

我们为什么这个时点推荐汽车？

行业深度研究

◆2011年政策“砸坑” 未来成长无忧

2010年汽车下乡、以旧换新、购置税优惠政策分别惠及车辆333万辆、46万辆和1024万辆，补贴资金约共计273亿元，年初政策退出是今年行业销量低迷的主因；同时北京市限购减少销量50多万辆，降低行业增速3个百分点；贯穿全年的宏观经济调控消减了汽车尤其是商用车需求增长。上述因素决定2011年汽车行业必定是一个“小年”。

长期看汽车需求增长的核心因素未变：居民收入增长，保有量偏低。短期制约因素是部分城市道路拥堵，从日本、韩国的发展经验来看，最终解决这个问题还要依靠城市规划改进、公共交通建设以及用车习惯的改变，当然在这个过程中汽车销量也出现小幅降速。通过分析，我们认为中国汽车销量增速将从过去10年的CAGR24%这一增速降至未来5年CAGR15%。

◆实际需求8月份开始好转 政策影响10月或11月增速探底

从市场需求来看，CPI在7月份见顶之后，汽车需求酝酿回升，回升的触发条件将是宏观经济调控止步直至放松。怀着需求将好转的判断，我们8月份中旬进行了终端调研，调研数据印证了我们的判断。

根据媒体报道，10月1日节能车补贴门槛将提高，那么会在一定程度上引起9月份小排量车的提前消费；预计将导致10月、11月份汽车销量的零增长，考虑到基数因素12月份销量增速开始明显提升。

◆产能扩张有限 乘用车不存在价格战基础

经过我们测算，乘用车2012年产能扩张速度为15.5%，但需求增速也在15%左右，因此产能利用率维持大致不变。其中自主品牌新增工厂大部分推迟，产能利用率有所上升；合资品牌产能释放21%，但需求增长较快，产能利用率仍维持在高位。目前，资本市场担忧汽车市场会出现一轮价格战。为此，我们专门草根调研了南昌、保定、石家庄、唐山等地，详细了解了当地汽车价格情况。仅日系车有促销且未有扩大趋势，大众、起亚等品牌基本无促销。我们的判断是市场上不存在价格战也不存在价格战的理论基础。

◆行业估值明显偏低 有望开始跑赢大盘

汽车行业当前的PB为2.4倍，低于历史均值18%；PE为12倍，约为历史均值的一半。相比于周期类的机械、家电和煤炭和消费类的纺织服装、医疗保健行业，汽车股无论PB还是PE都存在低估。也就是说，从估值上看汽车行业不应再跑输这些行业。

◆6个月上升空间40% 维持“买入”评级

我们认为，当前是市场最为悲观的时期。这个时点来看，汽车行业不存在跑输大盘的基本面和估值基础；如果跑输大盘，就是市场在犯错，就是很好的买点。我们对汽车行业的股价持乐观态度，3个月内空间15-20%，未来6个月上升空间为40%，其中20%为2012年业绩上升20%所带来的股价提升，另外20%为行业预期好转估值提升。

建议关注中高端轿车公司悦达投资、上海汽车；重卡核心零部件企业潍柴动力、威孚高科；城市物流车企业江铃汽车；大中客车宇通客车；中小零部件公司星宇股份、中原内配、远东传动。

敬请参阅最后一页特别声明

买入（维持）

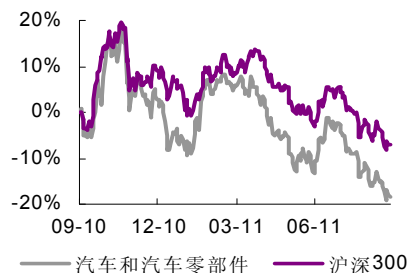
汽车行业高级分析师

于特 (执业证书编号：S0930510120015)

021-22169158

yute@ebcn.com

行业与上证指数对比图



相关研报

我们开始变积极了！

.....2011-08-14

多重因素制约反弹高度

.....2011-06-07

短期需求压力大 机会在6月份

.....2011-05-11

证券 代码	公司 名称	股价	EPS			PE			投资 评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	
600805	悦达投资	14.00	1.01	1.69	2.15	13.8	8.3	6.5	买入
600104	上海汽车	14.88	1.49	1.77	2.23	10.0	8.4	6.7	买入
600741	华域汽车	9.75	0.97	1.24	1.54	10.0	7.8	6.3	买入
000550	江铃汽车	20.01	1.98	2.32	2.90	10.1	8.6	6.9	买入
600066	宇通客车	19.63	1.65	1.93	2.26	12.0	10.2	8.7	买入
600660	福耀玻璃	8.96	0.89	0.87	0.95	10.0	10.3	9.4	买入
000338	潍柴动力	40.28	4.07	3.97	5.17	9.9	10.2	7.8	买入
002406	远东传动	15.59	0.66	0.91	1.19	23.6	17.1	13.1	买入
002448	中原内配	31.15	1.13	1.72	2.30	27.7	18.1	13.5	买入
601799	星宇股份	18.63	0.58	0.92	1.33	32.3	20.3	14.0	买入

投资要件

关键假设

- 1、2011 年中国汽车销量增长 3%
- 2、2012 年中国汽车销量增长 12-15%
- 3、2012 年汽车行业利润增速达到 20%
- 4、调整后的节能车补贴政策 2011 年 10 月 1 日实施
- 5、2012 年摇号限购的一线城市不超过 3 个
- 6、通胀水平保持稳定并小幅回落
- 7、宏观经济未出现剧烈波动

我们区别于市场的观点

关于 2012 年汽车行业销量增速问题。市场部分投资者认为 2012 年汽车销量增速依然如同 2011 年，增速在 3-5%，导致这一现象的主要原因是节能车补贴标准提高。我们认为，2011 年汽车销量是典型的政策退出和北京限购砸出的政策坑，2012 年虽有节能车补贴门槛提高这一政策影响，但影响远不能同 2011 年相比。通过借鉴国际发展经验，我们判断 2012 年汽车销量增速应该在 12-15%。

关于终端市场是否存在价格战问题。目前市场上悲观的投资者认为日系车降价势必导致整个轿车市场价格体系瓦解，企业盈利能力出现下降，证明的主要依据是北京、上海地区汽车降价幅度较大。我们为此专门调研了南昌、保定、石家庄、唐山、太原等城市，发现日系车在 6-7 月复产之后确有一定的降价，但 8-9 月并未有扩大趋势，而大众、通用、悦达起亚等品牌并未受到日系车降价的影响而促销。我们认为一方面是这些企业产能利用率比较高，另一方面是由于品牌差异有扩大化趋势。对于北京、上海市场降价，我们认为这两个城市一个摇号一个拍卖牌照，已经不具有市场化性质，不能代表全国。

对盈利能力的判断。市场有一种观点认为汽车行业盈利水平依然较高，未来将出现下降。我们认为，盈利能力上升还是下降需要一些条件的改变。我们认为，经过前期不利因素的释放，未来一段时间没有可以导致盈利水平下降的因素。

对销量变化趋势的敏感程度。8 月中旬我们进行了大量的草根调研，发现终端需求已经开始变好，并发布报告《我们开始变积极了》，提高行业评级至“买入”不过那时市场对比并不敏感，股价继续下行。8 月份协会数据出来之后，汽车股并未有所表现，我们认为市场可能已经在犯错。通过我们对终端的观察，9 月份销量将继续改善。

