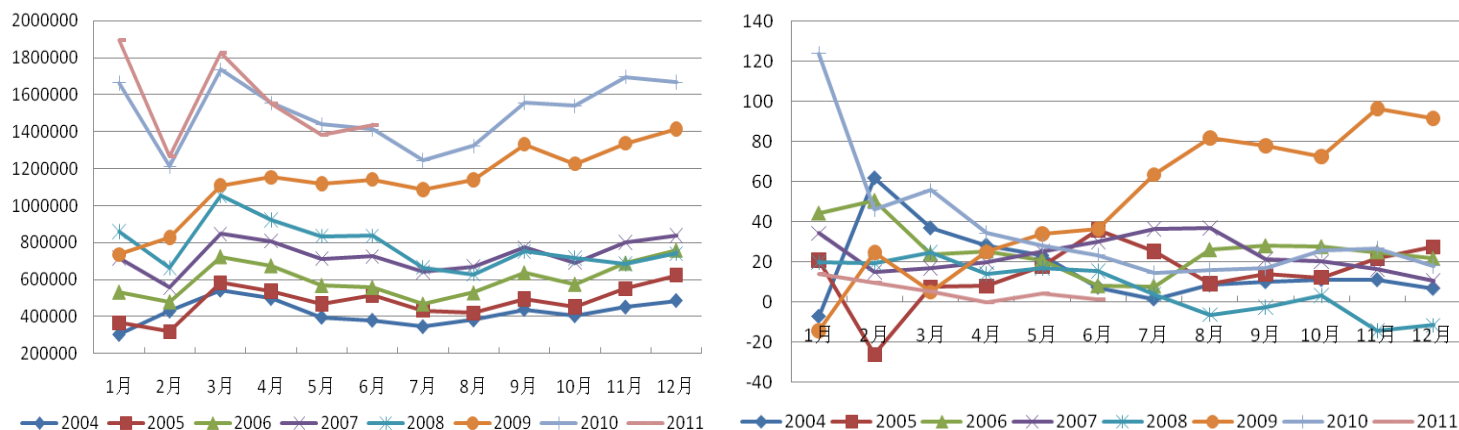
重点公司

股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
福耀玻璃	9.77	买入	0.89	1.09	1.32	1.48	10.98	8.96	7.40	6.60
华域汽车	10.69	推荐	0.97	1.16	1.31	1.47	11.02	9.22	8.16	7.27
上海汽车	16.99	推荐	1.49	1.75	2.01	2.22	11.40	9.71	8.45	7.65
宁波华翔	12.07	推荐	0.77	0.98	1.21	1.46	15.68	12.32	9.98	8.27
一汽富维	27.61	推荐	2.70	2.92	3.51	3.88	10.23	9.46	7.87	7.12
物产中大	12.02	推荐	0.76	0.95	1.18	1.31	15.82	12.65	10.19	9.18

一、6月产销小幅回升，未出现进一步恶化

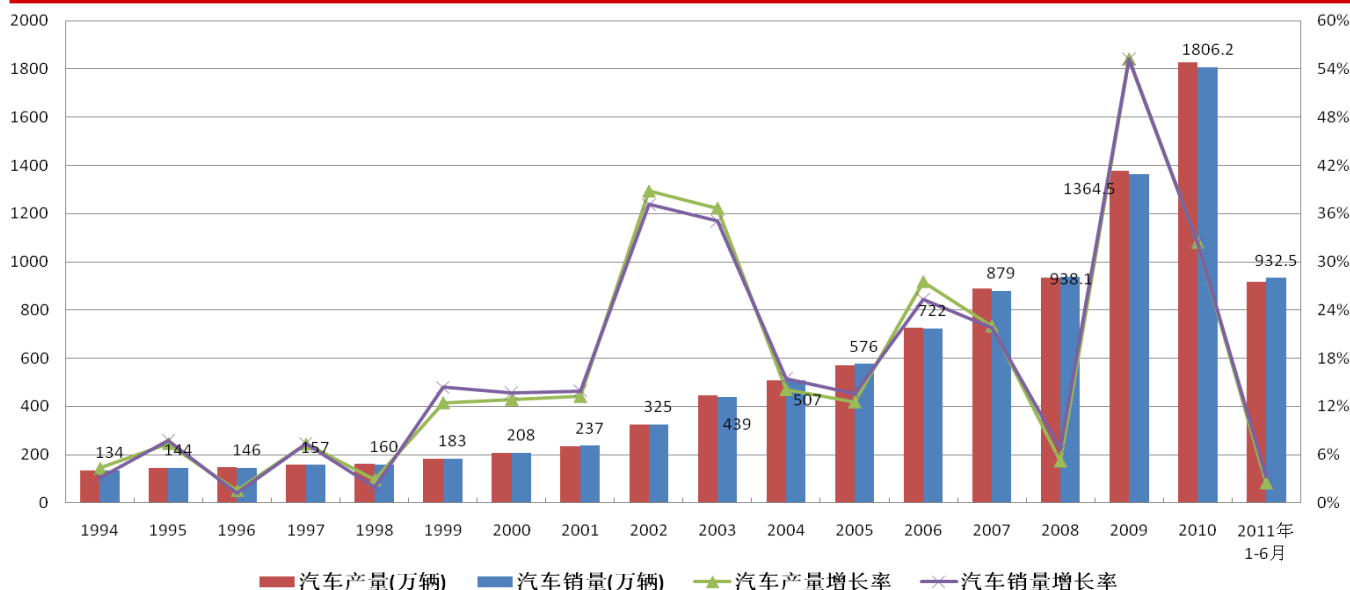
我国汽车产销在持续了两年的高速增长以后，受制于宏观经济政策调整、购置税优惠等扶持政策退出以及消费透支等因素的影响，今年上半年增速大幅回落，由高速增长转为平缓增长，且呈现出一定的逐月回落态势。2011年4月汽车销量出现自2009年2月以来的首次负增长，5月汽车销量继续下滑，6月终于止跌回升，市场有所转暖。6月，我国汽车产销分别完成140.37万辆和143.59万辆，环比分别增长3.83%和3.62%，同比分别增长0.65%和1.40%，未出现进一步恶化。上半年，汽车产销915.60万辆和932.52万辆，同比增长2.48%和3.35%，比2010年上半年48%左右的增速回落了约45个百分点。整体来看，尽管市场略有暖意，但增速仍不容乐观，行业调整仍在进行中，预计7月产销量仍能完成正增长，增速在8%左右。

