

利空出尽是利好，估值修复带动反弹

--汽车行业 2011 年下半年投资策略

核心观点

行业景气度下滑。5月份，汽车产量和销量分别为134.89万辆和138.28万辆，同比下降4.89%和3.98%。1-5月，全国汽车累计产量和销量分别为804.72万辆和792.46万辆，同比增长5.08%和4.21%。各车型中重卡，微卡和微客下滑幅度最大，重卡受宏观收缩和运力富余影响，5月销量同比下滑22.4%，微卡和微客受优惠政策退出影响，5月销量分别同比下滑25.8%和14.1%。整个行业已经展现出明显的疲软走势，累计销量较上年同期小幅增长，增速已经回到金融危机以前的水平。

高端轿车表现较好，SUV和MPV热销。日本地震造成日系厂商大幅减产，德美系品牌从中受益。5月份，德系品牌和美系品牌汽车销量分别为18.6万辆和12.5万辆，同比增长23.7%和13.6%，市场份额有所扩大。5月份，全国SUV销量为99619辆，同比小幅下滑3.4%，MPV销量为36358辆，同比增长7.9%，SUV和MPV终端需求持续紧俏。考虑到个性化和改善化购车需求不断增长，加上公务和企业购车需求的稳步提升，我们认为SUV和MPV的热销局面还将持续。

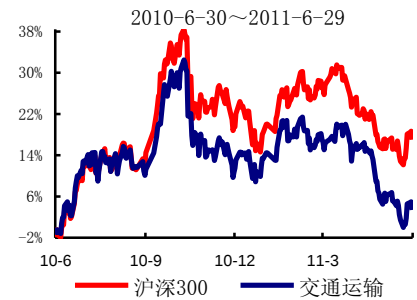
商务车领域看好大中客，轻卡和轻客将受益于城市物流的发展。5月份，大中客共实现销量1.1万辆，同比小幅下滑3.2%。随着城市化推进带来的中短途通勤需求增加、消费者可支配收入提高带来的旅游通勤需求上升以及城市公交的快速发展，我们认为大中客的需求增长速度将超越商用车整体水平。城市物流在人们日常生活中的重要程度越来越大，商品配送、邮政快递、市内搬家和电信市政集团客户等等催生了大批新的物流需求，轻卡和轻客以其便捷性和可靠性成为物流商的最佳选择，城市物流的发展将带动轻卡和轻客终端需求稳步增长。

利空出尽是利好，估值修复在即。目前行业估值在16倍左右，远低于历史平均水平，接近历史底部。从行业的横向比较看，汽车股的估值水平仅次于银行股，市场对行业风险的反应较为充分，安全边际已显现。上半年各种利空因素合力致使行业陷入短暂低迷，下半年负面因素影响将逐渐消退，板块或迎来估值修复机会。

给予行业“推荐-A”评级。行业基本面并未逆转，利空因素的影响逐渐消退，税收政策的调整增加了消费者可支配收入，刚性需求支撑行业长期稳定增长，“金九银十”将检验市场信心，下半年有望出现估值修复机会，给予行业“推荐-A”的评级。重点推荐估值较低，业绩增长稳定的上海汽车、悦达投资和宇通客车。

风险提示：通胀情况恶化，日本震后复产速度低于预期，原材料价格上涨侵蚀整车厂商盈利能力等等。

行业表现对比图



相关报告

研究员：肖世俊

电话：010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120011

联系人：周红军，丰亮

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

重点公司

简称	代码	股价	EPS(元)			P/E			P/B	评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
上海汽车	600104	18.74	1.49	1.82	2.19	12.58	10.30	8.56	2.44	强烈推荐-A
悦达投资	600805	15.00	1.32	1.89	2.25	11.36	7.94	6.67	4.48	强烈推荐-A
宇通客车	600066	23.14	1.65	1.96	2.43	14.02	11.81	9.52	4.55	推荐-A

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

正文目录

1、“透支严重”，汽车行业演绎悲喜剧	4
1.1 汽车产销延续低迷走势	4
1.2 日本地震影响正逐渐消退	5
1.3 出口持续恢复	6
1.4 整车行业盈利增速放缓	7
1.5 估值见底，期待预期好转	8
2、行业结构分化持续	8
2.1 合资品牌中高端轿车表现较好	8
2.2 SUV 和 MPV 旺销局面将持续	9
2.3 商用车看好大中客，轻卡和轻客受益于城市物流的发展	11
3、长期价格弹性小，短期低迷后将迎来反弹	12
4、重点公司推荐	13
4.1 上海汽车	13
4.2 悦达投资	14
4.3 宇通客车	16

图表目录

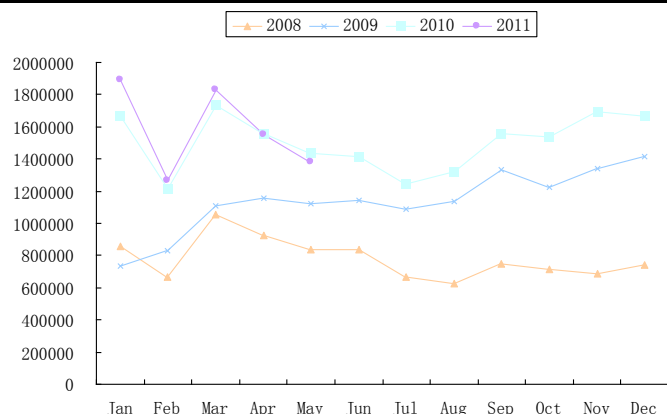
图 1: 汽车月销量走势	4
图 2: 4 月份开始汽车销量同比负增长	4
图 3: 汽车累计产量及同比走势	4
图 4: 汽车累计销量及同比走势	4
图 5: 日本国内汽车销量及同比增速走势	5
图 6: 日本汽车出口量大幅下滑	5
图 7: 汽车和汽车底盘出口量稳步恢复	6
图 8: 轿车出口量及同比增速走势 (辆)	7
图 9: 重卡出口量及同比增速走势 (辆)	7
图 10: 行业月销售收入增速明显放缓 (亿)	7
图 11: 行业月利润总额和同比增速走势 (亿)	7
图 12: 行业整体市盈率处于历史低位	8
图 13: 德系和美系汽车销量及同比增速	9
图 14: 德系和美系汽车市场份额提升	9
图 2: 1.6L 以下乘用车增速大幅下滑	9
图 3: 1.0L 以下乘用车市场份额减少	9
图 15: SUV 月销量依然维持高位 (辆)	10
图 16: 销量增速放缓, 绝对量处于高位 (辆)	10
图 17: MPV 月销量走势 (辆)	10
图 18: MPV 月销量和同比增速走势 (辆)	10
图 19: 大中客月销量及同比增速 (辆)	11
图 20: 轻客月销量和同比增速走势	12
图 21: 轻卡月销量和同比增速走势	12
表 1: 国内主要日系合资品牌 1-5 月销量及同比增长	5
表 2: 日本汽车厂商复产情况超预期	6
表 3: 商用车各车型销售情况	11
表 4: 上海汽车 (600104) 盈利预测表	14
表 5: 悦达投资 (600805) 盈利预测表	15
表 6: 宇通客车 (600066) 盈利预测表	17