股价上涨的催化因素

- 1、9 月份销量增速继续改善。
- 2、10-11 月份，宏观经济调控政策放松或者有放松的预期。
- 3、12 月份开始的销量增速提升，尤其是 2012 年 2 月份销量增速可能达到 15% 左右。
- 4、2012 年 1 季度汽车行业净利润增速将超过 20%。

风险提示

宏观经济调控力度超出预期风险；经济下滑超出预期风险；欧美债务危机对国内经济冲击超出预期风险；原材料价格上涨超出预期风险；限购城市数量超出预期风险等。

目录

一、短期需求将触底 发展潜力依然巨大.....	5
1.1、刺激政策退出 行业砸出政策“坑”.....	5
1.2、宏观调控告一段落 汽车需求将触底	7
1.3、潜力依然巨大 降速发展更科学.....	8
二、原材料价格回落成行业利好因素	10
三、产能扩张有限 乘用车不存在价格战基础.....	11
3.1、2012 年乘用车产能利用率维持在高位.....	11
3.2、市场上不存在价格战 也不存在价格战理论基础.....	12
四、汽车存在跑赢周期与消费类行业的估值基础	13
4.1、汽车行业处于历史估值之下.....	13
4.2、汽车行业相对于周期类股估值偏低.....	13
4.2、汽车相对于消费类具有低估优势.....	14
五、投资建议.....	14
六、风险提示.....	15

一、短期需求将触底 发展潜力依然巨大

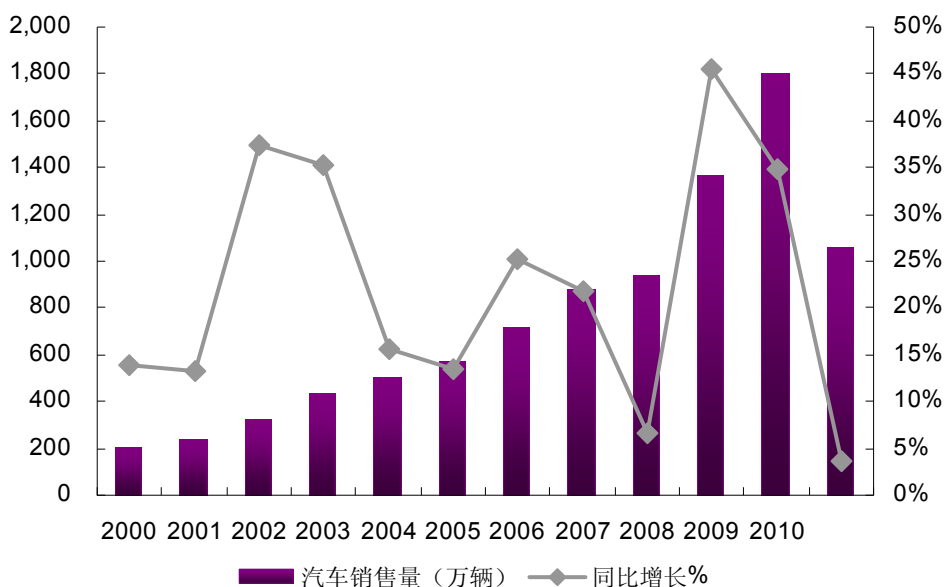
1.1、刺激政策退出 行业砸出政策“坑”

随着居民收入的增长，从 2002-2003 年开始汽车逐渐进入家庭，过去 10 年间国内汽车消费 CAGR 达到 24%。通过分析我们认为中国汽车消费远未饱和，影响汽车消费的基本因素未发生实质变化，即便当前一线城市存在堵车问题，但在未出台限购措施前销量增长尚且稳定。而进入 2011 年，汽车销售情况急转直下，1-7 月份销量增速仅为 3.6%，究其原因主要是汽车消费刺激政策退出、北京限购、日本地震、宏观经济调控等因素影响。

经过我们测算，北京市限购大致影响年销量 50 多万辆，对整个市场销量影响接近 3 个百分点；日本地震仅在 4-6 月份对部分日系厂家的部分车型产生影响，对行业全年增速影响非常有限。

我们认为对 2011 年汽车销量增速影响最为实质的因素为汽车消费刺激政策的退出，其次为几乎贯穿全年的宏观经济调控。

图表 1 2000 年至 2011 年 1-7 月国内汽车生产企业销量情况



资料来源：光大证券整理

2010 年底退出的购置税优惠政策覆盖范围最广，影响面最大。2010 年国内汽车销量中有接近 70% 为 1.6L 及以下排量。以一辆 10 万元轿车计算，按照 10% 税率计算购置税约为 8547 元，按照 7.5% 计算购置税为 6410 元。购置税率提高后消费者需要多支付购置税 2137 元。这一政策退出小排量轿车和微车受影响较大。

汽车下乡主要补贴对象为农民，补贴金额为销售价格的 10%，单车补贴最高不超过 5000 元，补贴的车型主要是轻卡和微客。至 2010 年 12 月底，汽车下乡政策实施 22 个月，汽车补贴 499.69 万辆。受此政策退出影响，轻卡与微客出现连续多月的负增长。

根据商务部数据，2010 年全国办理以旧换新车辆 45.9 万辆，共发放补贴资金 64.1 亿元。

根据最新的媒体报道，现行节能车补贴政策将于 9 月 30 日结束，提高门槛后的补贴政策将于 10 月 1 日实施，符合条件的车型油耗标准将从平均 6.9L/百公里提高至 6.3L/百公里，单车将继续享受 3000 元补贴。根据财政部数据，截止 2011 年 5 月底，节能车补贴 251 万辆，目前每月生产节能车 30 多万辆，据此测算至 9 月底节能车补贴共计 400 万辆左右，补贴资金 120 亿元，与政

策出台时计划补贴金额大致相同。

如果按照平均油耗提升 8.7% 来计算, 已上节能车推广目录的 400 款车型当中, 将有大约 2/3 不符合标准 (274 款), 符合标准的有 1/3 (126 款)。通过比对, 我们发现企业往往将最热销车型的油耗标准提高之后登上推广目录, 也就是说补贴门槛提高之后享受补贴车型的销量将超过原来的 1/3。另外, 门槛提高之后, 企业将加大投入研发, 力求将本次被迫出局的车型重新回归目录。

总的来看, 如果节能车补贴门槛提高, 那么会在一定程度上引起 9 月份小排量车的提前消费; 另外, 可能会导致 10 月、11 月份汽车销量的零或者小幅负增长。6 月份, 市场预期节能车标准提高至平均油耗 6.2L/百公里, 市场对此已经有所预期, 政策正式的出台对股价影响将相当有限。从政策影响的角度看, 2011 年注定是汽车需求的一个“小年”, 2012 年摆脱政策扰动后汽车行业将实现自然增长, 预计销量增速将达到 12-15%。

图表 2 2010 年汽车相关刺激政策补贴情况

	惠及数量	补贴资金
以旧换新	补贴汽车 45.9 万辆	64.1 亿元
汽车下乡	补贴汽车摩托车 1208.47 万辆, 其中汽车 332.69 万辆, 摩托车 875.78 万辆	178.87 亿元
购置税优惠	估计惠及 1024 万辆	估计减免收税 109 亿元
节能惠民工程	2010 年 6 月-2011 年 5 月补贴汽车 251 万辆, 目前每月 30 多万台	计划补贴 120 亿元

