

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

日系复产提升产销量

——汽车行业 2011 年 8 月月报

研究报告-行业分析

同步大市（维持）

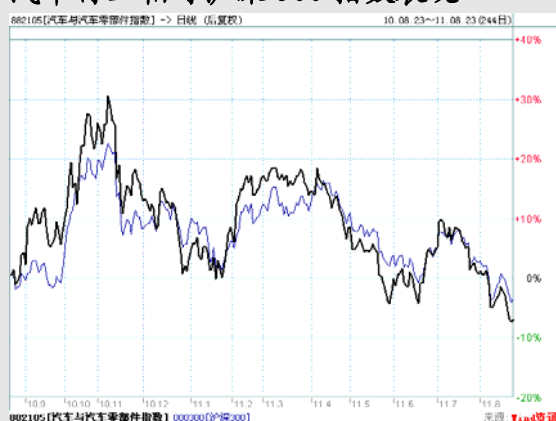
发布日期: 2011 年 8 月 23 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2010EPS	2011EPS	2011PE	评级
上海汽车	1.49	1.89	8.10	增持
华域汽车	0.97	1.16	8.53	增持
一汽富维	2.70	2.88	9.09	增持

注: 股价为 2010 年 8 月 22 日收盘价

汽车行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

日系复产提升 7 月产销量。全年销量增长不够乐观, 不排除后续月份再次出现负增长可能。结构分化, 狭义乘用车依然好于商用车, 交叉乘用车和货车表现最差。

投资要点:

- **日系复产提振产销量。**7 月汽车销量为 127.53 万辆, 环比下降 11.19%, 同比增长 2.18%, 1-7 月份, 汽车总销量为 1060.18 万辆, 同比增长 3.22%。6-7 月份以来, 随着日系厂家的逐步复产, 行业总产销量得以实现同比增速的由负转正。但提振的幅度有限, 整体市场仍处于低迷状态。
- **产品结构变化, 盈利能力微升。**1-6 月汽车工业重点企业营业收入为 11352 亿元, 同比增长 8.98%, 利润总额为 1159 亿元, 同比增长 5.95%。1-6 月毛利率为 17.82%, 比去年全年略有上升, 主要是产品结构的变化导致了上述盈利水平的提升。
- **自主品牌轿车比例创新低。**在日系复产的影响下, 7 月轿车销量同比增长 10.50%。自主品牌轿车销量比例为 24.59%, 创下 2009 年以来的新低, 最直接的原因是日系品牌的全面复产。今年自主品牌轿车承受了巨大压力, 既有刺激政策退出的影响, 也有外资品牌加大力度拓展 1.6L 以下轿车市场的影响, 更重要的是自主品牌轿车企业研发实力等的不足, 导致后续新车型推出等方面难以抗衡合资品牌。
- **客车表现好于货车。**7 月份中重卡销量为 6.97 万辆, 环比下降 21.07%, 同比下降 20.21%, 为同比降幅最大的车型。大中客销量为 1.39 万辆, 环比上升 1.96%, 同比增长 13.87%。总体看今年客车表现好于货车。
- **投资策略。**截止 8 月 22 日 A 股汽车板块 2011-2012 年动态市盈率分别为 12.53 倍和 10.78 倍。下半年随着去年同比基数的提高, 不排除部分月份再次出现负增长的可能。全年总销量不够乐观, 同比去年持平或略高。维持行业“同步大市”评级。建议重点关注轿车、客车、SUV 等相对稳定增长的细分行业。
- **风险提示:** (1) 政策调整; (2) 销量出乎预期; (3) 汽车和原材料价格大幅波动; (4) 海外市场贸易保护主义加剧。

目录

1. 月度行业数据分析.....	4
1.1 日系复产提振产销量.....	4
1.2 重点企业盈利能力比去年微升.....	5
1.3 乘用车：自主品牌轿车比例创新低.....	5
1.4 商用车：客车表现优于货车.....	7
1.5 出口：整车出口创三年来新高.....	9
2. 行业动态	10
2.1 国税总局拟修订《车辆购置税征收管理办法》	10
2.2 节能产品补贴政策门槛或将提高.....	10
2.3 贵阳出台汽车限购政策.....	10
2.4 高铁发展战略调整.....	10
3. 投资策略	11
4. 附录	13

图目录

图 1: 月度汽车销量走势	4
图 2: 2009 年以来汽车行业重点企业月度毛利率与税前利润率	5
图 3: 近一年来轿车月度销量	6
图 4: 2009 年以来自主品牌轿车月度销量比例	6
图 5: 近一年来交叉乘用车月度销量	7
图 6: 近一年来 MPV 月度销量	7
图 7: 近一年来 SUV 月度销量	7
图 8: 近一年来中重卡月度销量	8
图 9: 近一年来轻微卡月度销量	8
图 10: 近一年来大中客月度销量	8
图 11: 近一年来轻客月度销量	9
图 12: 近一年来整车出口数量与增速	9
图 13: 2005 年以来汽车与零部件板块市盈率变化趋势	11

