

汽车行业 2011 年第四季度策略报告

行业底部持续到明年二季度，积极配置低估值品种

杨华超 首席分析师
电话: 021-68828289
eMail: yhc2@gf.com.cn
执业编号: S0260511010016

汤俊 分析师
电话: 02087555888-8628
eMail: tj5@gf.com.cn
执业编号: S0260511010005

黎韦清 分析师
电话: 02087555888-8630
eMail: lwq@gf.com.cn
执业编号: S0260511020007

行业销量略有增长，运行成本提升，企业业绩分化明显

2011年1-8月份行业累计销售1201.69万辆，同比增长3.75%。根据上半年行业中报情况显示，由于成本的提升，行业的盈利能力高点回落：整车板块净利率为6.23%，同比下滑0.20个百分点；零部件净利率9.55%，同比下滑0.52个百分点；汽车服务2.47%，同比下滑0.25个百分点。而各企业盈利情况受规模效应的推动，业绩差异化明显。销量增长，市场份额提升的企业：上海汽车、悦达投资等净利润的增幅显著高于收入增速。

乘用车行业结构分化仍是主题

狭义乘用车市场，欧美品牌市场份额稳步提升，8月份欧美系的市场份额分别为24.67%、13.33%，分别提升了0.67与0.18个百分点。韩系轿车因为新车放量，市场份额环比提升1.26个百分点，到10.15%。而日系复产对市场格局的扰动影响逐步减小，8月市场份额由上月的27.53%下降到25.40%。2011年10月1日起将实施新的节能汽车推广补贴政策，综合燃料消耗量标准有所提升，大众系列匹配的DCT与日产匹配的CVT车辆仍能满足新的标准，因此，新节能补贴标准的实施有利于相关品牌市场份额的提升。我们维持对新产品与技术升级速度加快的欧美韩系市场份额提升的判断。

商用车处于市场底部，但是底部会维持较长时间

8月重卡销量下滑幅度明显缩小，主要是半挂牵引车销售有所好转，按照重卡销售的季节性，7、8月是全年的淡季，后续会有所回升，目前行业处于市场底部，而三季度行业业绩仍将受规模下滑的影响。结合目前行业的库存情况以及项目投资情况，我们认为重卡行业底部会持续较长时间。

行业底部会持续到明年二季度，估值具有安全边际

我们判断行业底部会持续到明年二季度，行业维持“持有”评级。但是目前行业估值水平处于历史底部，估值具有安全边际，那么，从行业配置的角度，我们认为可以积极配置上海汽车、悦达投资、华域汽车等在行业中市场份额提升、规模效应持续、PE估值不到10倍的标的。

风险提示

成本上涨超出我们的预期，市场的系统性风险。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
上海汽车	15.63	1.61	1.80	2.02	11.47	8.68	7.74	0.79	18	买入
悦达投资	14.88	1.32	1.80	2.08	11.68	8.27	7.15	0.41	18	买入
华域汽车	10.10	0.97	1.10	1.23	11.77	9.18	8.21	0.79	11	买入

数据来源：公司报表，广发证券发展研究中心

行业评级

前次评级

持有

持有

行业走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
行业指数	-8.24	-9.18	-15.53
沪深300	-5.65	-6.29	-4.33

目录索引

一、行业销量略有增长，运行成本提升	4
（一）1-8 月行业累计销量略有增长，8 月商用车下滑幅度减少	4
（二）成本上涨，行业盈利能力从高点回落	5
（三）业内竞争分化明显，规模效应形成企业盈利差异	6
二、乘用车行业结构性分化仍是主题	8
（一）欧美系市场份额稳步提升，日系市场份额环比下滑	8
（二）节能补贴门槛提高将促进行业的结构分化	10
（三）微车行业仍面临较大市场压力，上汽通用五菱市场份额提升	10
三、商用车处于市场底部，但是底部会维持较长时间	11
（一）物流重卡销量有所好转，三季度业绩仍受规模下滑影响	11
（二）大运会结束，大中客行业增速恢复平稳	12
（三）轻型商用车有好转的迹象，竞争激烈程度加大	13
四、行业底部持续到明年二季度，估值具有安全边际	14
五、风险提示	15