资料来源: 财政部 光大证券整理

图表 3 汽车消费刺激政策变动情况

优惠政策	事件	发布时间	起始日期	截止时间	主要内容	政策变化
购置税优惠	出台	2009/1/16	2009/1/20	2009/12/31	购置 1.6 升及以下排量乘用车, 按 5% 的税率征收车辆购置税	去年底取消
	延期	2009/12/9	2010/1/1	2010/12/31	购置 1.6 升及以下排量乘用车, 按 7.5% 的税率征收车辆购置税	
汽车下乡	出台	2009/1/14	2009/3/1	2009/12/31	国家安排 50 亿元, 对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型货车以及购买 1.3 升以下排量的微客, 给予一次性财政补贴	去年底取消
	加强	2009/6/10			将直接购买轻型载货车和总质量 1.8 吨以下的微型载货车纳入补贴范围	
	延期	2010/1/26	2010/1/1	2010/12/31	将汽车下乡政策实施期限由 2009 年 12 月 31 日延长至 2010 年 12 月 31 日, 具体政策和操作方法不变	
以旧换新	出台	2009/5/19	2009/6/1	2010/5/31	符合规定提前报废老旧汽车、“黄标车”并换购新车的, 按以下标准给予补贴: (一) 报废中型载货车, 每辆补贴 6000 元; (二) 报废轻型载货车, 每辆补贴 5000 元; (三) 报废微型载货车, 每辆补贴 4000 元; (四) 报废中型载客车, 每辆补贴 5000 元; (五) 报废小型载客车, 每辆补贴 4000 元; (六) 报废微型载客车, 每辆补贴 3000 元; (七) 报废其他车型, 每辆补贴 6000 元。	去年底取消
	重启	2010/6/25	2010/6/1	2010/12/31	将汽车以旧换新政策实施期限由 2010 年 5 月 31 日延长至 2010 年 12 月 31 日	

节能惠民工程补贴	出台	2010/6/1	2010/6/1	1)对消费者购买节能汽车给予一次性定额补助，补助标准为 3000 元/辆，由生产企业在销售时兑付给购买者。	10 月 1 日提高门槛
				2)节能汽车：发动机排量为 1.6 升及以下，综合燃料消耗量达到第三阶段油耗标准	

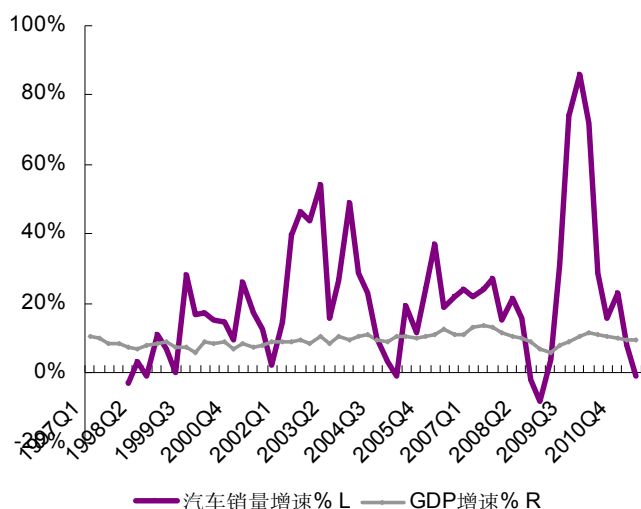
资料来源：光大证券整理

1.2、宏观调控告一段落 汽车需求将触底

短期看，乘用车为典型的耐用消费品，由于单位金额较大而具有较大的宏观经济弹性；而作为生产工具的商用车，相对于乘用车而言具有更大的弹性。中国汽车出口比重非常小，因此汽车需求主要与国内宏观经济运行形势相关。

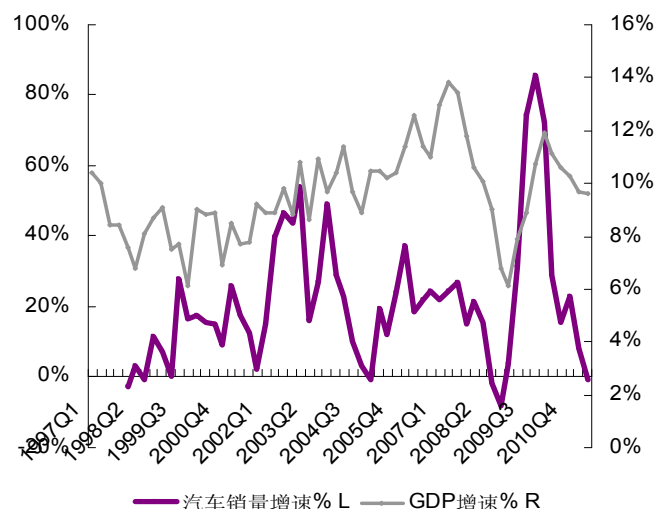
从图表 4 来看，汽车销量增速波动性明显高于 GDP 增速；从图表 5 来看，汽车销量的波动与 GDP 具有一定的同步性，由于汽车行业发展有其自身的规律和其他因素影响，因此不能够完全吻合。从 2010 年第四季度开始，在宏观调控的作用下，GDP 增速出现了一定幅度的向下调整，汽车销量增速也出现了向下的拐点。而本轮经济增速下行，触发因素为宏观经济调控，如果调控止步经济企稳则汽车销量开始回升。

图表 4 汽车销量增速与 GDP 增速单轴对比图



资料来源：国家统计局 中国汽车工业协会

图表 5 汽车销量增速与 GDP 增速两轴对比图



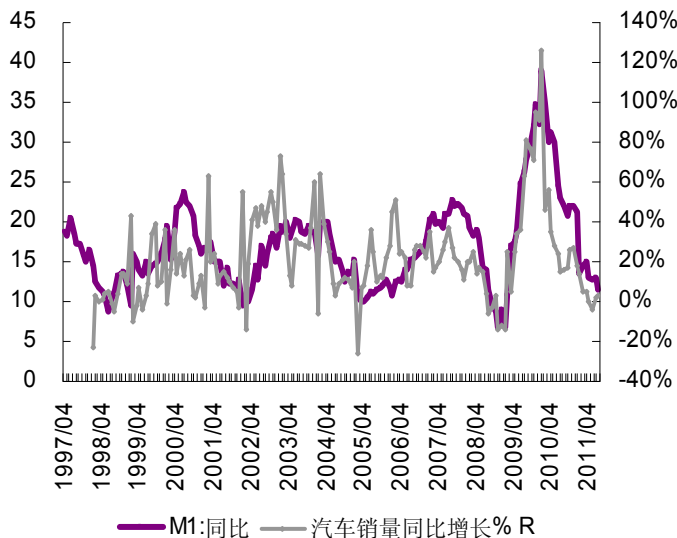
资料来源：国家统计局 中国汽车工业协会

由于 GDP 仅有季度数据，为更精确反映汽车需求与宏观经济变动之间的关系，我们选取了另外一个与宏观经济密切相关并且有逐月公布的数据 M1。从图表 6 中我们可以发现，M1 增速与汽车销量增速之间明显同趋势。我们并不认为两者之间有着绝对的因果关系，更多的是一种同趋势关系，虽然两者之间也存在一定因果关系。比如汽车行业 2010 年占 GDP13%，而居民汽车消费基本上利用存款，购车行为将居民定期存款变为企业活期存款，也就是 M2 变为 M1 的过程；同时，M1 增加说明资金活化，消费活跃经济活跃，汽车消费旺盛。