表目录

表 1: 汽车分类型销量与增速	4
表 2: 近一年来轿车分排量月度销量比例	6
表 3: 重点公司估值分析表	12

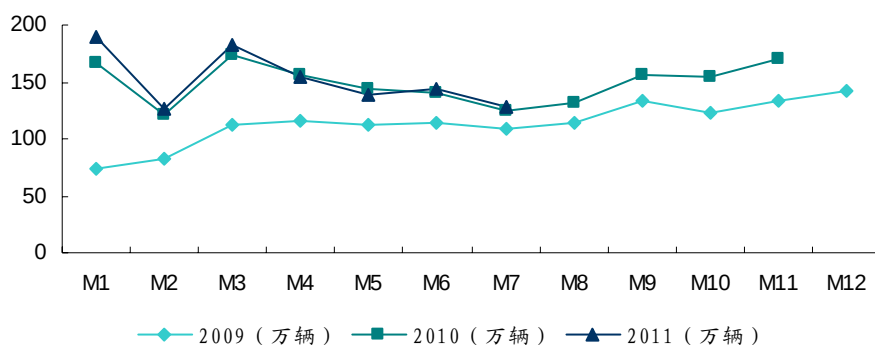
1. 月度行业数据分析

1.1 日系复产提振产销量

7月汽车销量为127.53万辆，环比下降11.19%，同比增长2.18%，产量为130.61万辆，环比下降6.96%，同比增长1.26%。其中乘用车销量101.18万辆，环比下降8.78%，同比增长6.74%；商用车销量26.35万辆，环比下降19.36%，同比下降12.23%。1-7月份，汽车总销量为1060.18万辆，同比增长3.22%，产量为1046.24万辆，同比增长2.33%。

6-7月份以来，随着日系厂家的逐步复产，行业总产销量得以实现同比增速的由负转正。但提振的幅度有限，整体市场仍处于低迷状态。分结构看，乘用车依然好于商用车，交叉乘用车和货车表现最差，中重卡销量甚至出现同比下降20%的状况。

图1：月度汽车销量走势



资料来源：中原证券，CAAM

表1：汽车分类型销量与增速

类型	2011M07			2011M1-M07	
	销量(万辆)	环比增长	同比增长	销量(万辆)	同比增长
1.6L以下轿车	49.89	-11.72%	9.22%	402.40	11.94%
1.6L以上轿车	22.49	-4.12%	13.45%	165.67	0.53%
MPV	3.74	-7.17%	20.49%	27.58	14.75%
SUV	12.46	5.74%	13.65%	83.61	19.19%
交叉乘用车	12.60	-16.76%	-16.24%	133.10	-10.49%
中重卡	6.97	-21.07%	-20.21%	76.68	-6.70%
轻微卡	15.65	-19.33%	-11.16%	144.29	-5.86%
大中客	1.39	1.96%	13.87%	8.35	2.53%
轻客	2.33	-24.18%	5.57%	18.49	13.06%
合计	127.53	-11.19%	2.18%	1060.18	3.22%

资料来源：中原证券，CAAM

1.2 重点企业盈利能力比去年微升

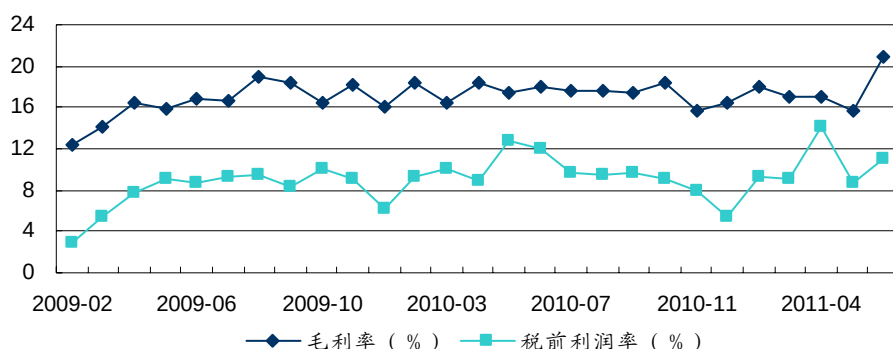
据汽车工业协会统计,2010年1-6月汽车工业重点企业营业收入为11352亿元,同比增长8.98%,利润总额为1159亿元,同比增长5.95%。

6月重点企业毛利率为20.97%,属于异常值,估计与会计核算调整有关,而非实际盈利能力的提升,这一情形也会在年末出现;重点企业税前利润率为10.97%,也处于较高水平。

从1-6月的累计情况看,毛利率为17.82%,比去年全年的17.45%略有上升,税前利润率为10.21%,比去年全年的9.46%提升0.75个百分点。看似良好的数据背后,实际上是两级分化的差异表现。自主品牌轿车压力巨大,而合资品牌表现相对良好,货车普遍较差而客车稳定运行。总体上说,是产品结构的变化导致了上述盈利水平的提升,这一趋势很难持续。从上市公司来看,不同侧重的产品结构也使得表现差异较大。