图表索引

图 1: 汽车销量变化情况.....	4
图 2: 乘用车销量变化情况	4
图 3: 商用车销量变化情况	5
图 4: 各板块毛利率的变化情况.....	5
图 5: 各板块的期间费用率变化情况.....	5
图 6: 各板块净利率的变化情况.....	5
图 7: 各板块中期 ROE 的变化情况.....	5
图 8: 2011 年中期乘用车企业收入增速情况	6
图 9: 2011 年中期乘用车企业净利润增速情况	6
图 10: 2011 年中期商用车企业收入增速情况	6
图 11: 2011 年中期商用车企业净利润增速情况.....	6
图 12: 2011 年中期汽车服务企业收入增速情况	7
图 13: 2011 年中期汽车服务企业净利润增速情况.....	7
图 14: 2011 年中期汽车零部件企业的收入增速情况	7
图 15: 2011 年中期汽车零部件企业的收入增速情况	7
图 16: 狭义乘用车市场各品牌市场份额的变化情况.....	8
图 17: 轿车市场各品牌市场份额的变化情况.....	8
图 18: SUV 市场各品牌市场份额的变化情况	9
图 19: MPV 市场各品牌市场份额的变化情况	9
图 20: 8 月主要乘用车企业的销量情况.....	9
图 21: 交叉型乘用车销量变化情况	10
图 22: 交叉型乘用车企业 8 月销量情况.....	11
图 23: 交叉型乘用车企业 2011 年 1-8 累计销量情况	11
图 24: 重卡销售变化情况.....	11
图 25: 2011 年半挂牵引车各月销量变化	11
图 26: 2011 年重型载货及底盘各月的销量变化	11
图 27: 2010 年至今各月重卡与卡车行业产销率的变化	12
图 28: 大中客市场中公交车的销量变化.....	13
图 29: 大中客市场中公路客运车辆的销量变化.....	13
图 30: 轻卡销量变化情况.....	13
图 31: 轻客销量变化情况.....	14
图 32: 2011 年 1-8 月轻卡企业累计销售情况	14
图 33: 2011 年 1-8 月轻客企业累计销售情况	14
图 34: 汽车整车与零部件板块的 PE 估值变化情况	15
表 1: 2011 年 10 月 1 日执行的推广车辆需达到的燃料消耗量标准.....	10
表 2: 2011 年 10 月 1 日执行的推广车辆需达到的燃料消耗量标准.....	12
表 3: 大中客市场宇通和金龙的市场份额变化.....	13

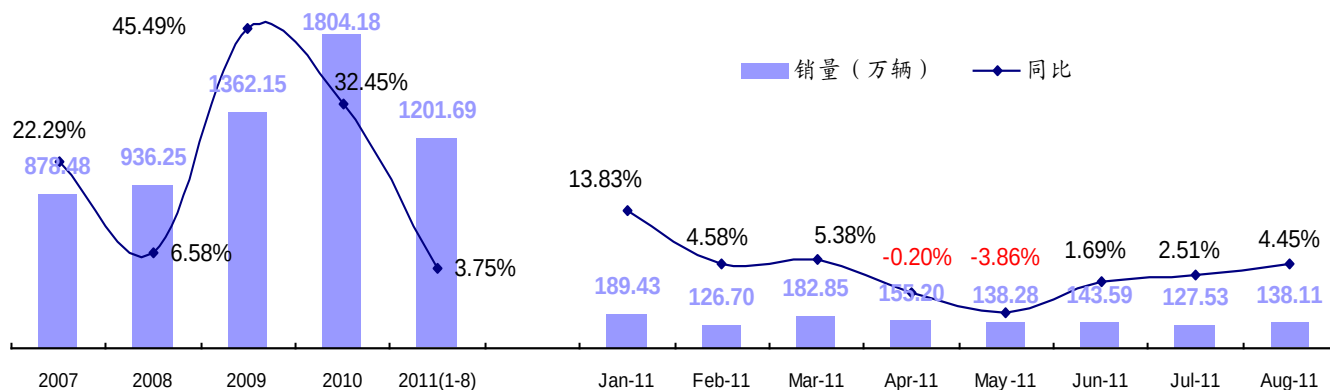
一、行业销量略有增长，运行成本提升

（一）1-8月行业累计销量略有增长，8月商用车下滑幅度减少

2011年1-8月份行业产销分别为1185.52万辆、1201.69万辆，同比增长分别为3.04%、3.75%。2011年8月汽车产销分别为139.31万辆、138.11万辆，同比增长9.04%、4.45%。其中乘用车销售109.52%，同比增长7.48%，环比增长8.24%；商用车销售28.59%，同比下滑5.73%，环比增长8.52%，商用车销售下滑的幅度相对前期有所缩小。