图表 1：2004 年以来我国汽车月度销量及增速



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

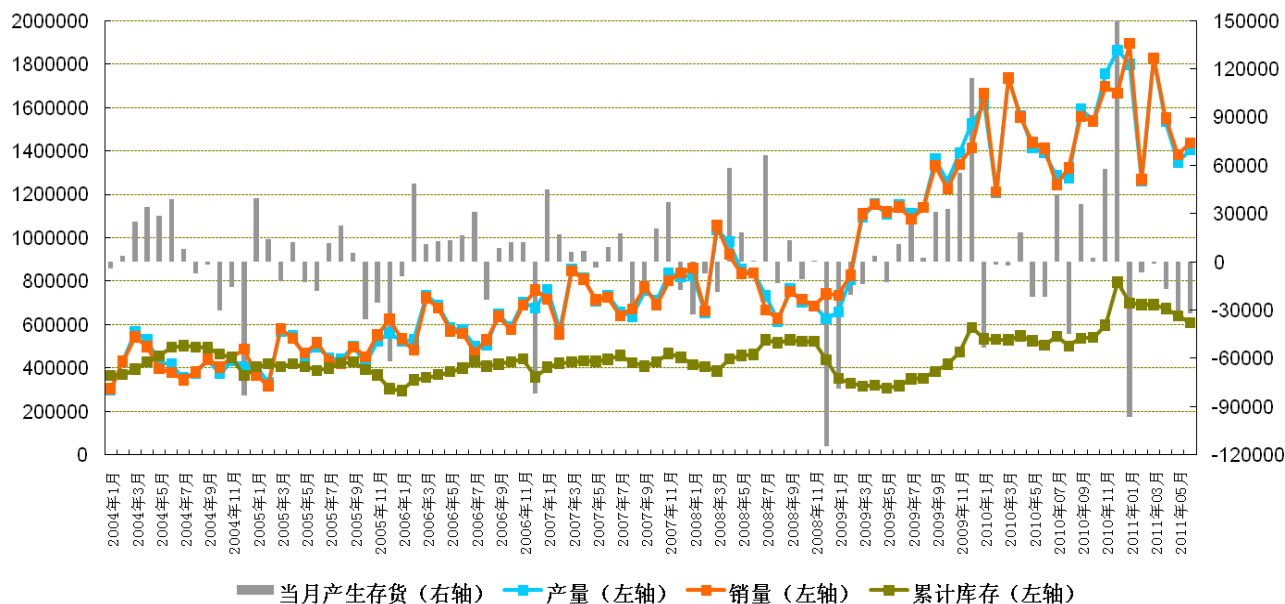
图表 2：1998 年以来我国汽车产销量情况



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

我们前期的报告中提到，由于整车终端需求景气度的下滑，加上经销商融资难度的加大，整车厂开始谨慎生产，单月库存量走低，但是从累计库存的角度看，尽管 1-6 月累计库存逐月下降，却仍处于 2004 年以来的高位。预计整车厂 7-8 月会继续调整产量以将库存量降至合理水平。

图表 3：2004 年以来我国汽车月度产销量和库存情况



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

二、乘用车市场好于商用车，结构性分化延续

分车型看，2011 年 1-6 月乘用车产销 704.49 万辆、711.03 万辆，同比增长 5.36%和 5.75%；商用车产销 211.11 万辆、221.49 万辆，同比下降 6.07%和 3.67%。乘用车产销情况总体好于商用车，但由于鼓励消费政策退出、部分城市治堵限购、成品油价格维持高位、日本地震影响等原因增速也随行业明显下滑，各子行业间结构性分化格局延续。

图表 4：2011 年 6 月汽车分车型销量汇总

	本月销量	去年同期销量	上月销量	同比增长	环比增长	累积同比增长
乘用车：	1109210	1042818	1042862	6.2%	6.1%	5.8%
基本型乘用车(轿车)	799699	704884	746876	13.5%	7.1%	8.0%
多功能乘用车(MPV)	40296	34534	36358	16.7%	10.8%	13.9%
运动型多功能乘用车(SUV)	117851	111397	99619	4.3%	14.9%	20.6%
交叉型乘用车	151364	192003	160009	-21.2%	-5.4%	-9.9%

商用车:	326725	369260	339917	-12.1%	-3.9%	-3.7%
大中型客车(含非完整车辆)	13651	13198	10932	3.4%	24.9%	-5.6%
轻型客车(含非完整车辆)	30724	24688	26313	24.4%	16.8%	17.2%
重卡(含非完整车辆)	63941	93838	83036	-31.9%	-23.0%	-7.0%
中卡(含非完整车辆)	24417	20837	24305	17.5%	0.5%	2.3%
轻卡(含非完整车辆)	151908	163261	160261	-11.5%	-5.2%	-4.3%
微型货车(含非完整车辆)	42084	53438	35070	-11.5%	20.0%	-15.8%
总计:	1435935	1412078	1382779	1.4%	3.6%	3.4%