而我们认为 M1 除了是一个市场变动外，还受到宏观经济调控的影响，而每轮宏观经济调控依据的指标往往是通胀，一般的规律是 CPI 达到 4% 左右时，宏观经济调控加大力度，通胀与汽车销量往往走这样一条逻辑：“通胀—宏观调控—M1 增速回落—汽车销量增速回落”。而当通胀水平得到控制之后，会依循这样一个逻辑变化：“通胀见顶—宏观调控止步—M1 增速回升—汽车销量增速回升”。比较典型的案例就是 2004 年中期，而 2008 年末完全复制这个

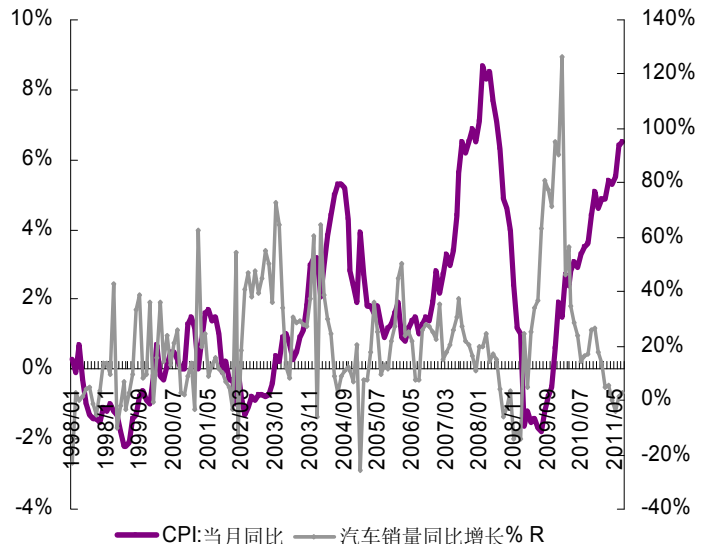
规律主要是因为其下半年经济受到国际金融危机影响失去控制严重下滑。我们认为 2011 与 2004 年有更多相似地方，在 CPI 在 7 月份见顶之后，汽车销量增速将酝酿回升，回升的触发条件将是宏观经济调控止步直至放松。同时考虑到节能车补贴门槛提高将在 10 月 1 日实施，汽车销量增速的低点可能出现在 10 月或者 11 月。

图表 6 汽车销量增速与 M1 增速两轴对比图



资料来源：国家统计局 汽车工业协会

图表 7 汽车销量增速与 CPI 两轴对比图



资料来源：国家统计局 汽车工业协会

1.3、潜力依然巨大 降速发展更科学

在汽车消费刺激政策的作用下,2009 年、2010 年汽车销量高速增长,2010 年销量达到 1800 万辆,几乎是 2008 年的 2 倍。汽车保有量也由 2008 年的 4975 万辆增至 2010 年底的 7802 万辆。此时,全国的一、二线城市出现了不同程度拥堵现象。我们认为这是短期汽车保有量上升与城市规划、公共交通建设以及国人汽车使用习惯之间的矛盾。从日本、韩国等国的发展经验来看,最终解决这个问题还要依靠城市规划改进、公共交通建设以及用车习惯的改变,当然在这个过程中汽车销量也出现小幅降速。

2011 年初,北京正式实施小客车摇号发放号牌,无论有车、无车一族均无反对声音。摇号的方式在短期内抑制住私家车增长,但也产生了影响汽车产业发展进而影响经济发展,降低未购车者福利等负面影响。以北京 2010 年算,千人汽车保有量刚刚超过 200 辆/千人,日本全国千人保有量早已超过 600 辆/千人,东京保有量更是超过这一数字,但东京并未出现北京式交通拥堵。这除东京在城市学校、商业、写字楼、居民区等方面有很好的规划外,公共交通也很发达,东京地铁数量超过 50 条,而北京目前地铁数量屈指可数。另外在中国汽车刚刚进入寻常百姓家,使用成本相对不高,因此使用频率非常高,这就需要相关政策积极引导。

图表 8 日本东京轨道交通示意图



资料来源：互联网公开信息

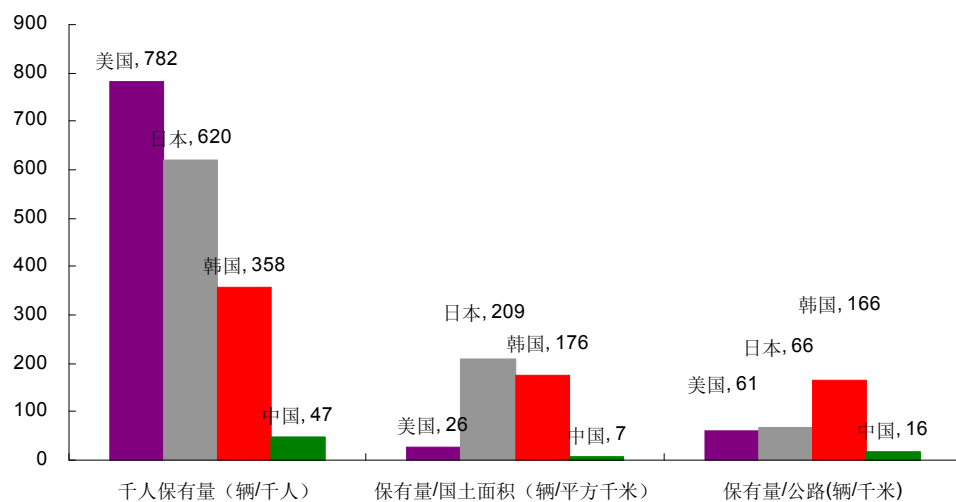
图表 9 中国北京轨道交通示意图



资料来源：互联网公开信息

对比成熟市场，中国汽车发展空间依然巨大。截至 2009 年底，美国/日本/韩国汽车千人保有量依次是中国的 17/13/8 倍，考虑到中国人口数量庞大，千人保有量数据可能不具有说服力。单位国土面积汽车保有量的倍数分别为 4/32/27 倍，单位公路保有量倍数为 4/4/10 倍。取所有倍数中最小值，中国汽车的保有量还有 4 倍空间。