另外需要指出的是,内外资企业税收统一后,合资企业营业税金及附加大幅增加,对行业利润产生一定影响。

图2: 2009年以来汽车行业重点企业月度毛利率与税前利润率



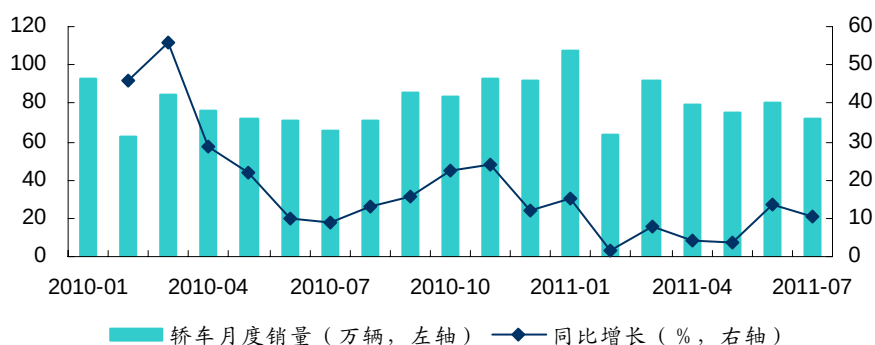
资料来源: 中原证券, CAAM

1.3 乘用车: 自主品牌轿车比例创新低

日系复产提升轿车产销量。在日系复产的影响下,7月份轿车销量为72.38万辆,环比环比下降9.49%,同比增长10.50%。其中1.6L以下轿车销量为49.89万辆,其销量比例为68.92%,为近一年以来的最低值。值得注意的是1L以下轿车比例持续萎缩,而1-1.6L轿车比例较稳定,主要是合资品牌不断推出新车型的结果。

自主品牌轿车比例创新低。7月自主品牌轿车销量比例为24.59%,已经创下2009年以来的新低,最直接的原因是日系品牌的全面复产。今年自主品牌轿车承受了巨大压力,既有刺激政策退出的影响,也有外资品牌加大力度拓展1.6L以下轿车市场的影响,更重要的是自主品牌轿车企业研发实力等的不济,导致后续新车型推出等方面难以抗衡合资品牌。

图 3: 近一年来轿车月度销量



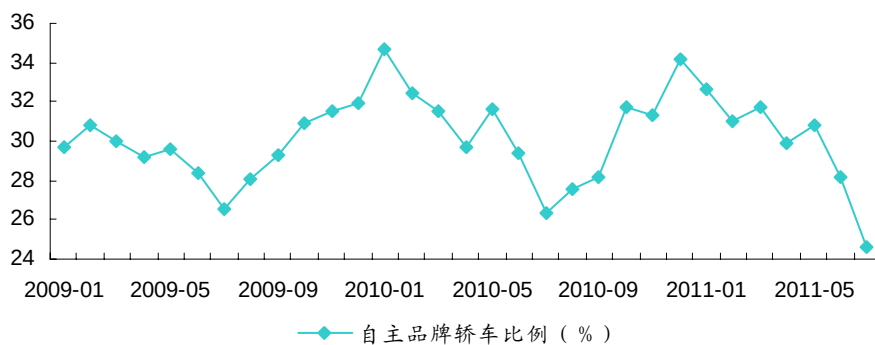
资料来源：中原证券，CAAM

表 2: 近一年来轿车分排量月度销量比例

分排量比例 (%)	10-07	10-08	10-09	10-10	10-11	10-12	11-01	11-02	11-03	11-04	11-05	11-06	11-07
排量≤1 升	6.04	6.58	7.72	8.24	8.16	7.97	7.73	7.55	8.23	6.68	6.63	5.49	4.86
1 升<排量≤1.6 升	63.70	64.21	62.48	63.41	63.64	64.52	64.67	64.60	62.49	63.54	63.87	65.17	64.06
1.6 升<排量≤2.0 升	23.21	23.01	22.55	21.44	21.27	20.27	20.48	21.87	22.68	23.24	23.85	23.45	24.79
2.0 升<排量≤2.5 升	6.44	5.62	6.57	6.15	6.18	6.45	6.55	5.48	6.12	5.99	5.01	5.40	5.77
排量>2.5 升	0.61	0.59	0.68	0.76	0.74	0.78	0.58	0.50	0.48	0.54	0.64	0.49	0.52
1.6 升以下比例合计	69.73	70.78	70.20	71.65	71.81	72.50	72.40	72.15	70.72	70.22	70.50	70.66	68.92

资料来源：中原证券，CAAM

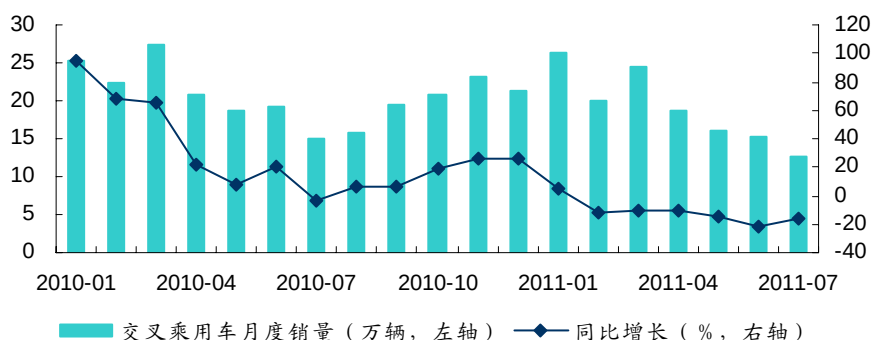
图 4: 2009 年以来自主品牌轿车月度销量比例



资料来源：中原证券，CAAM

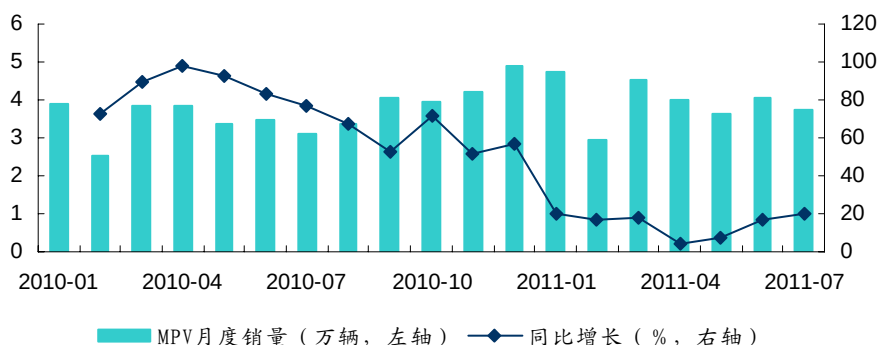
MPV 和 SUV 市场竞争加剧。7 月份交叉乘用车销量为 12.60 万辆，环比下降 16.76%，同比下降 16.24%。MPV 销量 3.74 万辆，环比下降 7.17%，同比上升 20.49%。SUV 销量为 12.46 万辆，环比增长 5.74%，同比上升 11.85%。近一年多来 MPV 和 SUV 新车型频出，在市场增长有限的情况下，市场竞争趋于激烈。