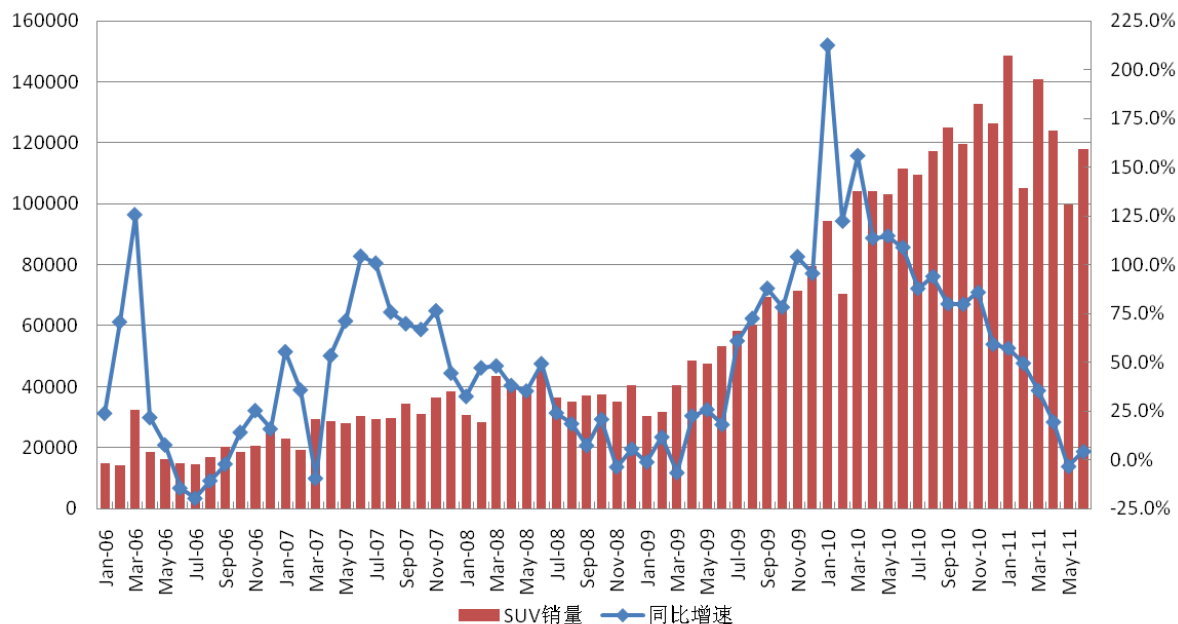
图表 5: 国际原油价格近期小幅反弹



资料来源: 同花顺 华泰证券研究所

从上半年乘用车各车型销售情况看, SUV、MPV 依然位列增长率排行前两名, 累计同比分别增长 20.6%和 13.9%, 该两类车型表现良好主要受益于居民消费升级、第二辆车进入家庭以及对舒适、空间、个性的追求等因素。SUV 5 月单月的销售同比、环比均出现了下滑, 主要原因在于日系车的被动减产, 而 6 月随着部分厂商的复产, SUV 销量同比、环比分别增长 4.32%和 14.85%, 其中, 一汽丰田销量环比增长 205.33%; 东风日产销量环比增长 51.86%。我们认为下半年随着日系车生产厂家的逐渐复产, 日系车将夺回部分被韩系车替代的市场, 而配套日系车较多的零部件企业生产状态也将随之逐渐恢复, 上市公司中, 有利于一汽富维的业绩增长。

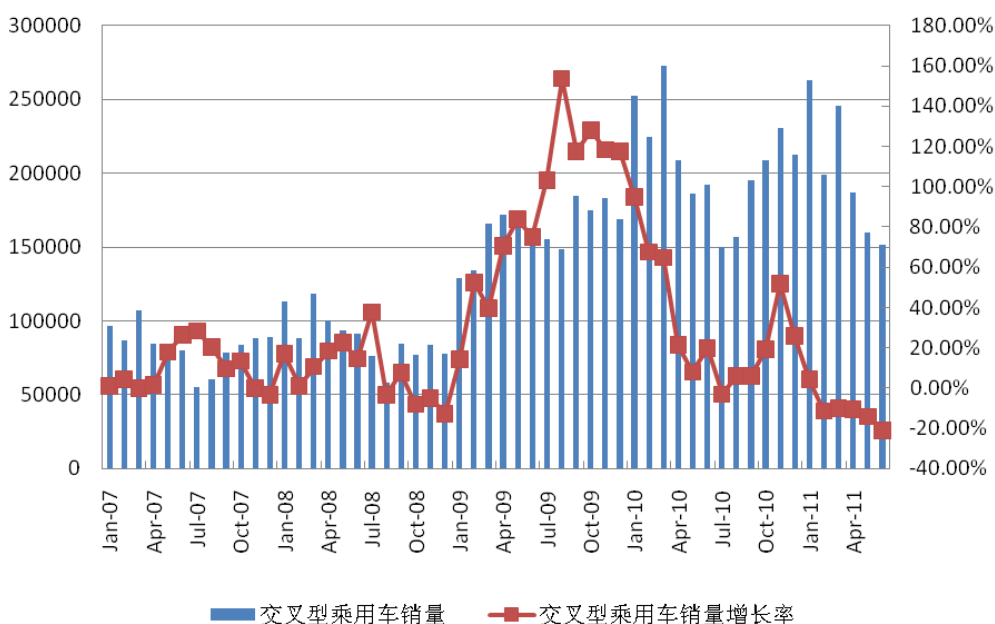
图表 6：2006 年以来 SUV 销售量及增速



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

1-6 月，交叉型乘用车（微车）产销 117.07 万辆和 120.47 万辆，同比下降 8.83 和 9.87%，继 5 月之后再次成为乘用车各细分车型中唯一产销双降的品种，6 月单月微车产销同比更是下降了 21.23%、21.17%。微车表现欠佳主要源于其对政策退出和高油价的敏感性，如果这两个因素没有根本性的改变，三季度微车的颓势仍将延续。