图表 10 美国、日本、韩国、中国各项指标对比



资料来源：CEIC 国家统计局 中国汽车工业信息网

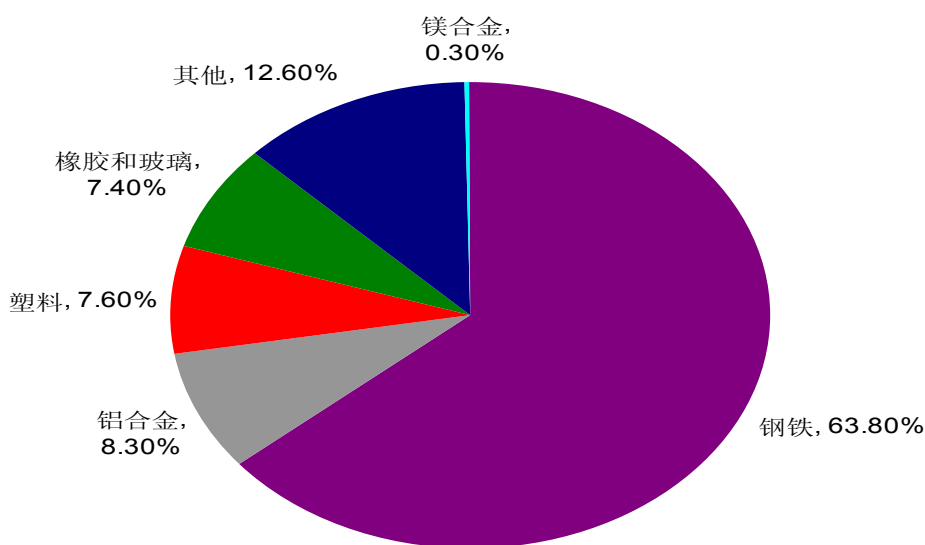
日本 1965 年汽车千人保有量达到 71 辆/千人，1965 年-1969 年汽车销量 CAGR 达到 21%，之前 1961-1965 年 CAGR 为 33%，也就是说增速有一定幅度的下降；韩国 1988 年汽车千人保有量达到 48 辆/千人，与中国 2009 年相近，1983 年-1988 年韩国汽车销量 CAGR 为 24%，1988-1993 年 CAGR 为 19%，也出现增速的下滑，但幅度较小。考虑到中国 2010 年底汽车千人保有量已经达到 58 辆/千人，由此带来的交通拥堵导致的限购政策将导致汽车销量增速下一个台阶，我们认为将从过去 10 年的 CAGR24%这一增速降至未来 5 年 CAGR15%。

二、原材料价格回落成行业利好因素

汽车主要原材料的价格处于不断上涨过程中，同时人力成本也在上升，而消费者感受到的汽车价格不断在下降，汽车企业如何赚取利润？一方面是不不断扩大销售规模，通过降低单车折旧、摊销以及规模化采购、研发来降低成本，另一方面通过不断推出价格相对较高的新车型。而在一个相对较短的时间内新车型占比相对有限，因此销量增长为企业贡献利润最大。

汽车行业中原材料成本占总成本接近 80%，原材料涉及到钢材、橡胶、塑料、有色金属、玻璃等。受到宏观调控影响，2011 年汽车主要原材料价格除橡胶外均未出现大幅上涨，第 2-3 季度出现一定幅度的下降，相对于疲弱的需求来讲，算是一个大利好。

图表 11 汽车主要原材料重量构成



资料来源：光大证券整理

图表 12 天然橡胶价格走势



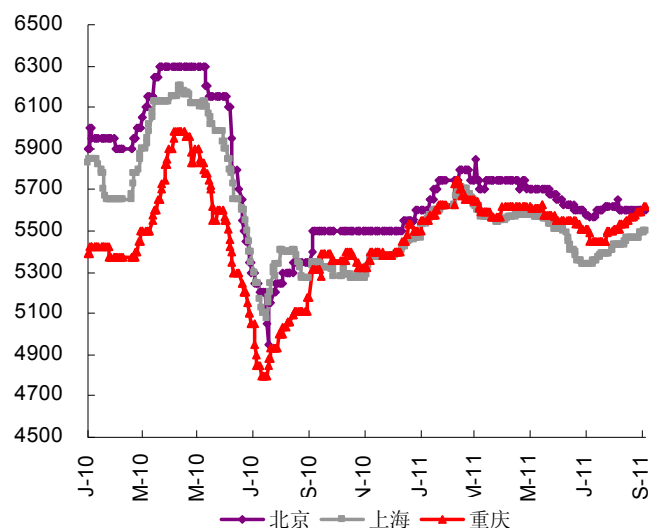
资料来源：wind

图表 13 中国塑料价格指数



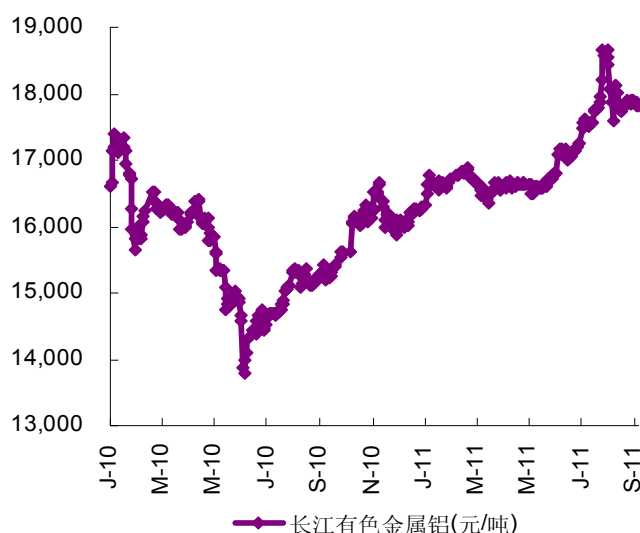
资料来源：wind

图表 14 冷轧 1mm 钢板价格走势



资料来源: wind

图表 15 长江有色金属铝价格走势



资料来源: wind

低毛利率车型原材料弹性更大。汽车行业毛利率水平历年在 14-17% 区间，其中最低的为重卡整车企业 8-10% 左右，中高端轿车企业超过 20%。因此在原材料弹性方面：重卡>轻卡>微车>自主品牌轿车>中高端轿车。

具有核心技术企业原材料弹性较小。在汽车企业中往往具有核心技术的企业往往原材料弹性较小，比如重卡发动机生产企业潍柴动力、高压共轨燃油喷射系统公司威孚高科、具有明显技术与品牌优势的中高端轿车。

三、产能扩张有限 乘用车不存在价格战基础

3.1、2012 年乘用车产能利用率维持在高位

汽车产业中产能是影响盈利的一个重要因素。在产能利用率高时，单位汽车折旧和摊销费用较小，同时不会选择降价促销以提高产能利用率；产能利用率低时，单位汽车折旧和摊销费用会增加，同时厂家往往降价促销提高产能利用率。

2008 年，在金融危机的影响下，汽车销量增速下滑至 6.7%，汽车企业对市场一片悲观，原计划的产能扩张计划纷纷推迟。2009 年在汽车产业刺激政策作用下，汽车销量大幅增长 46%，普遍超出业内预期。由于自主品牌受政策刺激影响较大，销量增速超越行业，此时自主品牌企业出现了产能扩张冲动，以比亚迪、奇瑞、吉利为代表的自主品牌企业大幅提高 2010 年销量目标，同时提出大规模产能扩张计划。但市场风云变化，经过政策刺激之后自主品牌市场出现疲软，原定的产能扩张计划大量被推迟，但据我们测算，至 2010 年底自主品牌产能扩张仍然超过 28%，自主品牌产能已经严重过剩，其产能利用仅为其宣布的 50% 左右。我们认为，自主品牌一方面未经过 2004 年、2005 年产能扩张带来行业风险的洗礼，另一方面自主品牌往往拿出庞大的产能计划来吸引地方政策，从中拿到土地和税收等支持政策，实际的产能可能比宣布的产能低很多。