图 5：近一年来交叉乘用车月度销量



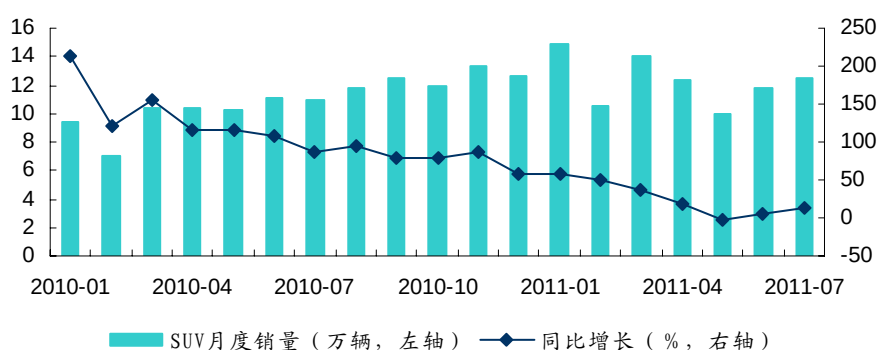
资料来源：中原证券，CAAM

图 6：近一年来 MPV 月度销量



资料来源：中原证券，CAAM

图 7：近一年来 SUV 月度销量



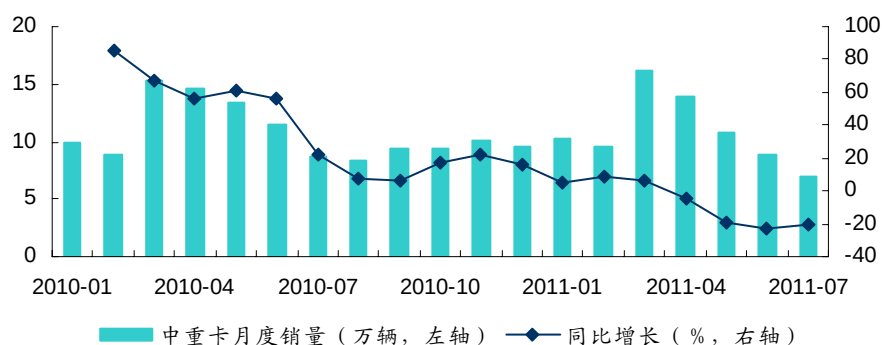
资料来源：中原证券，CAAM

1.4 商用车：客车表现优于货车

货车整体降幅较大。7 月份中重卡销量为 6.97 万辆，环比下降 21.07%，同比下降 20.21%，为同比降幅最大的车型。轻微卡销量 15.65 万辆，环比下降 19.33%，同比下降 11.16%。总体看今年货车表现较差，与经济下行趋