图表 7：2007 年以来交叉型乘用车销售量及增速

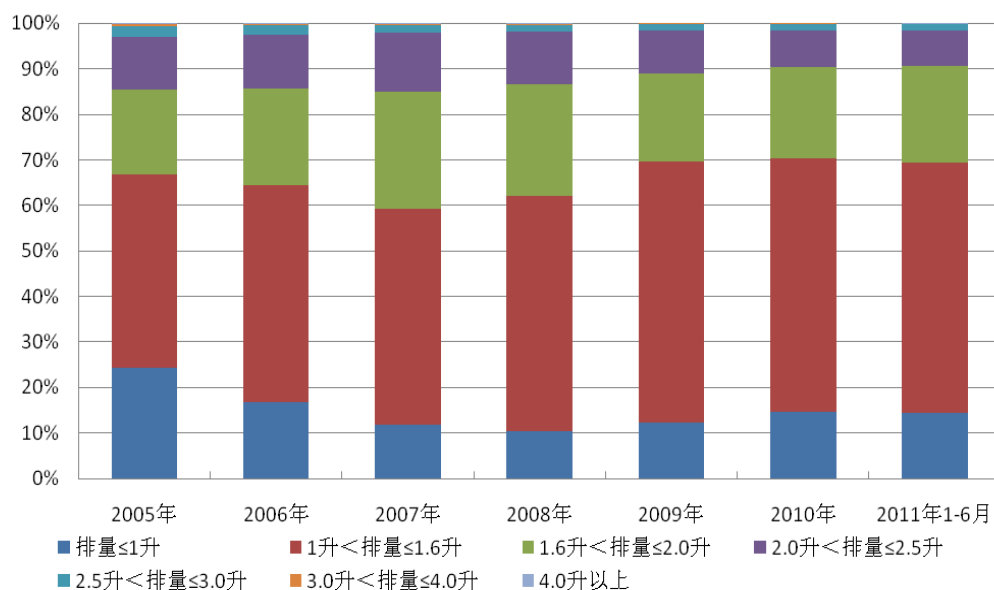


资料来源：CAAM 华泰证券研究所

2011 年 1-6 月，1.6L-2.0L 排量乘用车销量占乘用车总销量的 21.3%，占有率高于 2009 年和 2010 年，销量累计增长率高于小排量车和高端车的销售。2009 年、2010 年受益于 1.6L 以下小排量乘用车购置税减免政策，该细分子板块的占有率上升明显，这就带来合资企业越来越注重发展小排量乘用车，因此以生产小排量车为主的自主品牌企业面临较大的竞争压力。

1-6 月自主品牌乘用车市场份额呈下降趋势。乘用车自主品牌共销售 315.61 万辆，同比下降 0.82%，占乘用车销售总量的 44.39%，占有率较同期下降 2.96 个百分点，比上年全年下降 1.21 个百分点。日系、德系、美系、韩系和法系销量占乘用车销售总量 17.83%、15.97%、11.30%、7.78%和 2.73%，与同期和全年相比，除日系下降外，其他均有所提高。其中，自主品牌轿车共销售 152.69 万辆，同比增长 5.07%，占轿车总量的 30.81%，占有率比同期下降 0.87 个百分点。另外，交叉型乘用车多为自主品牌车型，由于上半年销量下降幅度较大，对自主品牌乘用车份额的影响也很明显。