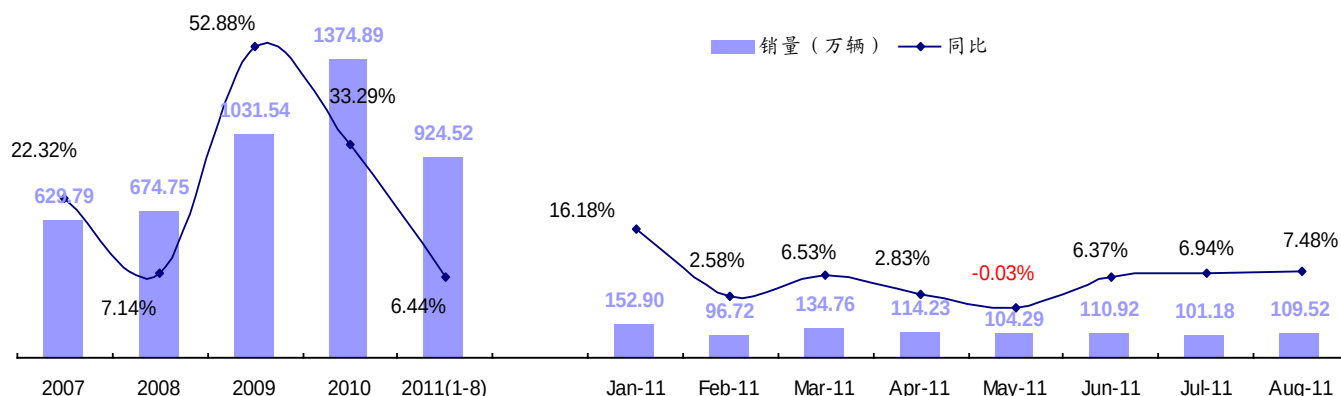
我们认为因为季节性推动，9月行业销售规模环比将继续回升，乘用车销量因为10月1日执行新的节能汽车补贴标准，会有一定的提前消费影响，因此我们判断乘用车行业9月份仍有10%左右的增速。

图 1：汽车销量变化情况



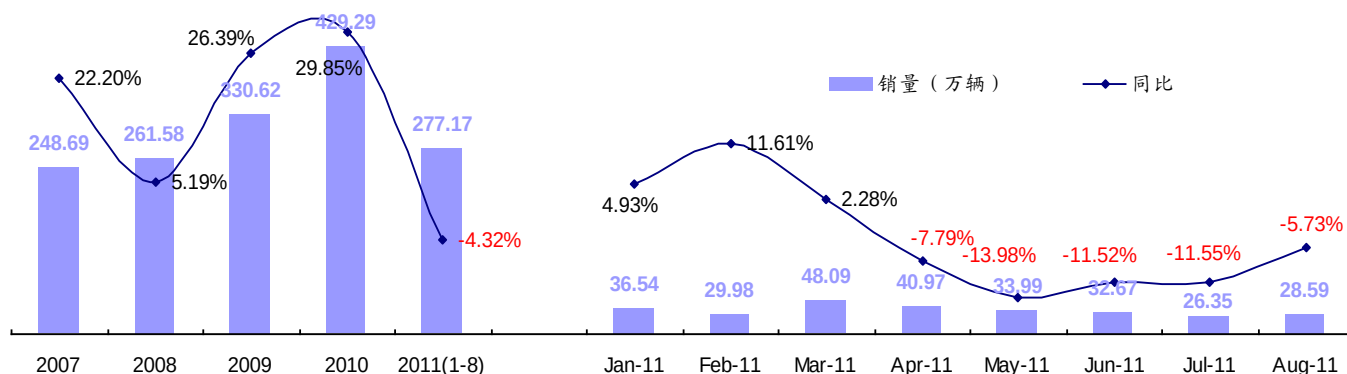
数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 2：乘用车销量变化情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 3: 商用车销量变化情况



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

(二) 成本上涨, 行业盈利能力从高点回落

2011年上半年A股汽车行业受到原材料成本提升的影响, 毛利率相对去年同期均有所回落, 其中整车板块毛利率为16.82%, 同比下降0.62个百分点, 零部件板块为19.55%, 同比下滑0.63个百分点; 服务板块则略有提升0.28个百分点, 到9.88%。在期间费用率方面, 整车和零部件板块在规模继续提升的情况下, 费用控制相对较好, 期间费用率同比略有下滑, 但是汽车服务板块人工及相关费用则提升明显。