2010 年，汽车企业销量仍增长 32%，许多合资企业产能利用率超过 100%，扩充产能成为当务之急。上海大众、上海通用、一汽大众、北京奔驰等纷纷扩产，经过 2 年建设，预计 2012-2013 年产能将逐渐释放。经测算，2012 年合资品牌产能增速为 21%。

经过我们测算，乘用车 2012 年产能扩张速度为 15.5%，但需求也维持在 15% 左右，因此产能利用率维持大致不变。其中自主品牌 2012 年新增工厂大部分推迟，因此产能利用率有所上升；合资品牌 2012 年产能释放 21%，但由于需求增长较快，产能利用率维持在高位。

图表 16 乘用车产能利用率情况

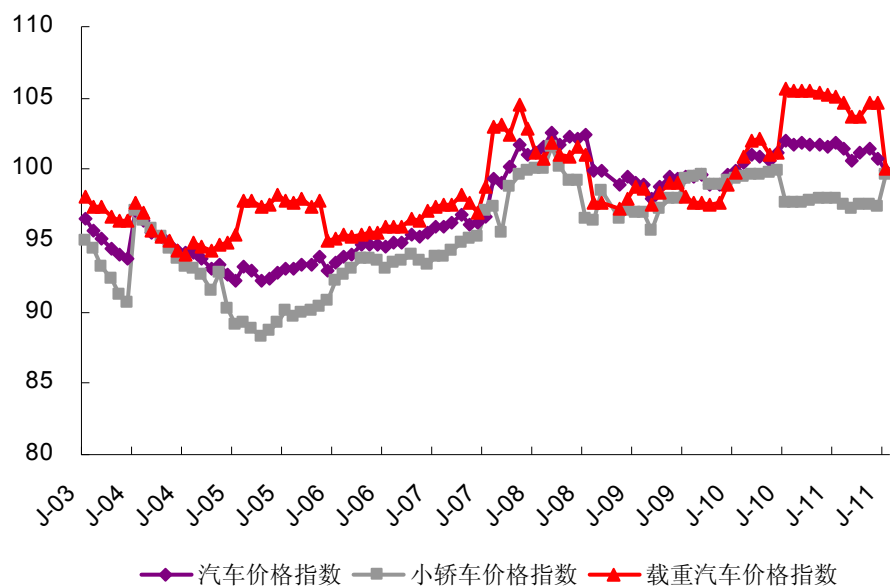
	销量 (万辆)		销量增速%		产能(万辆)		产能增速%		产能利用率%	
	2011E	2012E	2011E	2012E	2011A	2012E	2011A	2012E	2011E	2012E
乘用车	1,618	1,863	6.6%	15.2%	1,764	2,037	12.0%	15.5%	91.7%	91.5%
狭义乘用车 (轿车+SUV)	1,195	1,375	10.5%	15.1%	1,448	1,632	11.0%	13.7%	82.5%	84.3%
交叉乘用车	219	236	-12.3%	8.0%	316	391	16.6%	23.8%	69.3%	60.4%
自主品牌 (轿车+SUV)	360	390	6.1%	8.4%	708	738	16.1%	4.2%	50.9%	52.9%
合资品牌 (轿车+SUV)	835	985	12.5%	18.0%	740	894	6.8%	20.8%	112.8%	110.2%

资料来源：光大证券预测

3.2、市场上不存在价格战 也不存在价格战理论基础

目前，资本市场较为担忧汽车的价格走势，部分投资者认为随着合资品牌产能的释放，会出现一轮价格战。为此，我们专门草根调研了南昌、保定、石家庄、唐山等地，详细了解了当地汽车价格情况。仅有日本品牌为弥补受地震影响而带来的损失而有所促销，并且促销幅度从 6-7 月复产以来一直维持稳定，并未有扩大趋势，同时大众、起亚等品牌并未受到日系车促销的影响。我们的调研结论是当前市场上不存在价格战，并且从产能利用率上分析合资品牌也不存在降价的条件。

图表 17 汽车价格指数



资料来源：中国汽车流通协会

四、汽车存在跑赢周期与消费类行业的估值基础

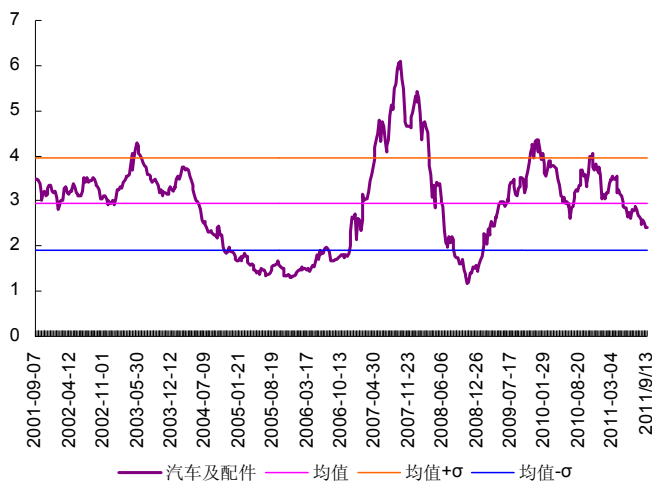
4.1、汽车行业处于历史估值之下

汽车行业 PB（整体法，按照最新报告期净资产计算）历史最高点为 6.1 倍，出现在 2007 年 9 月；历史最低点为 1.2 倍，出现在 2008 年 11 月；2001 年-2011 年 9 月 PB 算术平均值为 2.94 倍。当前汽车行业的 PB 为 2.4 倍，已经低于均值 18%。

汽车行业 PE（整体法，按照当年年报 EPS 计算，2011 年按照上半年*2 计算）历史高点为 2008 年 1 月份的 70 倍；最低点为 2009 年 1 月份 8.4 的 8.4 倍。（由于计算方法的原因，2009 年全年汽车行业受政策刺激，行业利润大幅增长，按照实时股价计算，2009 年出现了行业 PE 的低点。如果按照当期的损益计算，行业 PE 的低点应该出现在 2008 年 4 季度，龙头公司 PE 大概也是 8 倍。）2001 年-2011 年 9 月行业 PE 算术平均数为 22.8 倍，当前汽车行业的 PE 为 12 倍，约为历史均值的一半。

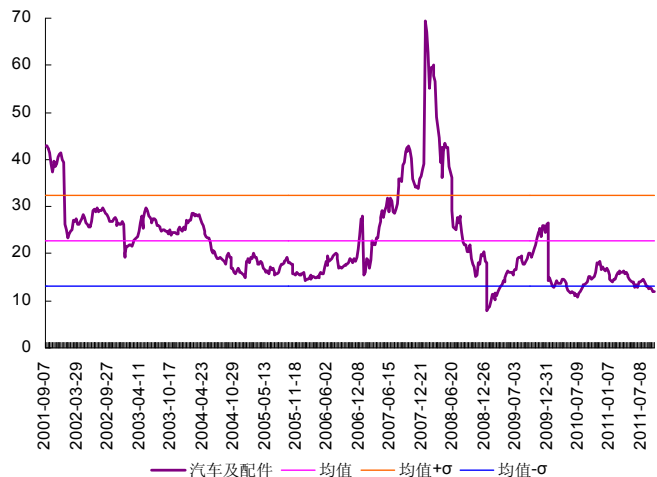
汽车行业的 PB 已经低于历史均值 18%，PE 约为历史均值的一半，考虑到汽车需求即将触底，同时成本有所回落，产能压力不大不存在价格战。我们认为，汽车行业估值进一步下滑的空间不大。