图表 8：2005 年以来乘用车分排量销售占比



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

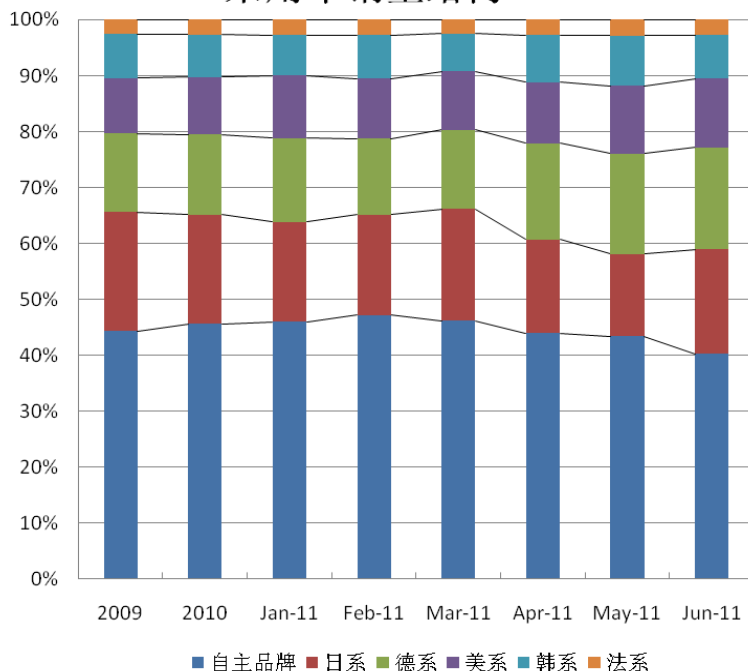
图表 9：乘用车分车系销量结构

1-6 月乘用车市场占有率 (%) 2010 年 2011 年

自主品牌	47.35	44.39
日系	19.39	17.83
德系	13.39	15.97
美系	9.98	11.30

韩系	7.28	7.78
法系	2.61	2.73

乘用车销量结构



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

三、商用车同比、环比负增长，弱势特征明显

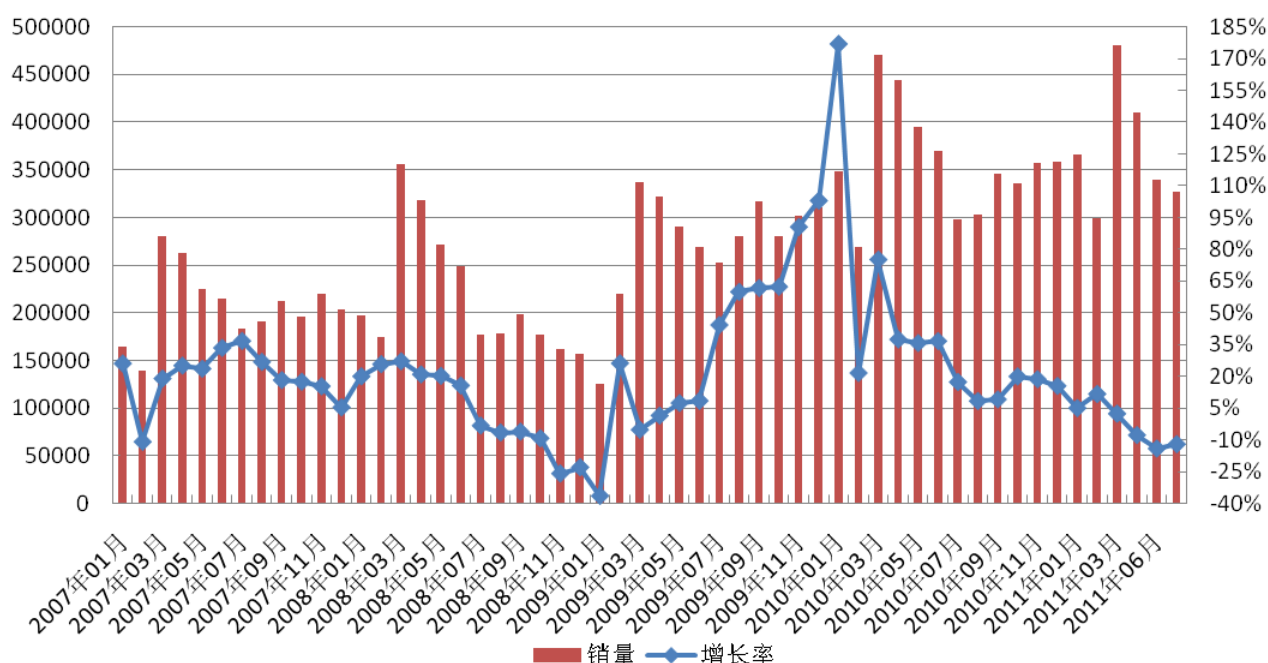
2011年6月，我国商用车产销28.17万辆和32.67万辆，同比下降18.97%和12.10%，环比下降8.51%和3.88%，弱势特征明显。而与5月各品种产销均下滑不同的是，6月客车、货车各品种产销出现差异。上半年，商用车产销各完成211.11万辆和211.49万辆，与上年同期相比分别下降6.07%和3.67%。分车型来看，商用车受重卡拖累颇深，重卡上半年销量同比下降31.9%、环比下降23%，目前导致重卡销量增速大幅下滑的四个因素（2010年重卡销量增长60%，透支今年的部分需求；燃油和轮胎价格上涨，重卡运营成本上升；收紧的信贷政策导致贷款购车难度加大、费用上升；燃油耗值准入政策的实施对商用车影响大）都未发生根本性变化，三季度销量增速转正的可能性很小，2011年全年的表现都令人堪忧，企业利润下滑为大概率事件。

6月客车市场基本维持前5个月的发展趋势，大中客环比销量增长24.9%，较为喜人。上半年总体看，轻客销量增长17.2%，数据依然亮眼，我们认为主要原因在于网购刺激的

城市物流需求的不断上升,在这一细分板块中,我们曾推荐江铃汽车,该股确实跑赢行业。

大型客车上半年完成销售 29687 辆,累计同比小幅增长 1.65%,市场需求主要来源于公交客运和旅游客运。一方面,城市公交主要为政府采购,刚性强;另一方面,高铁的开通导致一些短距离铁路客运终止,从而刺激城市间短距离公路客运。另外,随着居民消费的不断升级,对旅游服务的需求有上升趋势,也在一定程度上支持了大客的销量。近期发生的温州动车组追尾事故或将引起人们对铁路安全的担忧,市场也可能因此修正前期对客车市场的悲观预期,我们推荐大客销量增长超越行业、出口占比上升的金龙汽车。