1、“透支严重”，汽车行业演绎悲喜剧

1.1 汽车产销延续低迷走势

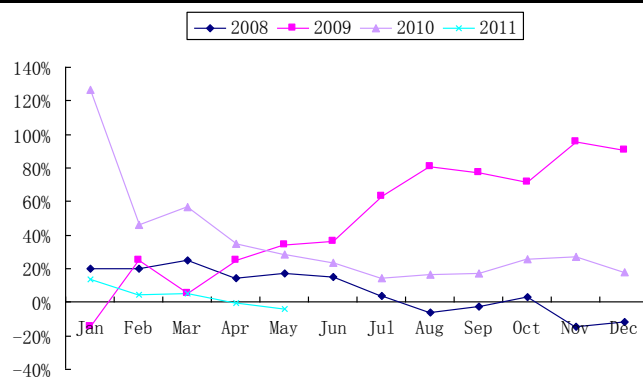
5月汽车产销呈低迷走势，汽车产量和销量分别为134.89万辆和138.28万辆，环比下降12.14%和10.90%，同比下降4.89%和3.98%。其中：乘用车产销分别为104.09万辆和104.29万辆，环比下降10.00%和8.71%，产量同比增长0.83%，销量同比下降0.11%。商用车产销分别为30.80万辆和33.99万辆，环比下降18.68%和17.03%，同比下降20.21%和14.18%。

图1：汽车月销量走势



资料来源：国都证券

图2：4月份开始汽车销量同比负增长

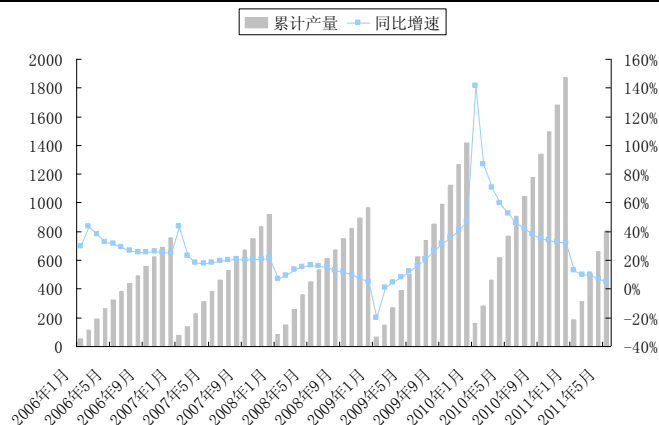


资料来源：国都证券

1-5月，全国汽车累计产量和销量分别为804.72万辆和792.46万辆，同比增长5.08%和4.21%。整个行业已经展现出明显的疲软走势，累计销量较上年同期小幅增长，增速已经回到金融危机以前的水平。

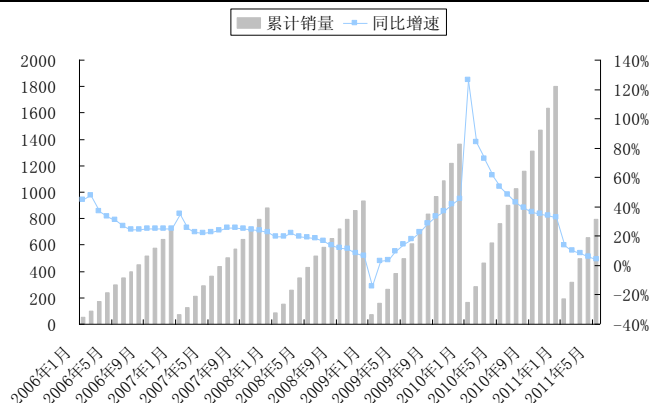
目前，汽车行业上空乌云笼罩，除了前两年汽车爆炸性消费带来的基数偏高之外，2010年底汽车购置税优惠政策和“以旧换新”政策同时退出，国家宏观调控力度不断升级，燃油价格攀升影响购车使用成本，部分城市治堵限购政策的实施，相关产品召回事件和质量问题频发，以及日本地震带来的产业链缺件影响导致日系汽车减产严重等等，都是制约汽车行业获得上升空间的不利因素。

图3：汽车累计产量及同比走势



资料来源：国都证券

图4：汽车累计销量及同比走势



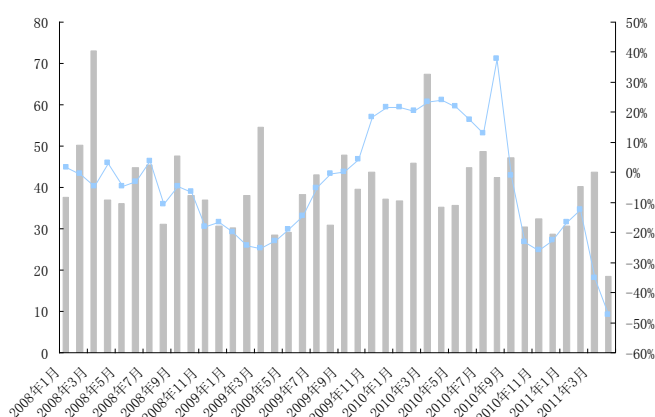
资料来源：国都证券

1.2 日本地震影响正逐渐消退

从地震后日本的汽车产销数据来看，日本的汽车行业受到了巨大影响。4月份，日本国内汽车产量和销量分别为 29.2 万辆和 18.6 万辆，同比分别大幅下滑 60.1%和 47.3%，为近十年来的最大降幅。1-4 月，日本国内累计完成新车产量和销量分别为 219.8 万辆和 133.0 万辆，同别分别下滑 32.8%和 28.2%。

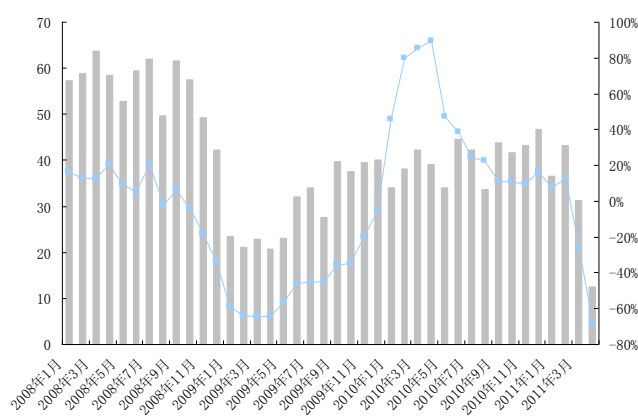
日本是以出口经济为导向的产业大国，汽车产业为其支柱性产业，2010 年，日本共出口汽车 483.8 万辆，占国内汽车总产量的比例达到 50.3%。日本地震导致国内汽车厂商及汽车零部件厂商的不同程度受损，不仅造成国内新车销售急剧下滑，同时波及汽车出口经济，4 月份，日本共出口汽车 12.6 万辆，相比 3 月份下降近 2/3，1-4 月份，日本出口汽车总量为 123.5 万辆，同比大幅下滑 19.6%。