图表 18 汽车及配件行业 PB 历史走势（倍）



资料来源：WIND

图表 19 汽车及配件行业历史 PE 走势（倍）



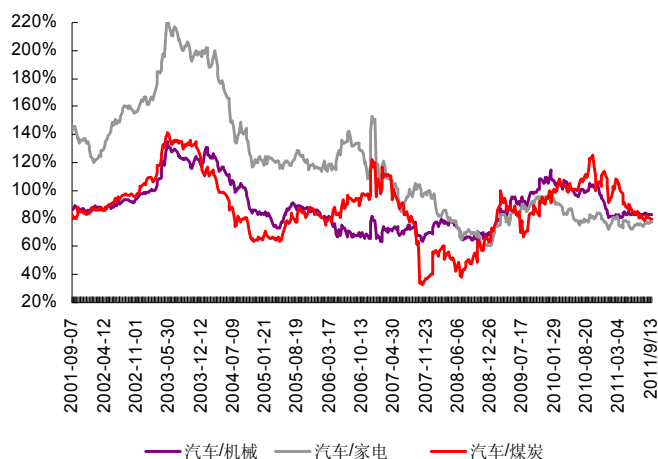
资料来源：WIND

4.2、汽车行业相对于周期类股估值偏低

2001 年 9 月-2011 年 9 月，汽车行业与机械、家电、煤炭的 PB 估值的比值的均值分别为 0.89 倍、1.18 倍和 0.89 倍，当前比值为 0.82 倍、0.77 倍和 0.8 倍。2001 年 9 月-2011 年 9 月，汽车行业与机械、家电、煤炭的 PE 估值的比值的均值分别为 1 倍、1.09 倍和 0.99 倍，当前比值为 0.74 倍、0.83 倍和 1.16 倍。

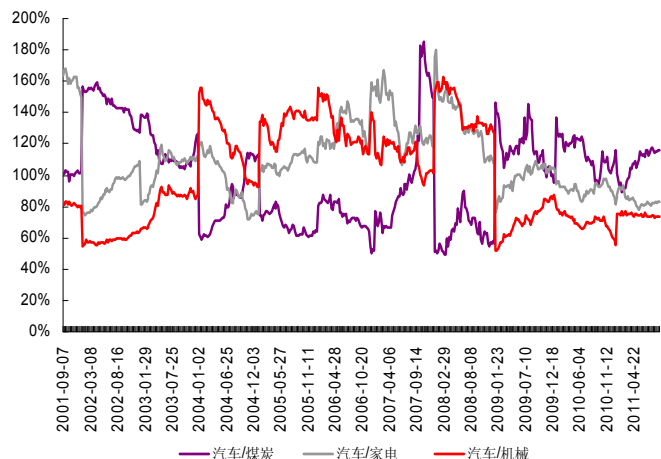
从数据上来看，相比于机械、家电和煤炭行业，汽车行业当前估值明显偏低。从这个角度看，即使大盘继续下跌，汽车股也有可能跑赢周期性明显的机械、家电和煤炭行业。

图表 20 汽车与机械、家电、煤炭行业 PB 比较(倍)



资料来源: WIND

图表 21 汽车与机械、家电、煤炭行业 PE 比较(倍)



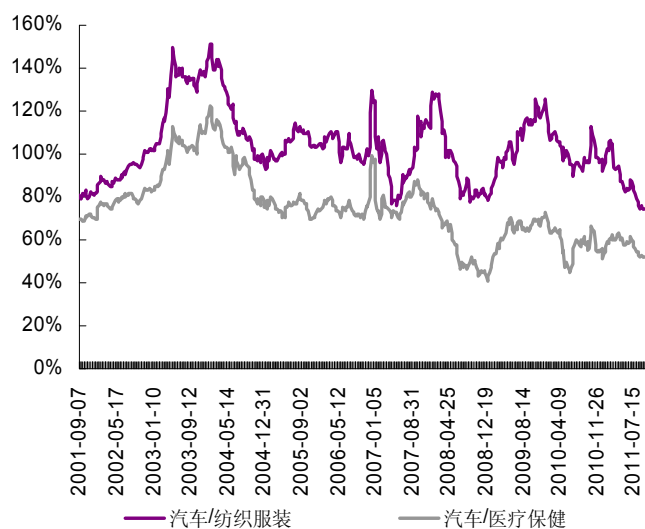
资料来源: WIND

4.2、汽车相对于消费类具有低估优势

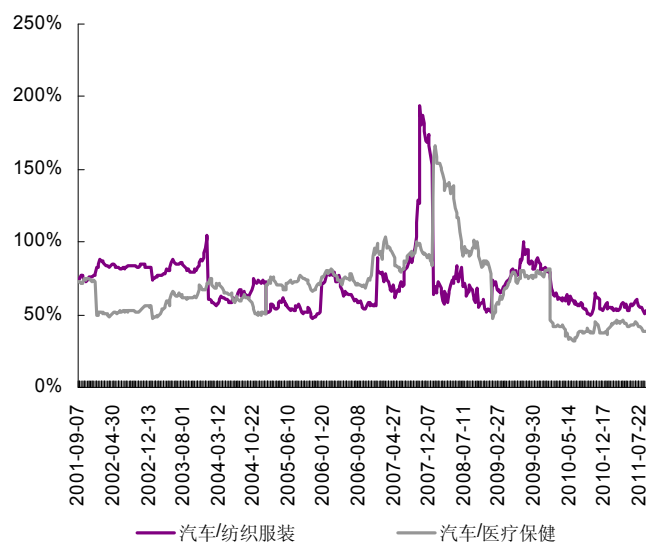
2001 年 9 月-2011 年 9 月, 汽车行业与纺织服装、医疗保健行业的 PB 比值的均值分别为 1.03 倍、0.75 倍, 当前比值为 0.74 倍、0.52 倍。2001 年 9 月-2011 年 9 月, 汽车行业与纺织服装、医疗保健行业的 PE 比值的均值分别为 0.72 倍、0.69 倍, 当前比值为 0.52 倍、0.39 倍。

从与消费类的纺织服装、医疗保健行业的比较看, 汽车行业估值明显偏低, 存在跑赢非周期性行业的估值基础。

图表 22 汽车行业与纺织、医疗保健行业 PB 比较 (倍) 图表 23 汽车行业与纺织、医疗保健行业 PE 比较 (倍)



资料来源: WIND



资料来源: WIND

五、投资建议

2011 年是汽车行业一个明确的“小年”, 年初刺激政策退出、北京限购, 3 月-6 月受到日本地震冲击, 同时严厉的宏观调控也削弱汽车尤其是商用车的需求。近期, 汽车行业踏过半年报“地雷”, 又要面临节能车门槛的提高。假定 10 月初节能车补门槛提高, 则汽车销量增速将于 10 月或者 11 月份触底。我们认为, 当前是市场最为悲观的时期。

经过近期的大幅下跌，市场已经忽视了隐含存在的利好因素：8 月份汽车销量增速已经有所回升，意味着终端实际需求已经开始好转；近期原材料价格已经出现了一定幅度的下跌；2012 年行业将以 12-15% 的增速增长，利润增速有望达到 20%；行业 PB 低于历史平均值 18%，PE 为历史均值的一半；相对于周期性机械、煤炭、家电和消费类的纺织服装、医疗保健都存在估值优势。