图表 10: 我国商用车月度销量和增长率



资料来源: CAAM 华泰证券研究所

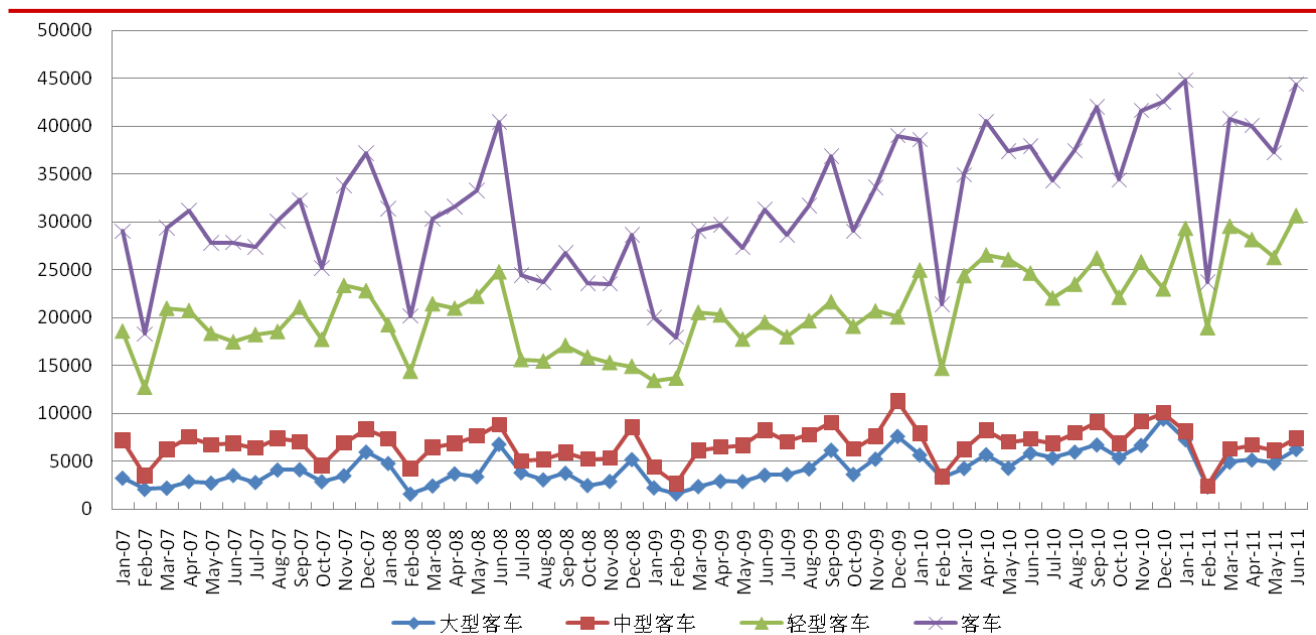
图表 11: 6 月商用车分车型销售情况

	6 月销量	同比增长	环比增长	累计同比增长
商用车	326725	-12.10%	-3.88%	-3.67%
客车				
大型客车	6266	6.73%	30.08%	1.65%
中型客车	7385	0.79%	20.77%	-10.89%
轻型客车	30724	24.45%	16.67%	17.23%
货车				
重卡	63941	-31.90%	-23.00%	-7.04%

中卡	24417	17.48%	0.46%	2.33%
轻卡	151908	-11.47%	-5.21%	-4.31%
微型货车	42084	-11.51%	20.00%	-7.45%