图 5：日本国内汽车销量及同比增速走势



资料来源：国都证券

图 6：日本汽车出口量大幅下滑



资料来源：国都证券

日本地震之后，很多电子厂商和汽车零部件厂商都受到了不同程度的损害，导致出口量骤减，由于欧美许多车企的零部件采购来自日本，地震带来的产业链缺件影响直接导致欧美地区日系车整车产量下降，市场占比下滑。

日本地震对国内整车厂零部件供应也形成影响，4 月以来国内主要日系合资整车厂销量明显下滑，其中，一汽丰田 5 月份销量刚过 6000 台，同比下滑 74.3%，1-5 月累计销量为 12.9 万台，同比下滑 20.8%，下滑幅度在所有日系合资厂商中居首。东风日产由于其全球重心就是中国，日产总部将绝大部分零部件都调往中国，优先保证中国市场，所以受到地震的影响较小。

表 1：国内主要日系合资品牌 1-5 月销量及同比增长

企业名称	5 月销量	1-5 月累计销量	同比增长	累计同比增长
广州本田	14059	122014	-20.69%	-10.82%
东风日产	48083	251747	7.98%	6.37%
一汽丰田	6120	129084	-74.26%	-20.79%
长安铃木	15091	105000	-7.51%	21.54%
广汽丰田	14059	66491	-11.00%	-16.31%

资料来源：国都证券

从目前的情况来看，日系厂商的生产恢复速度令人乐观。东风日产是日系车品牌中最早宣布恢复生产，目前产能已恢复到正常水平。丰田方面本月中旬开始在中国的各整车工厂都依次恢复到正常生产水平。5月底，本田方面发布信息显示，Honda 在中国的汽车生产情况正根据日本的零部件供应情况适时调整，今后随着零部件供给的逐步增加，Honda 在中国的汽车产量将逐步增加，预计到 8 月份，广汽本田和东风 Honda 都将恢复或超过正常生产水平。

由于零部件库存量普遍为 1~2 个月，货源紧张的现象在震后的第二个月在终端市场完全凸显。目前日系主流品牌全面提前复产，但终端消费市场何时能恢复正常仍然存疑。日系厂商的实际产量达到震前水平还需要一段时间，短期内日系车在中国市场的供应依旧处于偏紧状态，我们预计 8 月份各大日系厂商产量将全面恢复至正常水平。

表 2：日本汽车厂商复产情况超预期

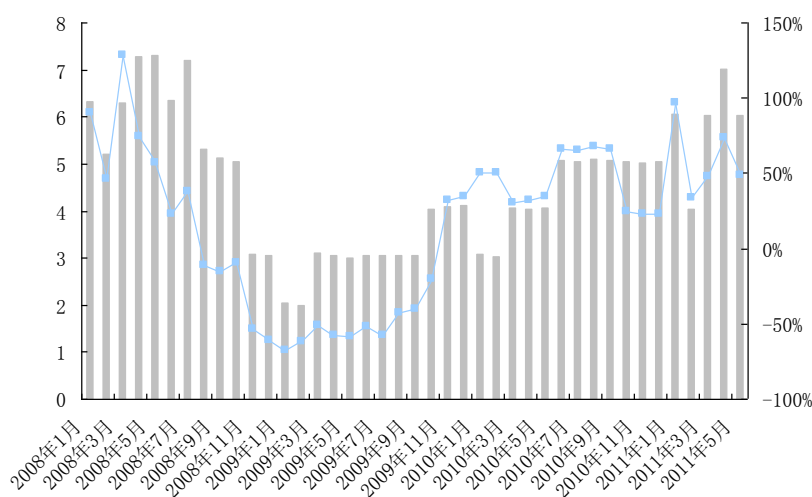
丰田	进入 6 月，丰田汽车在日本国内的汽车生产已经恢复到 9 成，预计从 7 月份起将恢复到年初计划的生产水平。随着零部件供应网络的恢复，滞后于日本国内的海外如北美地区的汽车生产也有了明显的恢复，预计 9 月份可恢复正常。
本田	日本地震对其在华汽车生产的影响正在逐步解除。目前随着零部件供给增加，本田在中国的汽车产量得到恢复，预计到 8 月份，广汽本田和东风本田都将恢复或超过正常生产水平。
日产	目前全球范围内汽车产能“几乎”已经恢复到正常水平。
铃木	国内工厂正逐步恢复到 3 月 11 日地震前的状况，因而有望从 7 月起恢复加班加点，并在 8 月实现地震以来首次产量同比上升。

资料来源：国都证券

1.3 出口持续恢复

虽然国内汽车市场持续低迷，但国外市场却持续走好，在经历漫长的国际金融危机复苏期之后，中国汽车出口业务也在持续复苏中迎来了新的历史时刻。5 月份，我国汽车企业出口 7.21 万辆，超过了 2008 年 3 月创造的 7.2 万辆单月出口量最高值，创出历史新高。1~5 月，汽车企业出口汽车总量达到 29.71 万辆，比上年同期增长 55.6%。

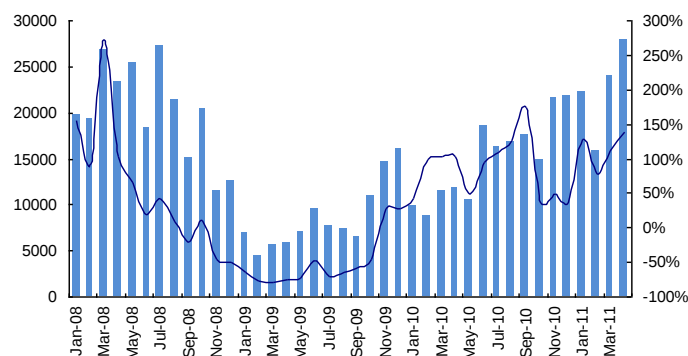
图 7：汽车和汽车底盘出口量稳步恢复



数据来源：国都证券

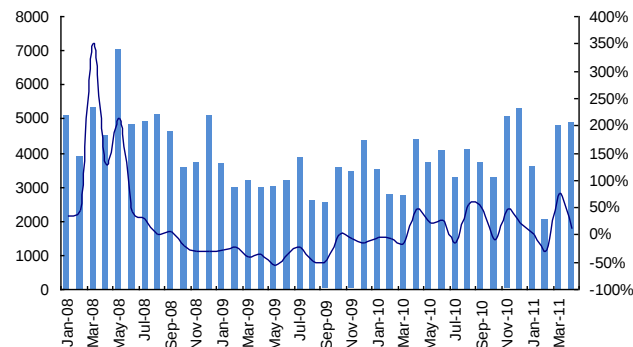
在汽车企业出口的主要品种中，轿车和载货车仍是两大主要出口车型。5月，汽车企业出口轿车 32791 辆，环比增长 27.02%，同比增长 110.29%；汽车企业出口载货车 21889 辆，环比下降 11.39%，同比增长 26.94%。上述两大品种 5 月共出口 54680 辆，占汽车企业出口总量的 75.83%。