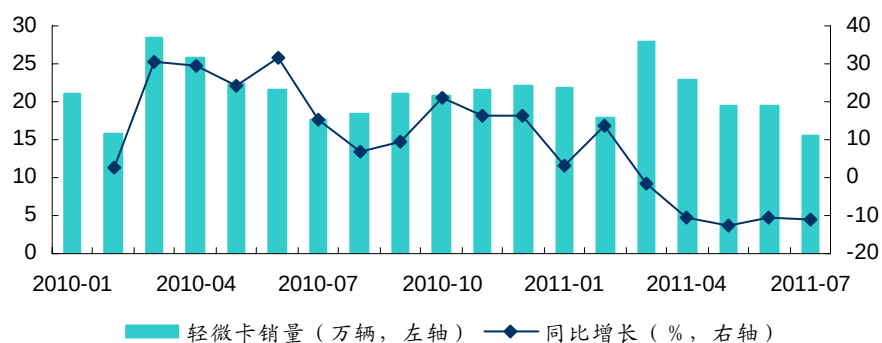
势等因素相关。在经济回升态势不明确的情况下，货车销量难有趋势性的提升。

图 8：近一年来中重卡月度销量



资料来源：中原证券，CAAM

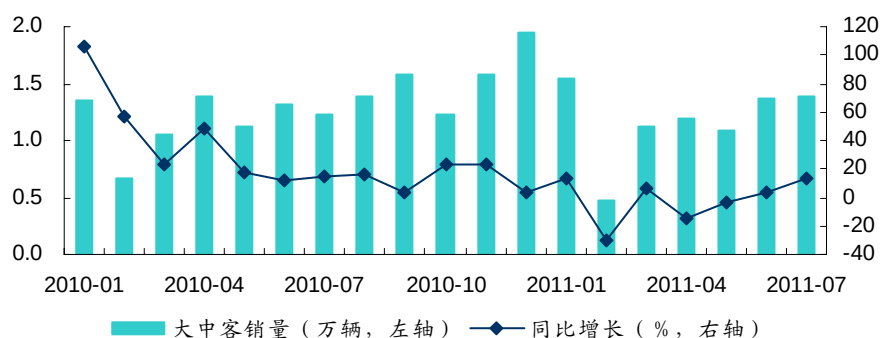
图 9：近一年来轻微卡月度销量



资料来源：中原证券，CAAM

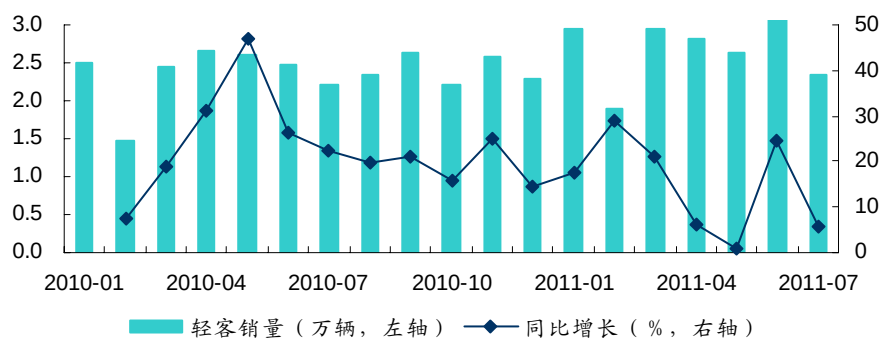
大中客表现稳定。7月大中客销量为1.39万辆，环比上升1.96%，同比增长13.87%。轻客销量为2.33万辆，环比下降24.18%，同比增长5.57%。相比较来说，客车表现优于货车。

图 10：近一年来大中客月度销量



资料来源：中原证券，CAAM

图 11: 近一年来轻客月度销量

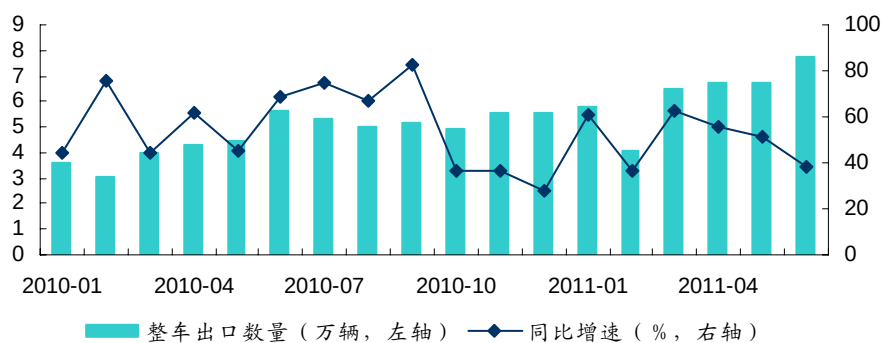


资料来源: 中原证券, CAAM

1.5 出口: 整车出口创三年来新高

整车出口创近三年来新高。据海关统计, 7 月共出口汽车 7.77 万辆, 环比增长 15.46, 同比增长 38.03%, 为近三年来最高值。零部件方面, 7 月出口金额为 43.07 亿美元, 环比增长 3.29%, 同比增长 19.91%。相比来说整车出口表现更为出色, 零部件出口表现更多的是稳步增长。

图 12: 近一年来整车出口数量与增速



资料来源: 中原证券, CAAM

2. 行业动态

2.1 国税总局拟修订《车辆购置税征收管理办法》

近日，国家税务总局起草了《车辆购置税征收管理办法》修订稿初稿。其中，涉及对购车款之外的增配费、装饰美容费、加价费统一开票征税的问题。但在修订稿说明中又称，此举并不意味着对加价售车是否违法予以肯定或否定。

简评：本次国税总局修改办法，拟将购车款之外的加价费等费用纳入计税依据，从而提高了车辆购置税税收。这将造成消费者购置成本的提高，但在一定程度上加以规避。总体来说，对于整体市场销量而言影响不大。

2.2 节能产品补贴政策门槛或将提高

近日，相关部门将对节能汽车补贴政策做出修改的消息不断传出，据称新政将提高准入门槛，将油耗的基数标准从 6.9L 以下提高至 6.2 升以内。

简评：节能产品补贴政策对汽车销量提升作用明显。政策出台后，出现部分车型经简单改型以满足补贴标准的现象。补贴政策门槛提高，此类车型很难再获得补贴。由于技术实力更强，合资品牌受益政策更多，而且更有潜力降低油耗。因此如果门槛提高，自主品牌压力更大。行业整体销量也会受到一定影响。

2.3 贵阳出台汽车限购政策

近日贵阳市发布汽车限购令，对新入户的小客车核发专段号牌和普通号牌，以达到控制车流量，成为继北京之后对汽车进行限购的第二个城市。

简评：交通拥堵成为城市的通病。北京限购政策出台后，多地有意向效仿。贵阳已经成为第二个。未来还有第三个、第四个。这将会造成汽车销量的短期波动，也影响长期销量的提升。