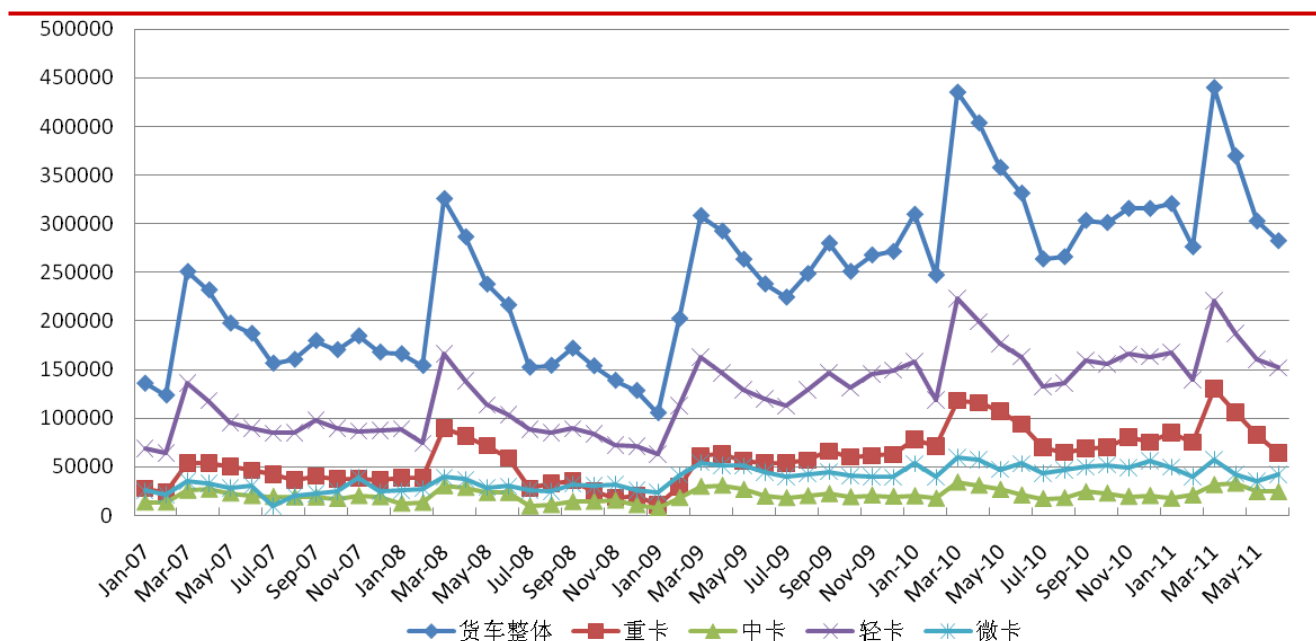
资料来源：CAAM 华泰证券研究所

图表 12：我国客车产品月度销量



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

图表 13：我国货车产品月度销量



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

四、出口向好趋势未改

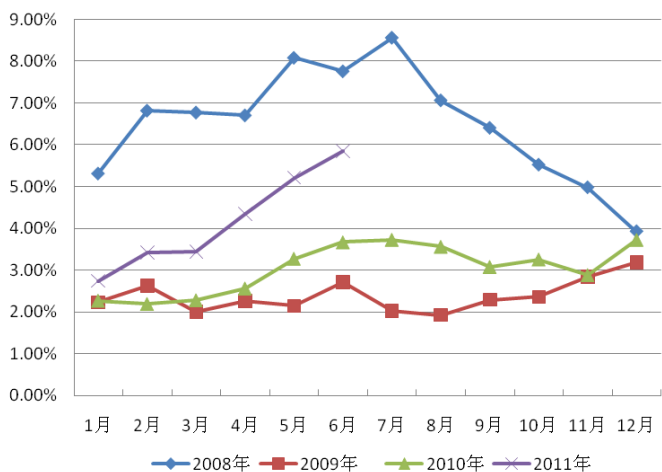
受益于世界经济逐步恢复，我国汽车行业的出口向好趋势未改，今年汽车出口有望超过金融危机前的水平。6月我国共出口汽车 8.4 万辆，同比增长 62.04%，环比增长 16.49%。上半年，我国汽车企业共出口汽车 38.11 万辆，同比增长 56.99%，5、6 月连续创月出口量新高，其中，乘用车出口量累计增长 79.9%，增幅高于商用车的 34.21%。海关进出口数据显示，1-5 月全国汽车商品累计进出口总额为 535.36 亿美元，同比增长 29.47%，其中进口金额 286.51 亿美元，同比增长 26.99%，出口金额 248.85 亿美元，同比增长 32.44%。上半年出口前五名的整车制造企业分别为奇瑞、长安、江淮、长城和东风，出口量分别为 7.18 万辆、4.52 万辆、3.59 万辆、3.42 万辆和 3.12 万辆，同比分别增长 88.49%、50.71%、2.57 倍、27.07%和 38.90%，与去年同期相比，江淮汽车出口表现较好，进入前三名。

图表 14：我国汽车整车月度出口量（单位：万辆）



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

图表 15：我国整车出口占整车销量比例



资料来源：CAAM 华泰证券研究所

零部件方面,1-5 月出口金额 192.36 亿美元,同比增长 31.06%。其中:发动机出口 181.73 万台,同比增长 39.91%,出口金额同比增长 36.68%;汽车零件、附件及车身出口金额同比增长 27.51%;汽车、摩托车轮胎出口金额同比增长 43.34%。考虑到汽车零部件出口复苏,销售向好,我们继续推荐出口占比较高的福耀玻璃。

五、企业经济指标增速减缓

据 2011 年 1-5 月汽车工业重点企业(集团)主要经济指标快报显示,各主要经济指标增速减缓,增幅与 1-4 月相比,继续呈不同程度回落。1-5 月汽车重点企业(集团)实现营业收入 9488.49 亿元,同比增长 9.90%,增幅比 1-4 月回落 2.22 个百分点;实现利润总额 955.60 亿元,同比增长 9.35%,增幅比 1-4 月回落 13.31 个百分点。5 月单月车企综合毛利率下降幅度较大,利润总额更是同比下降 31%,我们认为主要是日系车减产的影响。对于三季度车企利润的增长,我们也并不乐观,第一,由于部分企业将去年四季度的销量转移到今年一季度,而固定成本留在了去年,使得行业一季度利润总额远超去年四季度,二、三季度这种转移效果不复存在,行业利润总额同比环比均受影响;第二,钢材、铝材、天然橡胶等原材料价格居高不下,人工成本也节节攀升,企业盈利压力加大;第三,随着日系车的逐步复产,三季度或将在车市掀起一阵“降价潮”,压缩企业利润也不可避免。

图表 16: 2011 年 17 家重点企业(集团)经济指标累计值和单月值

	1-4 月	同比增长	1-5 月	同比增长		5 月单月	同比增长
行业销量(万辆)	653	6.0%	792	4.1%		138	-3.9%
营业收入(亿元)	7734	12.4%	9488	10.0%		1754	0.8%
营业成本(亿元)	6377	12.7%	7856	10.7%		1479	2.9%
利润总额(亿元)	803	23.6%	956	9.8%		153	-31.0%
毛利率	17.6%		17.2%			15.7%	

资料来源：CAAM 华泰证券研究所

图表 17: 17 家重点企业(集团)季度经济指标

	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11
行业销量(万辆)	342.0	356.4	398.2	461.1	441	412	492	498
营业收入(亿元)	3697.9	4091.8	4652.5	5037.5	5337	5121	5498	5801
营业成本(亿元)	3091.6	3356.4	3868.2	4149.4	4382	4221	4577	4775
利润总额(亿元)	314.0	365.8	385.1	484.2	596	494	414	530
毛利率	16.4%	18.0%	16.9%	17.6%	17.9%	17.6%	16.8%	17.7%