图 8：轿车出口量及同比增速走势（辆）



资料来源：国都证券

图 9：重卡出口量及同比增速走势（辆）



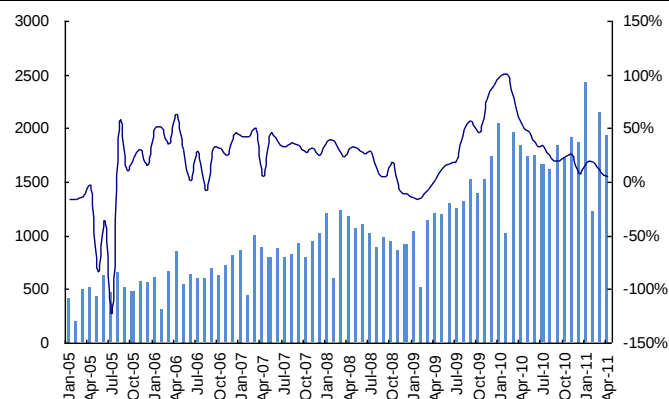
资料来源：国都证券

1.4 整车行业盈利增速放缓

国内整车企业的盈利水平和汽车销量的增速密切相关，随着行业各项利空因素的叠加作用显现，汽车单月销量颓势尽显，行业整体盈利能力也明显受到了销量不佳的拖累。

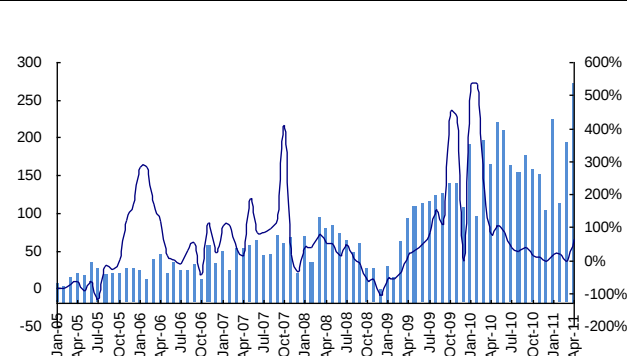
1-4 月，17 家重点汽车企业累计实现营业收入 7734.42 亿元，同比增长 12.12%，增幅比 1-3 月回落 2.77 个百分点；完成利润总额 802.92 亿元，同比增长 22.66%，增幅比 1-3 月提高 14 个百分点。和 2010 年的情况相对比，2011 年行业整体销售收入和利润总额的增速已经明显放缓，逐步归于理性。

图 10：行业月销售收入增速明显放缓（亿）



资料来源：CAAM、国都证券

图 11：行业月利润总额和同比增速走势（亿）



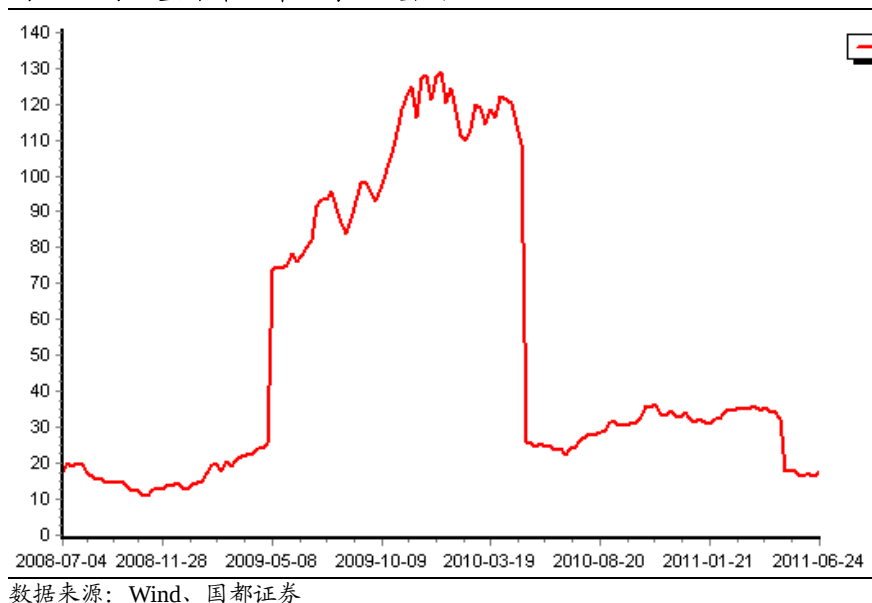
资料来源：CAAM、国都证券

1.5 估值见底，期待预期好转

汽车行业在年初表现抢眼，但随着各利空因素袭来，行业景气度迅速下滑，目前，行业整体估值水平仅为 16 倍左右，远低于 35 倍左右的历史平均水平，具备较高的安全边际。

从目前的情况来看，汽车行业出现更多利空因素的可能性不大，市场对汽车股的风险因素反映较为充分，2011 年是汽车行业的调整之年，2012 年将恢复到 10% - 15% 的正常增速，汽车行业的成长性依然值得期待，我们可以等待悲观预期好转带来的估值修复机会。

图 12：行业整体市盈率处于历史低位



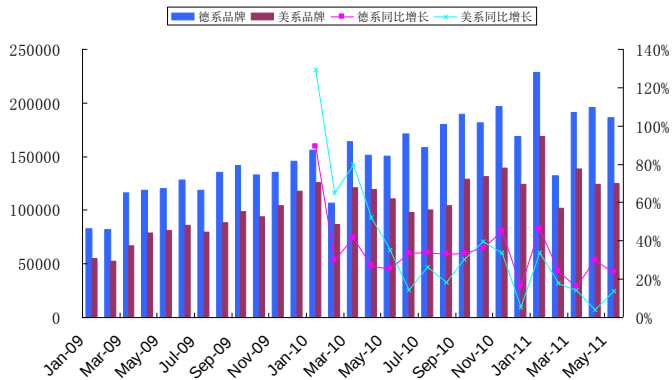
2、行业结构分化持续

1.1 合资品牌中高端轿车表现较好

在汽车整体销量下滑的大背景下，合资品牌中的高端轿车由于需求刚性，表现要好于乘用车整体水平。5 月份，德系品牌和美系品牌汽车销量分别为 18.6 万辆和 12.5 万辆，同比增长分别为 23.7%和 13.6%，同时，由于自主品牌受到政策影响和宏观经济的冲击更大，加上日系厂商由于零部件供应不足导致的大量减产，德系和美系乘用车销量稳中有升，增速在 30%左右，市场份额也有所提升。