我们认为，从现在这个时点来看，汽车行业不存在跑输大盘的基本面和估值基础；如果接下来汽车行业跑输大盘，就是市场在犯错，就是很好的买点。我们对汽车行业的股价持乐观态度，未来 6 个月上升空间为 40%，其中 20% 为 2012 年业绩上升 20% 所带来的股价提升，另外 20% 预期转好，行业估值的提升。

另外，我们不认为近 1-2 个月内存在股价大幅上升的基本面刺激因素，因为 10 月 1 日节能车补贴门槛提高之后，10 月、11 月份销量增速将触底；需求明显好转将在 12 月份，因 2010 年 12 月份有订单转移到 2011 年 1 月份，因此去年 12 月份的基数较低；行业销量明显好转将在 2012 年 2 月份，预计增速在 12-15% 左右。

子行业及个股推荐：建议关注受节能车补贴门槛提高影响较小，并且受益于更新需求增长的中高端轿车公司悦达投资、上海汽车；物流重卡运力过剩，市场需求年底前很难大幅改善，但重卡终端需求已在底部，考虑到整车企业 3 季度促销力度较大，建议提前布局核心零部件企业潍柴动力、威孚高科；受到中小企业资金面偏紧因素影响，江铃汽车 8 月份销量低于预期，但我们认为中小企业经营已经处于最差时点，我们长期看好江铃汽车的发展，建议底部重点关注；大中客车行业建议关注宇通客车；另外，收入增长较快，未来市场份额存在不断上升的中小零部件公司星宇股份、中原内配、远东传动也是我们近期重点推荐品种。

六、风险提示

宏观经济调控力度超出预期风险；经济下滑超出预期风险；欧美债务危机对国内经济冲击超出预期风险；原材料价格上涨超出预期风险；限购城市数量超出预期风险等。

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					10A	11E	12E	10A	11E	12E	10A	11E	12E	上次	本次
600805	悦达投资	708	14.00	20.40	1.01	1.69	2.15	13.8	8.3	6.5	4.52	3.02	2.12	买入	买入
600104	上海汽车	8521	14.88	26.27	1.49	1.77	2.23	10.0	8.4	6.7	2.08	1.70	1.39	买入	买入
600741	华域汽车	1473	9.75	14.88	0.97	1.24	1.54	10.0	7.8	6.3	1.74	1.47	1.26	买入	买入
000550	江铃汽车	516	20.01	42.49	1.98	2.32	2.90	10.1	8.6	6.9	2.82	2.32	1.89	买入	买入
000338	潍柴动力	691	40.28	72.33	4.07	3.97	5.17	9.9	10.2	7.8	3.62	2.59	1.99	买入	买入
601799	星宇股份	60	18.63	31.47	0.58	0.92	1.33	32.3	20.3	14.0	10.67	2.35	2.04	买入	买入
002406	远东传动	114	15.59	22.00	0.66	0.91	1.19	23.6	17.1	13.1	2.39	2.19	1.87	买入	买入
002448	中原内配	62	31.15	43.00	1.13	1.72	2.30	27.7	18.1	13.5	3.24	2.80	2.32	买入	买入
600660	福耀玻璃	1863	8.96	13.16	0.89	0.87	0.95	10.0	10.3	9.4	3.07	2.79	2.46	买入	增持
000927	一汽夏利	1595	7.86	8.96	0.19	0.22	0.35	41.8	35.2	22.4	3.48	3.12	2.82	增持	增持
000951	中国重汽	419	15.78	17.0	1.60	1.35	1.85	9.8	11.7	8.5	1.90	1.68	1.43	增持	增持
002283	天润曲轴	233	13.54	16.50	0.40	0.51	0.69	34.2	26.8	19.8	4.44	2.51	2.24	增持	增持
002510	天汽模	52	15.82	20.88	0.40	0.60	0.81	39.4	26.5	19.6	2.52	2.31	2.12	增持	增持
002536	西泵股份	24	25.08	30.00	0.92	1.24	1.83	27.2	20.3	13.7	7.83	1.96	1.71	增持	增持
300100	双林股份	50	17.15	25.00	0.74	1.00	1.34	23.1	17.2	12.8	3.02	2.70	2.29	增持	买入
600006	东风汽车	2000	3.80	4.5	0.29	0.28	0.37	13.3	13.7	10.3	1.29	1.22	1.12	增持	增持
600081	东风科技	314	10.34	10.68	0.52	0.60	0.72	19.8	17.2	14.4	6.18	4.81	3.93	增持	增持
600166	福田汽车	1372	7.79	9.60	0.78	0.67	0.80	10.0	11.7	9.7	2.04	1.79	1.55	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

分析师声明

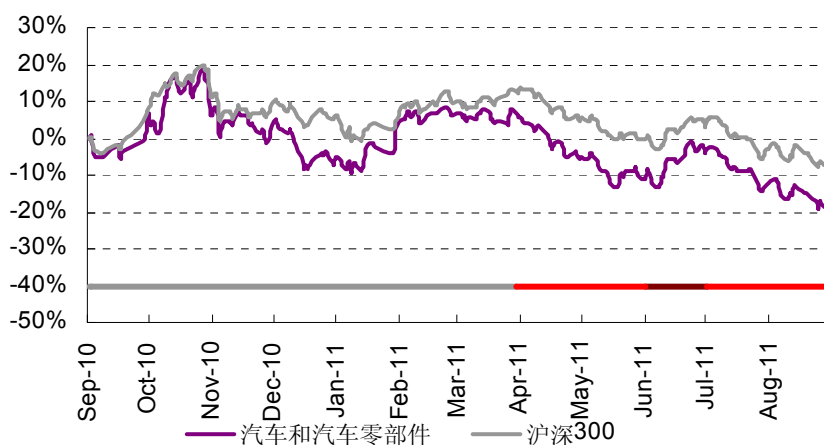
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

于特，光大证券汽车行业高级分析师，北京大学金融学硕士，2004年-2007年先后供职于福田汽车、波导股份等公司，2007年进入证券行业从事汽车行业研究工作。2011年1月经过大量上市公司、草根调研，成功预测1月份汽车销量超出市场预期，并重点推荐江铃汽车、悦达投资、上海汽车、华域汽车、潍柴动力等公司；2010年6月发布报告《汽车行业业绩低点在第三季度》，成功预测下半年汽车股行情；2010年2月发布报告《汽车行业：距离悬崖有多远？》，建议减持汽车股，帮助客户成功避免下跌损失；2009年3月发布报告《保增长，汽车行业首当其冲》，建议客户买入汽车股，当月汽车板块指数跑赢大盘20个百分点。重点覆盖上市公司：江铃汽车、上海汽车、悦达投资、华域汽车、潍柴动力、中国重汽、福田汽车、江淮汽车、福耀玻璃等。

投资建议历史表现图

汽车和汽车零部件



资料来源：光大证券研究所

日期	评级
2011-04-11	增持
2011-04-12	增持
2011-04-17	增持
2011-05-09	增持
2011-05-11	增持
2011-05-11	增持
2011-06-07	增持
2011-06-12	买入
2011-07-13	增持
2011-07-14	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。
 市场基准指数为沪深300指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com