2.4 高铁发展战略调整

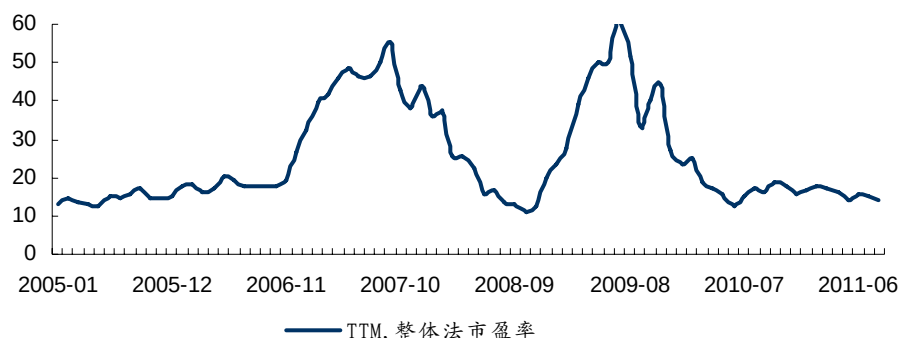
近日国务院召开会议，对高速铁路发展战略进行调整，适当降低新建高速铁路运营初期的速度，对已经批准但尚未开工的铁路建设项目，重新组织系统的安全评估。8月16日零时起，全国铁路开始第一阶段的降速调图，运行速度和数量都有所下降。

简评：7.23 事故，对铁路乘客心理有一定影响，但长期看，铁路出行仍是较好选择。此次高铁发展战略的调整，会使高铁建设有所降速。但另一方面，降速降价挤压公路客运市场。整体看，对公路客运市场的影响尚需要观察。

3. 投资策略

从重点公司相对估值来看，截止 2011 年 8 月 22 日 A 股汽车板块重点公司 2011 - 2012 年动态市盈率分别为 12.53 倍和 10.78 倍，处于历史较低水平。

图 13：2005 年以来汽车与零部件板块市盈率变化趋势



资料来源：中原证券，WIND

目前行业销量增速处于低位，前期已经出现负增长现象。下半年随着去年同比基数的提高（已经去除季节性因素），不排除部分月份再次出现负增长可能。整体看，今年汽车总销量不够乐观，同比去年持平或略高。

从行业盈利能力看，虽然毛利率等指标并没有出现明显的向下趋势，但从具体企业来讲，已经有上市公司出现盈利能力和净利润下滑现象。如果后期行业销量增速较长时期得不到提升，那么行业盈利能力下降在所难免。

实际上前面所说的部分企业净利润下滑正是反映了销量结构变化的情况，不同细分行业的景气变化和竞争结构变化，使得行业公司出现分化。其中狭义乘用车和客车表现较好，而货车和交叉乘用车表现较差。

我们维持行业“同步大市”评级。建议重点关注轿车、客车、SUV 等相对稳定增长的细分行业。在主题投资机会方面，建议关注并购重组、政策或行业标准调整、外延式增长等投资机会。另外我们仍长期看好汽车服务业的发展潜力。对于货车行业，根据宏观政策和经济走向调整投资策略。

建议关注重点公司：上海汽车、华域汽车、一汽富维等。

风险提示：（1）政策调整；（2）汽车销量出乎预期；（3）汽车和原材料价格大幅波动；（4）海外市场贸易保护主义加剧。

表 3: 重点公司估值分析表

单位: 元、倍

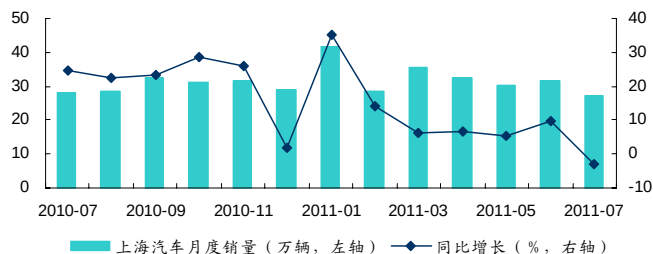
板块	公司	基本每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		2010A	2011E	2012E			2010A	2011E	2012E		
乘用车	一汽轿车	1.14	1.02	1.12	5.55	12.32	10.78	12.08	11.00	2.22	观望
	上海汽车	1.49	1.89	2.11	7.65	15.30	10.27	8.10	7.25	2.00	增持
	江淮汽车	0.90	0.95	1.13	4.35	8.29	9.21	8.73	7.34	1.91	增持
	长安汽车	0.42	0.42	0.45	3.06	4.25	10.12	10.12	9.44	1.39	观望
	平均						10.10	9.76	8.76	1.88	
商用车	中国重汽	1.60	1.28	1.52	8.54	15.94	9.96	12.45	10.49	1.87	观望
	江铃汽车	1.98	2.02	2.24	7.56	22.48	11.35	11.13	10.04	2.97	增持
	福田汽车	0.78	0.70	0.75	4.04	7.93	10.16	11.33	10.57	1.96	观望
	平均						10.49	11.64	10.37	2.27	
零部件	宁波华翔	0.77	0.77	0.87	4.86	11.01	14.30	14.30	12.66	2.27	增持
	万里扬	0.88	0.80	1.05	10.68	27.15	30.85	33.93	25.86	2.54	观望
	威孚高科	2.36	2.65	3.02	7.75	35.01	14.83	13.21	11.59	4.52	观望
	潍柴动力	4.07	4.36	4.71	12.20	39.77	9.77	9.12	8.44	3.26	观望
	福耀玻璃	0.89	0.85	0.96	2.75	9.12	10.25	10.73	9.50	3.32	观望
	华域汽车	0.97	1.16	1.32	5.97	9.90	10.17	8.53	7.50	1.66	增持
	一汽富维	2.70	2.88	3.25	10.88	26.19	9.70	9.09	8.06	2.41	增持
	银轮股份	1.31	1.15	1.46	6.69	18.68	14.26	16.24	12.79	2.79	观望
销售与服务	平均						14.27	14.39	12.05	2.85	
	物产中大	0.76	0.98	1.12	5.01	11.19	14.72	11.42	9.99	2.23	增持
	平均		0.98	1.12	5.01	11.19	14.72	11.42	9.99	2.23	
平均							12.54	12.53	10.78	2.46	