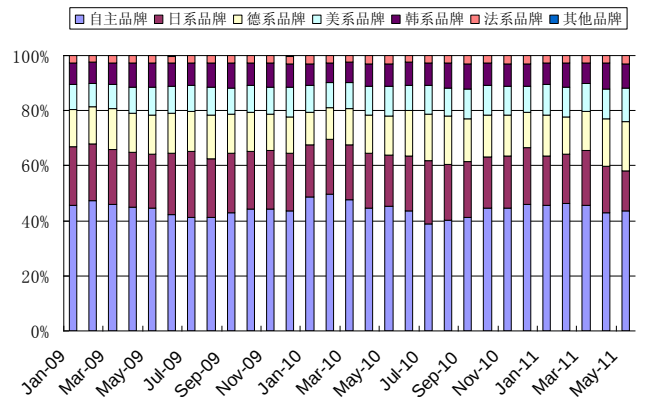
自主品牌中轿车排量多集中在 1.6L 以下，2010 年底“购置税优惠政策”和“以旧换新”政策的退出对低排量轿车销售的冲击最大，微客销售量大幅下滑，小排量轿车也受到较大影响，另外，油价持续上涨进一步加剧了消费者购车的使用成本，压制了经济型潜在车主的购车需求。

图 13: 德系和美系汽车销量及同比增速



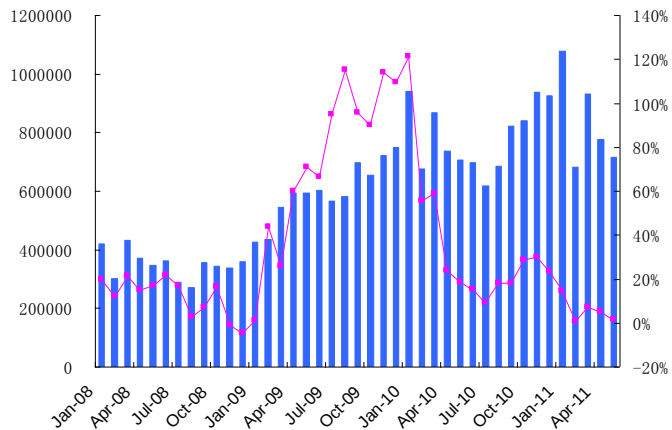
资料来源: CAAM、国都证券

图 14: 德系和美系汽车市场份额提升



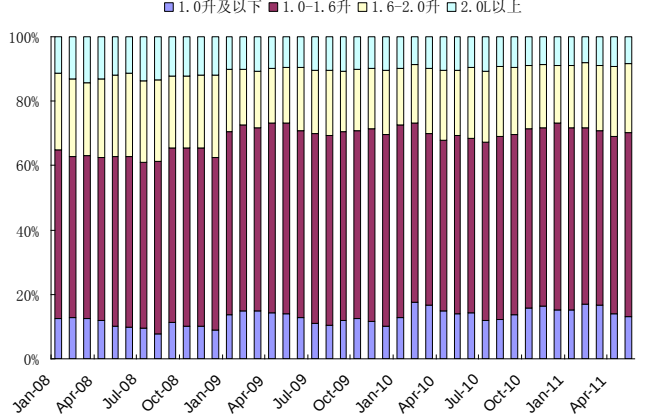
资料来源: CAAM、国都证券

图 1: 1.6L 以下乘用车增速大幅下滑



资料来源: CAAM、国都证券

图 2: 1.0L 以下乘用车市场份额减少



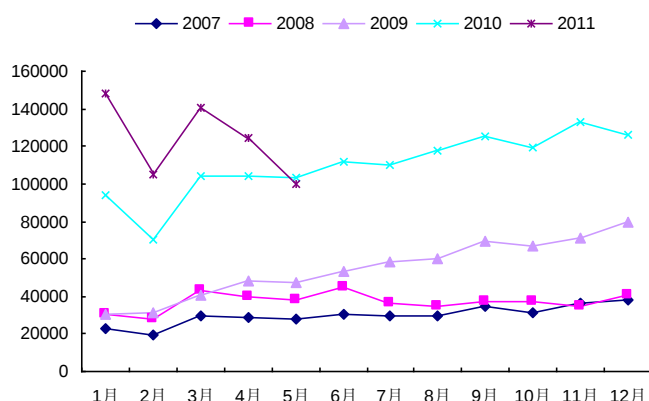
资料来源: CAAM、国都证券

1.2 SUV 和 MPV 旺销局面将持续

从 2009 年下半年开始, SUV 的销售进入高速增长阶段, 月销量同比增速基本保持在 50% 以上, 即便在今年上半年行业景气度急剧下滑的背景下, SUV 销量依然表现抢眼。5 月份, 全国 SUV 销量为 99619 辆, 同比下滑 3.4%, 1-5 月份, SUV 累计销量为 61.8 万辆, 同比增长 30%, 虽然 SUV 销量增速逐渐放缓, 甚至在 5 月份出现同比下滑的现象, 但考虑到 2010 年爆发性增长带来的高基数, SUV 月销量依然处于高位。

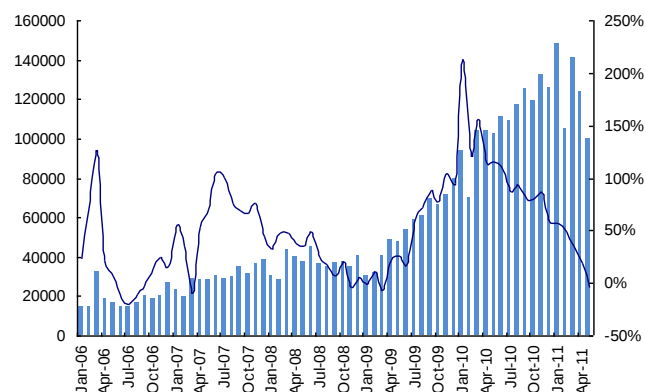
和 SUV 一样, MPV 也保持了高速增长的势头, 5 月份, MPV 销量为 36358 辆, 同比增长 7.9%, 1-5 月份累计销量为 19.8 万辆, 同比增长 13.2%。

图 15: SUV 月销量依然维持高位 (辆)



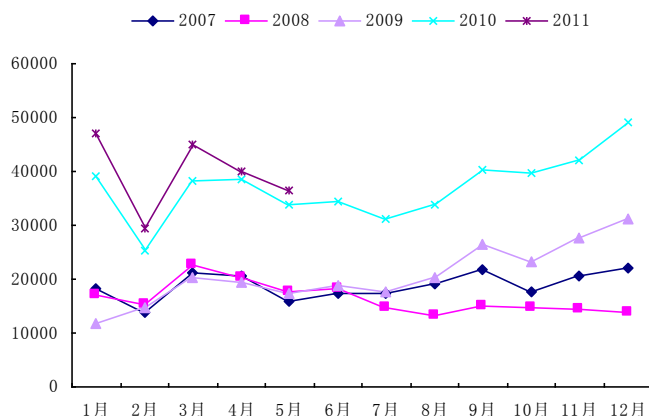
资料来源: CAAM、国都证券

图 16: 销量增速放缓, 绝对量处于高位 (辆)