资料来源：CAAM 华泰证券研究所

六、行业估值反应悲观预期

目前整车和零部件龙头企业 2011 年的动态 PE 依然在 10 倍左右，估值不高，合理反映了市场对板块的悲观预期。下半年，汽车市场发展仍面临较大的不确定性，预计全年产销增速在 5%上下，分车型看，下半年乘用车将保持小幅增长，商用车面临的压力较大。前面我们已经谈到三季度车企利润被几大因素压制，因此，我们仍然维持行业的“中性”评级。建议关注业绩增长较为稳定并且能够跑赢行业的低估值公司，我们推荐行业龙头、业绩稳定的上海汽车、华域汽车；受益于日系车复产的一汽富维；受益乘用车销量结构上移的宁波华翔；出口业务作为业绩支撑的福耀玻璃以及业绩增长相对确定的汽车销售公司物产中大。

附：

图表 18：整车企业发布的月度销量数据整理

企业	产品/分部	6 月销量	同比	环比	1-6 月销量	同比
上海汽车	上海大众	98,023	11.4%	6.6%	576,851	28.0%
	上海通用	104,472	45.5%	8.6%	612,072	27.5%
	乘用车分公司	12,015	-24.6%	16.7%	80,395	0.3%
	上汽通用五菱	90,291	-9.9%	-5.0%	647,781	-4.9%
	上海汇众					
	申沃	433	81.2%	-4.4%	1,403	-19.8%
	上汽依维柯红岩	2,439	-21.5%	-32.4%	22,707	17.0%
	南汽依维柯	10,009	4.1%	45.0%	62,815	3.9%
	汽车合计	317,682	10.0%	4.4%	2,004,024	13.0%
一汽轿车	乘用车	24,234	2.8%	-16.5%	142,132	9.6%
东风悦达起亚	轿车	21,117	16.1%	-0.7%	134,966	9.5%
	SUV、MPV	9,754	43.2%	-1.5%	54,892	48.0%
	合计	30,871	23.5%	-0.9%	189,858	18.1%
长安汽车	重庆长安（本部）	29,562	-30.2%	-1.4%	256,948	-16.1%
	河北长安	14,791	-35.8%	20.7%	122,195	-18.9%
	南京长安	11,984	-37.5%	9.4%	99,245	-17.0%
	长安福特马自达	37,028	17.8%	8.7%	215,015	7.5%
	长安铃木	19,227	21.3%	3.3%	118,033	15.4%
	江铃控股	16,815	4.1%	-6.1%	113,809	19.0%
	合计	129,407	-12.6%	4.6%	925,245	-5.1%
力帆股份	乘用车	11,854		15.1%	55,787	
	摩托车	79,521		3.7%	388,831	
	摩托车发动机	139,416		29.8%	641,302	
	通机	34,779		-9.1%	221,871	
一汽夏利	夏利系列	13,395	-9.2%	0.0%	107,685	12.1%
	威系列	4,528	44.8%	-22.9%	32,950	13.8%
	合计	17,923	0.2%	-7.0%	140,635	12.5%
东风汽车	轻型车	18,042	2.3%	5.3%	107,387	2.7%
	SUV、MPV 和皮卡	9,892	20.8%	-10.6%	60,045	36.9%
	汽车总计	27,934	8.2%	-1.0%	167,432	12.8%
	发动机总计	17,085	-16.9%	-18.2%	131,806	10.6%
江淮汽车	轿车	10,574	64.6%	-8.2%	80,807	29.8%
	MPV	4,360	-8.1%	3.2%	33,565	1.5%
	SRV	524	-58.4%	-28.3%	7,456	-25.3%
	轻卡	13,084	-20.8%	-33.8%	116,610	2.7%
	中重卡	2,609	10.2%	-8.8%	17,358	34.1%
	底盘	2,300	12.2%	14.5%	12,305	4.4%
	合计	33,451	0.3%	-18.6%	268,101	10.1%
	其中出口	7,500	467.8%	-0.2%	35,518	255.0%

	发动机(自配)	16,212	84.9%	-3.6%	125,557	76.4%
福田汽车	中重卡（含非完整车辆）	9,189	-1.6%	-18.9%	66,421	11.7%
	轻卡（含微卡）	39,211	-5.7%	-7.8%	273,063	-5.5%
	轻客	1,576	-12.6%	-6.0%	11,631	-7.3%
	大中客（含非完整车辆）	187	-47.9%	-11.0%	1,290	-35.9%
	其他（SUV、蒙派克、迷迪）	809	-23.1%	-1.9%	5,570	-30.7%
	合计	50,972	-5.9%	-9.9%	357,975	-3.5%
中国重汽	重卡	10,073	-19.1%	-16.7%	61,679	1.0%
江铃汽车	福特品牌商用车	4,569	0.7%	-2.4%	29,991	18.9%
	JMC 品牌卡车	5,265	-13.4%	-10.4%	38,261	12.0%
	JMC 品牌皮卡及 SUV	5,415	20.6%	-12.8%	37,052	27.9%
	合计	15,249	0.9%	-9.0%	105,304	19.2%
宇通客车	大型客车	1,591	22.3%	18.9%	8,242	18.8%
	中型客车	2,151	32.9%	52.6%	8,793	8.9%
	轻型客车	231	-58.6%	10.5%	1,333	-32.3%
	客车合计	3,973	14.2%	34.4%	18,368	8.2%
东安动力	本部发动机	16,078	-15.6%	-9.4%	133,374	-31.6%
	哈尔滨东安发动机	7,710	-72.8%	-22.1%	103,938	-66.8%

数据来源：公司公告、CAAM

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的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；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

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

—投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。