图 4: 各板块毛利率的变化情况

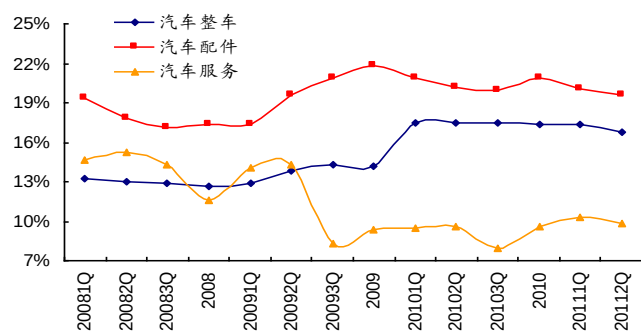


图 5: 各板块的期间费用率变化情况

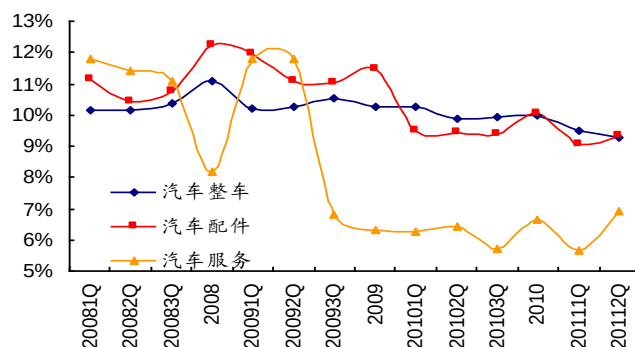


图 6: 各板块净利率的变化情况

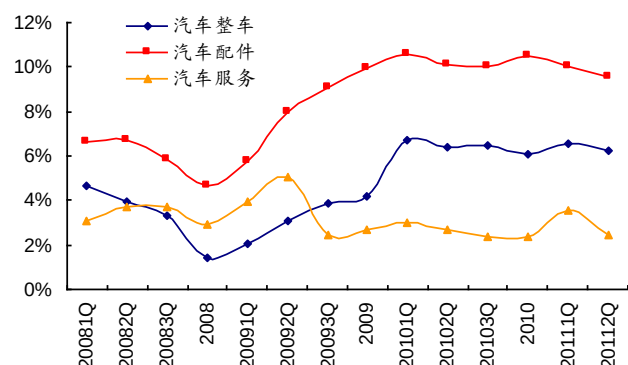
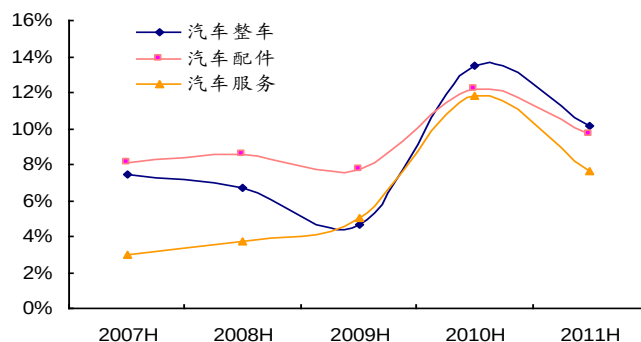


图 7: 各板块中期 ROE 的变化情况



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心, 注: 各指标均是整体法计算

由于成本的提升,行业的盈利能力高点回落,整车板块净利率为6.23%,同比下滑0.20个百分点;零部件净利率9.55%,同比下滑0.52个百分点;汽车服务2.47%,同比下滑0.25个百分点。

(三) 业内竞争分化明显,规模效应形成企业盈利差异

从行业各企业2011年中报的盈利情况分析,业内竞争分化明显,我们认为形成企业盈利差异的主要原因来自于规模效应的体现。

乘用车行业上市公司中,悦达投资与上海汽车由于今年上半年相对的东风悦达起亚、上海通用、上海大众销量增长、市场份额的提升,净利润增幅明显高于销售收入的增长;而比亚迪、长安汽车、广汽长丰则等因为规模下滑,净利润下滑幅度明显。

商用车行业上市公司中,客车企业表现相对平稳,而重卡企业,因为二季度销量下滑明显,从而使得净利润受到影响明显,东风汽车、福田汽车、中国重汽上半年净利润下滑23.9%、38.5%、45.2%。