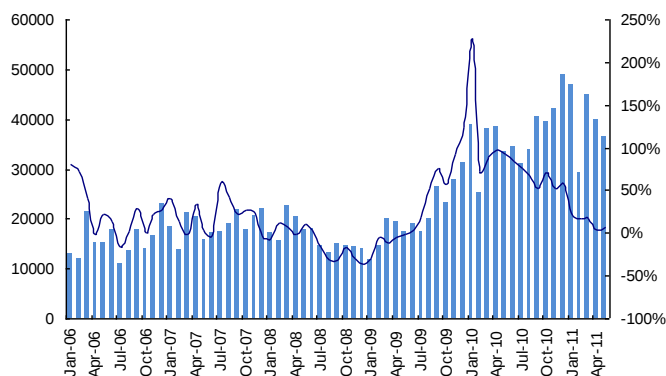
资料来源: CAAM、国都证券

图 17: MPV 月销量走势 (辆)



资料来源: CAAM、国都证券

图 18: MPV 月销量和同比增速走势 (辆)



资料来源: CAAM、国都证券

我们认为 SUV 和 MPV 的热销局面还将持续: 1) 2010 年底政策退出主要抑制 1.6L 以下的小排量汽车购车需求, 而对 SUV 和 MPV 的消费群体造成的影响不大, SUV 和 MPV 的增速放缓多来自于去年的高基数影响和行业整体的景气度下滑, SUV 和 MPV 在去年高基数的情况下依然能保持稳健增长势头充分说明其终端需求正逐步扩大, 基于底盘高、空间大, 舒适性和安全性更强的特点, SUV 和 MPV 将吸引越来越多的消费者青睐, 另外, SUV 和 MPV 相对大气的车身也刚好迎合中国人“讲排场”和“爱面子”的心态。2) 中国汽车保有量已经达到 8000 万辆, 越来越多的家庭出现换车或者购买第二辆车的需求, 换车或购买第二辆车的目的是为了改善生活质量, 这时将更多的考虑个性化需要和舒适程度, SUV 和 MPV 将是首选车型。3) 公务购车和企业购车的需求增加也将带动 MPV 的销量提升。

1.3 商用车看好大中客，轻卡和轻客受益于城市物流的发展

除了大客和轻客之外，商用车各车型销量全线下滑，其中，重卡和微卡下滑幅度最大，5月，重卡和微卡销售分别为8.3万辆和3.5万辆，同比增速分别为-22.4%和-25.8%。

表 3: 商用车各车型销售情况

	5月销量	同比增速	1-5月累积销量	累积增速
商用车	339917	-14.0%	1895650	-1.60%
重卡	83036	-22.4%	479890	-2.1%
中卡	24305	-8.9%	127673	-1.4%
轻卡	160261	-9.4%	875909	0.0%
微卡	35070	-25.8%	225586	-12.4%
大客	4817	12.1%	24512	5.3%
中客	6115	-12.6%	29627	-9.5%
轻客	26313	0.8%	132453	13.4%

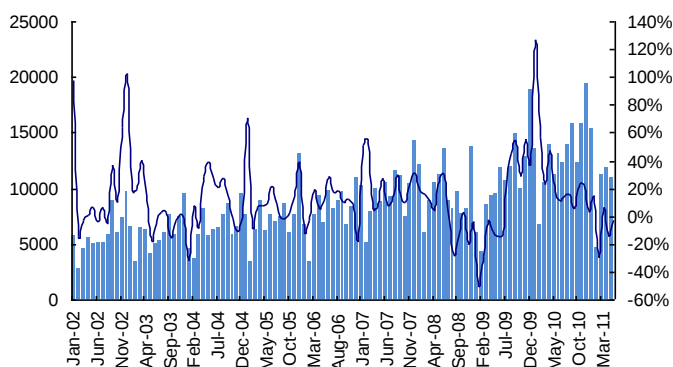
资料来源：CAAM、国都证券

商用车中我们看好大中客的市场前景。5月份，大中客共销售1.1万辆，同比下滑3.2%，其中，大客和中客销量分别为4817辆和6115辆，同比增速分别为12.1%和-12.6%。1-5月份，大中客累计销量为5.4万辆，同比小幅下滑3.4%。

大中客销量小幅下滑主要原因为：1）2010年中大客销量大幅增加，前五个月累计销量达到56012辆，造成2011年同比比较的高基数；2）成品油价格持续上涨，大中客经营很难将油价成本转移，造成了一定的需求抑制；3）通胀水平高企，政府调控措施不断，信贷紧缩也部分抑制了潜在购车者的购车能力和购车意愿。

我们认为大中客在汽车细分行业中将持续稳定增长，主要基于以下几点：1）城市化进程持续推进，大城市外围扩张以及众多卫星城市的诞生，城区和环城市圈的通勤需求大幅增加；2）居民收入的增长带来旅游的发展，配套的旅游客车需求量增加；3）近年中国城镇化率稳步提升、大中城市拥堵加剧促进公交需求增长。根据《城市公共交通“十二五”发展规划纲要》，2015年国内公交车保有量较2010年新增20万辆，且现有公交车大量需要更新，新能源客车短期也主要应用于公交领域，公交车中长期增长空间巨大。

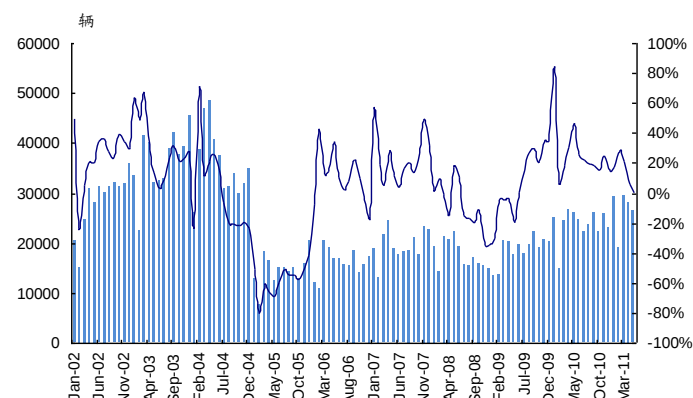
图 39: 大中客月销量及同比增速（辆）



数据来源：CAAM、国都证券

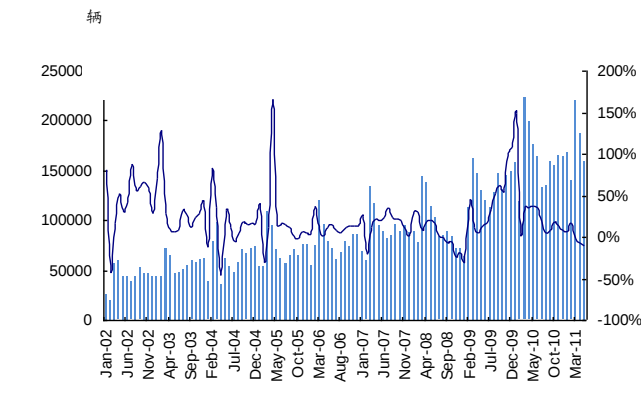
城市物流将推动轻客和轻卡的需求。随着城镇化率的不断提高，城市圈的不断扩大和新兴卫星城市的建立，城市物流在人们日常生活中的重要程度越来越大。商品配送、邮政快递、市内搬家和电信市政集团客户等等催生了大批新的物流需求，由于城市物流所配送的物品具有小批量、大批次和单位价值高的特点，所以对车辆的便捷性和可靠性要求比较高，加上城市道路特点和相关限行规定，轻卡和轻客成为物流商的最佳选择。我们认为城市物流这一细分领域将伴随我们城镇化进程持续稳定增长，加上经济发展带来的终端消费升级，看好中高端轻客和轻卡的未来市场前景。