注: 股价为 2011 年 8 月 22 日收盘价

资料来源: 中原证券研究所

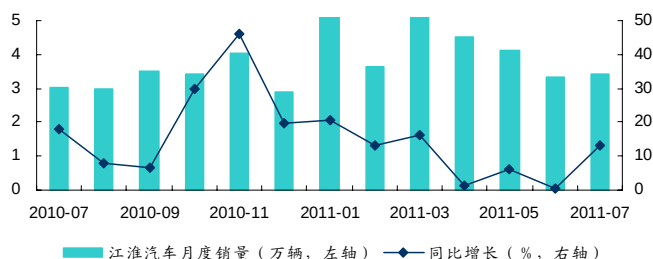
4. 附录

图 14: 上海汽车月度销量与同比增速



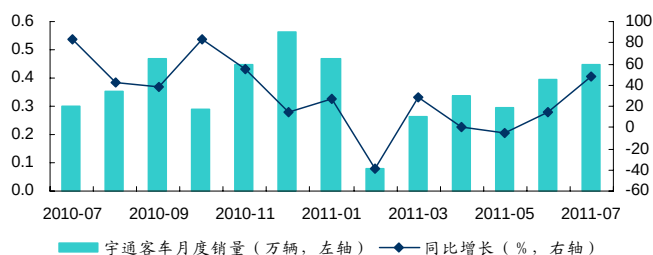
资料来源：中原证券，公司资料

图 16: 江淮汽车月度销量与同比增速



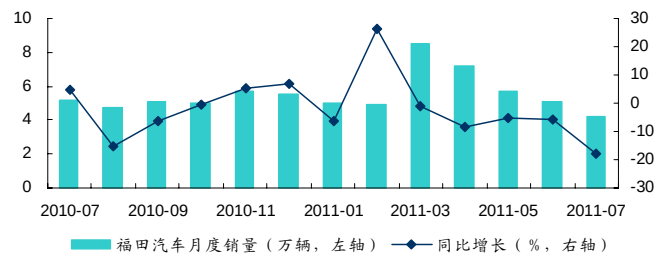
资料来源：中原证券，公司资料

图 18: 宇通客车月度销量与同比增速



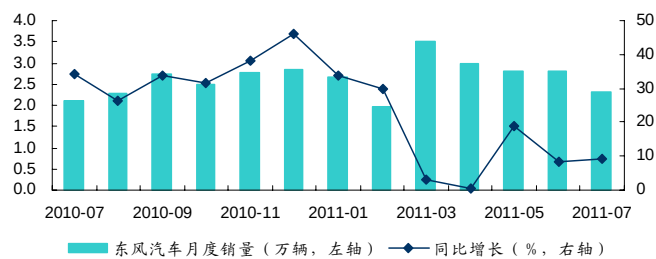
资料来源：中原证券，公司资料

图 15: 福田汽车月度销量与同比增速



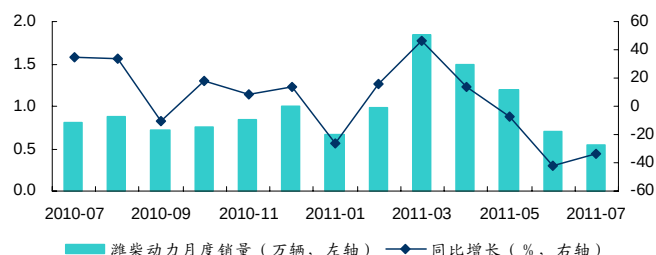
资料来源：中原证券，公司资料

图 17: 东风汽车月度销量与同比增速



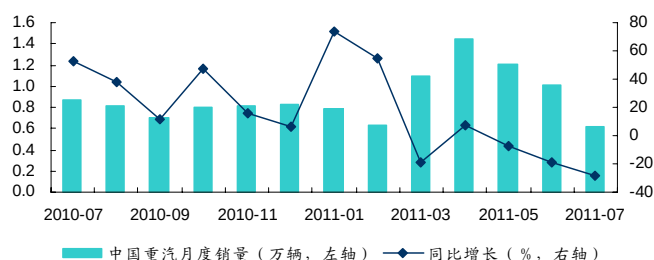
资料来源：中原证券，公司资料

图 19: 潍柴动力月度销量与同比增速



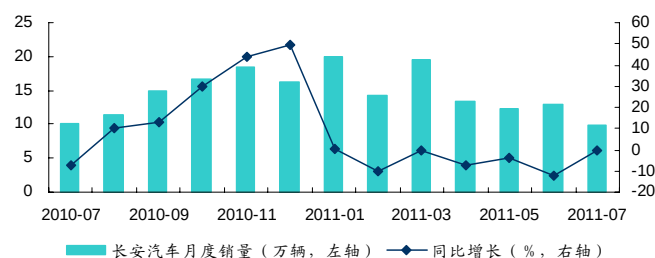
资料来源：中原证券，CAAM

图 20: 中国重汽月度销量与同比增速



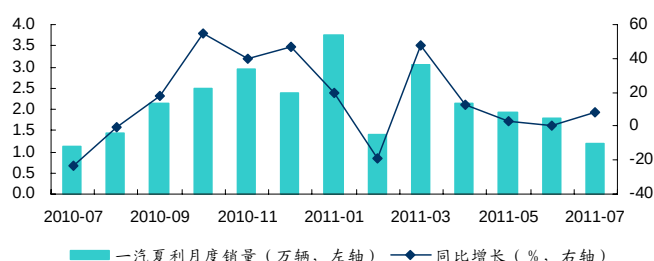
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 21: 长安汽车月度销量与同比增速