图 40：轻客月销量和同比增速走势



资料来源：CAAM、国都证券

图 21：轻卡月销量和同比增速走势



资料来源：CAAM、国都证券

3、长期价格弹性小，短期低迷后将迎来反弹

汽车行业目前面临长短期因素交织影响，销量在 2010 的基础上下滑幅度明显，市场悲观预期放大，陷入短期低迷状态。由于汽车属于耐用品，长期价格弹性小于短期价格弹性，2011 年上半年各种利空因素的叠加严重抑制了市场购车意愿，其中部分短期因素可能被过度反应，行业已经出现调整过头的迹象。我们认为，汽车刚性需求在我国依然非常强烈，行业依然处于健康稳定增长的阶段，随着短期因素的影响逐渐消退，汽车行业可能在下半年迎来一波估值修复行情。

1) 我国汽车人均保有量还很低，从 2009 年的统计数据来看，美国每千人汽车保有量为 800 量左右，日本和西欧在 500 辆以上，台湾和韩国为 300 辆，巴西为 100-130 辆，而我国仅为 57 辆，远远落后于发达国家。2010 年我国人均 GDP 接近 4000 美元，已经属于汽车产业高速增长的区间，随着国民经济的发展和人均可支配收入的不断提高，民众消费升级将持续对汽车形成刚性需求，汽车行业在未来依然能保持 10%~15% 的平稳增速。

2) 短期干扰因素的影响将逐渐消退。2010 底，“汽车购置税优惠”和“汽车下乡和以旧换新政策”集中退出，造成小排量汽车销量急剧下滑。微客在 5 月份的销量同比下滑了 14.1%，可见政策退出的影响之大。另外，日本地震影响汽车零部件全球供应链，在中国、欧洲和美国，日系汽车产量全面减产，国内日系汽车销量从 4 月份开始出现大幅明显。下半年，政策退出带来的负面影响将逐渐消退，各大日系厂商产量也将于 8 月份恢复至正常水平，被压制的需求将逐渐释放，行业增速逐渐回归理性。

3) 成品油价格具有下调的可能性。财政部 6 月 24 日发文,对成品油等 33 个税目商品进口关税进行调整。其中,与汽车行业相关的两项是:车用汽油进口税率由此前的 5% 下调至 1%;轻柴油进口税率由 6% 下调至 0%。进口关税调整带动未来国内成品油价格出现下调的预期上涨,这样无论是在使用成本端,还是在制造成本端,都将对汽车行业构成利好。

4) 治堵限购政策有可能退出。据有关媒体报道,发改委等部门已将目前汽车消费市场的低迷状况上报给国务院,申请调整或取消各地限制汽车消费的政策,国务院对此报告的批复正在进行中。汽车限购政策显然是对消费的约束,也与扩大内需这个大方向想违背,如果治堵限购政策真正退出,也将构成行业利好,促进汽车消费。

5) 估值已见底,行业调整到位。目前行业估值在 16 倍左右,远低于历史平均水平,接近历史底部。从行业的横向比较看,汽车股的估值水平仅次于银行股。我们认为,汽车股受多重负面因素交织影响,已经出现一定程度的过度反应,目前估值具有较高安全边际,我们依然看好行业整体的未来发展,随着负面因素影响的不断消退和一些利好因素的逐渐积累,预计下半年行业将出现一波估值修复行情,修复的目标是带动行业估值回归到理性水平。

4、重点公司推荐

在行业利空因素重重,整体销量放缓的大背景下,行业结构分化的现象更加明显,下半年应重点关注有望超越行业整体增速的细分领域,挖掘业绩增长确定性强的个股。重点推荐上海汽车、江淮汽车、悦达投资和宇通客车。

4.1 上海汽车

投资要点:

1) **上海通用和上海大众双星闪耀。**公司主要产品来自上海通用和上海大众,高端合资品牌占比较大,受到相关优惠政策退出的影响较小。5 月份,上海通用销量为 9.3 万辆,同比增长 13.4%,上海大众销量为 9.2 万辆,同比增长 25.1%,同期轿车增速仅为 3.7%。上海通用和上海大众依据行业领先的技术和服务优势,在消费群体中形成了良好的口碑,随着消费者对汽车性能、安全和科技水平的关注度不断加强,上海通用和上海大众将有望获得超越行业的增速水平。

2) **日本“余震”还在继续,美德韩系车受益。**日本地震影响日系汽车全球产业链,国内日系合资企业大幅减产,美德韩系销售量增加。5 月份,日系乘用车的市场份额急剧下降至 17%,较 4 月下降了 3 个百分点。上海通用、上海大众和东风起亚作为美德韩系合资品牌的代表,无论是在产品质量、科技程度、还是在品牌效应方面,都能很好的成为日系汽车的替代品,因此在日系汽车减产的背景中直接受益。

3) **大量新车型将于 2011-2013 年上市。**除了近期推出的全新款帕萨特以外,公司还有多款新车将于近期上市,其中包括新款斯柯达、荣威 W5、荣威 MG3、雪佛兰科帕奇以及别克君威 Regal GS 等等。随着国内消费者可支配收入的提高,消费的多元化也逐渐体现在消费者的消费习惯中,公司大批新车型的市场投放可以满足各类消费者的需求喜好,带动销量的节节攀升,同时,公司新投放车型主要为 B 级和 C 级汽车,有望带动整体盈利能力进一步提升。

4) **整合集团优质资产，延伸产业链形成规模优势。**公司通过非公开发行股份购买集团零部件、新能源汽车和销售服务等资产，资产重组完成后，公司的业务由单一的整车制造延伸成覆盖汽车零部件、整车制造、新能源汽车和汽车销售服务的一体化产业链，产业链整合提升公司整体运营能力，凸显规模优势，公司正成长为一艘上下游一体把握，传统汽车和新能源汽车并重的巨型航母。

5) **盈利预测和投资评级。**综合考虑公司产品结构的中高端定位、新车型投放市场带来的销量攀升和资产注入带来的长期优势，我们认为公司有理由超越行业平均水平获得一定的估值溢价。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.82、2.19 和 2.59 元，对应 2011-2013 年的动态估值分别为 10.3、8.5 和 7.2 倍，给予“强烈推荐-A”的评级。

表 4：上海汽车（600104）盈利预测表

利润表		单位: 百万元				
会计年度		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入		138875	312485	403971	516036	652620
	YOY%	31.75%	125.01%	29.28%	27.74%	26.47%
营业成本		121228	251903	327217	417989	528622
营业税金及附加		1465	8172	5952	8848	12624
营业费用		9789	21076	26258	33542	42420
管理费用		4750	11442	14139	18061	22842
财务费用		579	387	878	999	660
资产减值损失		1426	1922	4040	5160	6526
公允价值变动收益		30	115	149	98	121
投资净收益		8344	8722	7185	8084	7997
营业利润		8431	27006	32821	39618	47043
	YOY%	-969.40%	220.31%	21.53%	20.71%	18.74%
营业外收入		303	411	409	374	398
营业外支出		137	732	298	389	473
利润总额		8597	26684	32933	39603	46968
所得税		489	3852	4940	5940	7045
净利润		8108	22833	27993	33663	39923
少数股东损益		1516	9104	11197	13465	15969
归属母公司净利润		6592	13729	16796	20198	23954
	YOY%	904.61%	108.26%	22.34%	20.26%	18.60%
EBITDA		10350	31656	38049	46315	55089
EPS（摊薄）		0.71	1.49	1.82	2.19	2.59

资料来源：国都证券

4.2 悦达投资

投资要点：

1) **汽车业务超越公路业务，成为公司最主要的利润源。**悦达投资最主要的两块业务是整车制造和高速公路，高速公路每年营收基本稳定，为公司提供稳定现金流。近年来，整车制造业务成为公司迅速崛起的利润增长点。公司参股东风悦达起亚 25%的股权，2010 年，汽车业务贡献 60%以上的净利润，一举成为公司最主要的利润来源。

2) **汽车细分行业中最看好 SUV。**基于底盘高、空间大，舒适性和安全性更强的特点，SUV 吸引到越来越多的消费者青睐，SUV 相对大气的车身也刚好迎合中国人“讲

排场”和“爱面子”的心态。另外，一线城市换车需求将更多的考虑个性化需要和舒适程度，SUV将是首选车型，进一步带动SUV各车型的热销。1-5月份，SUV累计销量达到61.8万辆，在行业景气度整体下滑的背景下依然保持了30%的同比增速，可见SUV的终端需求市场非常强劲。

3) **新车型有序投放，业绩增长有保证。**5月份，东风悦达起亚共销售2.1万辆，同比增长18.0%，1-5月份，悦达起亚累积销量为11.4万辆，同比增长8.3%，增速远好于行业平均水平。老款车型不断扩大市场份额，同时，新车型也在积极投放市场。其中，K5在三月份上市后马上受到关注，4月份就取得了2898台的销量，上升势头良好。另外，专为中国市场打造的A0级新款车型K2也将于7月中型上市。K5和K2市场定位清晰，有利于丰富公司产品结构，销量突破将带来利润的快速提升。

4) **盈利预测和投资评级。**公司产品置身于高速发展的SUV子行业中、狮跑和智跑表现强劲，中高端车型K5投放以后反响较好，后期销量提升空间大，8月新车型K2的上市将进一步完善公司产品谱线，产品结构优化将进一步提高盈利能力。我们预计公司2011-2013年的EPS分别为1.60、1.90和2.24元，对应2011-2013年的动态估值分别为9.1、7.7和6.5倍，给予“强烈推荐-A”的评级。

表 5: 悦达投资 (600805) 盈利预测表

利润表					单位: 百万元
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1529	2127	2382	2668	2988
营业成本	1112	1436	1620	1814	2032
营业税金及附加	30	42	47	52	59
营业费用	15	24	27	31	34
管理费用	186	168	188	211	236
财务费用	250	277	357	400	448
资产减值损失	4	20	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	447	751	1309	1571	1885
营业利润	380	911	1432	1711	2044
营业外收入	85	24	58	56	46
营业外支出	2	5	4	4	4
利润总额	463	930	1486	1763	2086
所得税	82	124	199	236	279
净利润	381	806	1287	1527	1807
少数股东损益	57	89	154	183	217
归属母公司净利润	324	717	1133	1344	1590
EPS (元/股)	0.46	1.01	1.60	1.90	2.24

资料来源：国都证券

4.3 宇通客车

投资要点:

1) **业绩增长确定性强。**公司产品在公交系统和客运领域具有明显优势，大中型客车国内市场占有率超过 20%。2010 年 5 月份，公司销量为 2957 辆，1-5 月，公司共实现销量 1.4 万辆，同比增长 6.6%，略低于客车行业增长水平。我们认为公交车市场将保持稳定增长，而随着宏观紧缩政策的减弱、旅游的快速发展和团体通勤的需求增多，客车销量将持续向好，预计 2011 年全年增速在 10% 左右。

2) **产品重心上移，业绩增速有望超过销量增速。**公司在大中客的销量占比逐渐攀升，同时高端公交车的销售份额也在不断提升，整体产品重心在上移，单车平均售价增加，有助于收入增速超过销量增速。目前，大客销售比重已由 2009 年的 39.7% 提升至 42.2%，轻型客车则由 2009 年的 12.3% 下滑到 7.6%。未来公司将进一步提升高端产品比重，加上内部管理效率的不断优化，利润增速也有望超过销量增速。

3) **逐渐突破产能瓶颈。**公司目前产能运转非常紧张，长期处于满负荷工作状态。为响应市场持续向好的终端需求，公司加大产能扩张步伐，预计 2011 年底将投产 5000 台专用车产能。另外，配股项目将于 2012 年下半年逐渐投产，公司将新增客车产能 1 万辆，其中包括 6000 辆节能型客车（纯电动、混合动力）和 4000 辆新能源客车（主要为公交车）。预计公司 2012 年底实际总产能将超过 5 万辆，产能瓶颈问题将彻底解决，有助于公司在客车细分市场长期占据龙头地位。

4) **盈利预测和投资评级。**公司作为客车行业的龙头，产品涵盖公交车、专业校车和班车。十二五期间公交市场将迎来黄金发展机会，公司将首先受益，同时专业校车领域孕育着巨大的市场机会，另外，长途旅游和短途通勤需求的不断增加也将带来班车需求的稳定增长，未来五年公司将获得超越商用车整体的增速水平。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.97、2.30 和 2.71 元，对应 2011-2013 年的动态估值分别为 11.6、9.9 和 8.4 倍，给予“推荐-A”的评级。

表 6: 宇通客车 (600066) 盈利预测表

利润表		单位: 百万元				
会计年度		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入		8782	13479	15549	18117	21404
	YOY%	5.35%	53.48%	15.36%	16.52%	18.14%
营业成本		8175	12486	14344	16713	19745
营业税金及附加		39	42	47	54	64
营业费用		470	721	832	969	1145
管理费用		358	523	622	725	856
财务费用		9	17	16	18	21
资产减值损失		40	40	0	0	0
公允价值变动收益		5	-5	0	0	0
投资净收益		32	17	0	0	0
营业利润		643	1005	1205	1404	1659
	YOY%	2.09%	56.14%	19.96%	16.52%	18.14%
营业外收入		17	26	0	0	0
营业外支出		6	57	0	0	0
利润总额		654	974	1205	1404	1659
所得税		86	117	181	211	249
净利润		381	806	1287	1527	1807
少数股东损益		4	-3	0	0	0
归属母公司净利润		563	860	1024	1193	1410
	YOY%	6.11%	52.56%	19.15%	16.52%	18.14%
EPS (元/股)		1.08	1.65	1.97	2.30	2.71

资料来源: 国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuwei hong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com
邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			