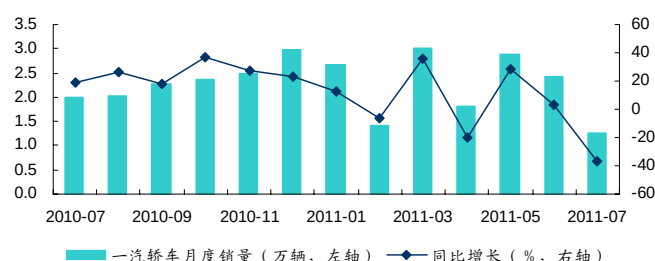
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 22: 一汽夏利月度销量与同比增速



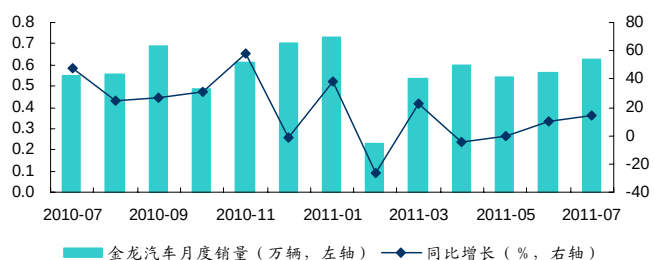
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 23: 一汽轿车月度销量与同比增速



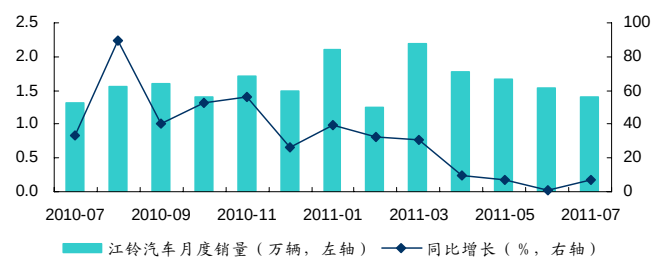
资料来源: 中原证券, CAAM

图 24: 金龙汽车月度销量与同比增速



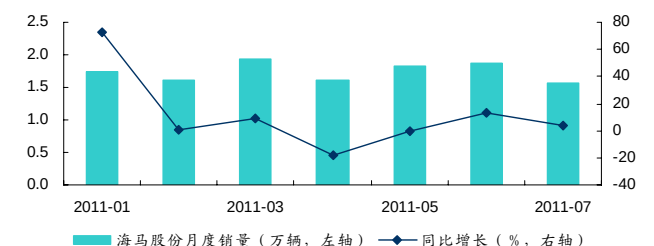
资料来源: 中原证券, CAAM

图 25: 江铃汽车月度销量与同比增速



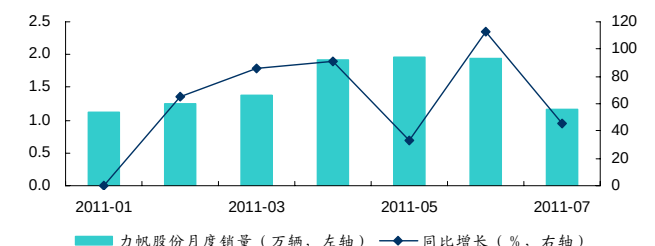
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 26: 海马股份月度销量与同比增速



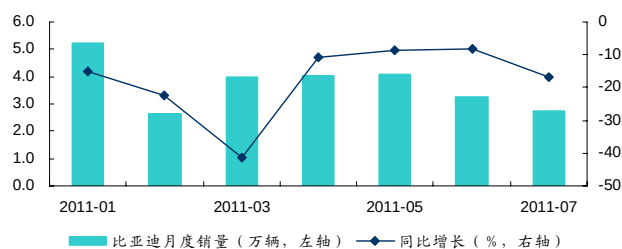
资料来源: 中原证券, CAAM

图 27: 力帆股份月度销量与同比增速



资料来源: 中原证券, CAAM

图 28: 比亚迪月度销量与同比增速



资料来源: 中原证券, CAAM

注: 部分企业销量数据统计口径不完全对应于上市公司, 基础数据来源于汽车工业协会与公司资料, 仅供参考

图 29: 钢材价格综合指数



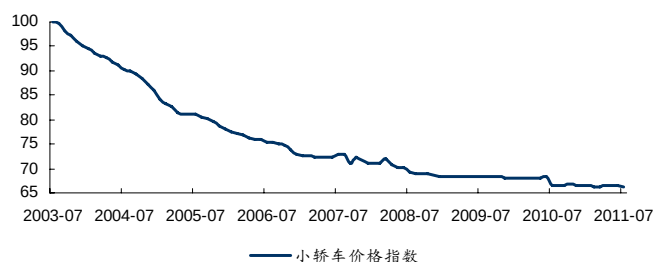
资料来源: 我的钢铁网

图 30: 沪铝期货平均价格



资料来源: 中原证券, WIND

图 31: 流通环节小轿车价格指数



资料来源: 中原证券, WIND

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。