零部件行业上市公司中,除了上柴股份、威孚高科、长春一东、广东鸿途、隆基机械、模塑科技、天润曲轴、金固股份、天汽模、华域汽车、豪迈科技等,其他企业净利润增速均低于收入增幅;其中东安动力因为受到国内自主品牌市场份额下降以及自主品牌自我配套比例的提高,在行业中收入与净利润下滑幅度最大。

图 8: 2011 年中期乘用车企业收入增速情况

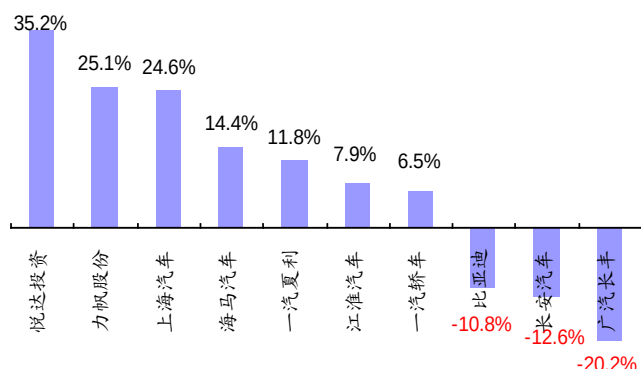
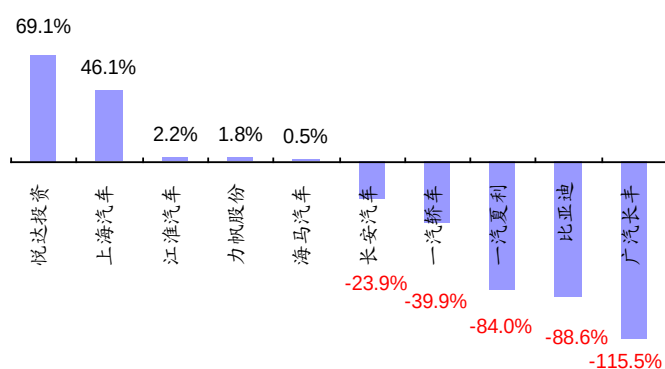


图 9: 2011 年中期乘用车企业净利润增速情况



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 10: 2011 年中期商用车企业收入增速情况

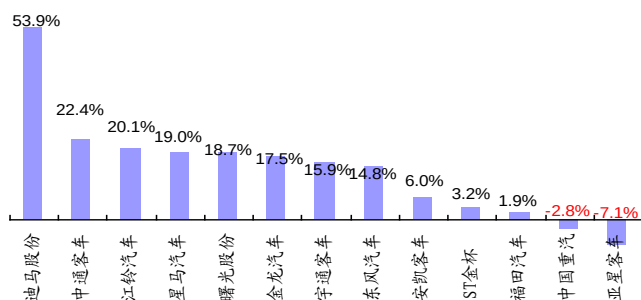
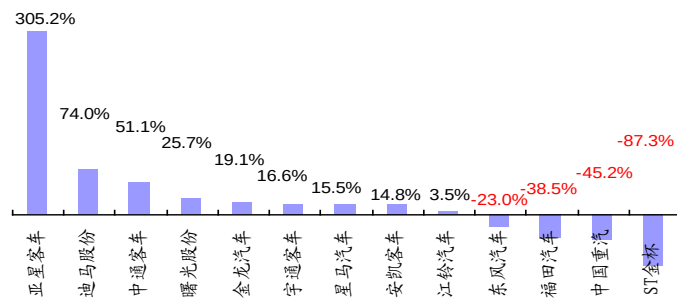


图 11: 2011 年中期商用车企业净利润增速情况



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 12: 2011 年中期汽车服务企业收入增速情况

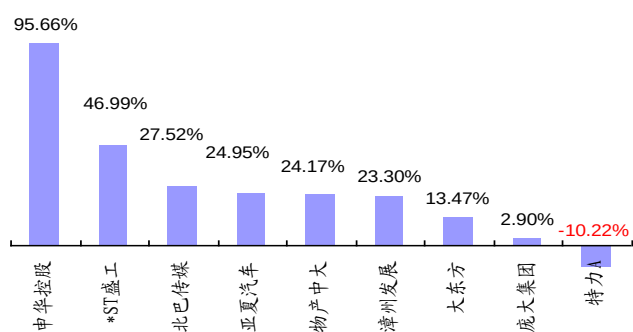
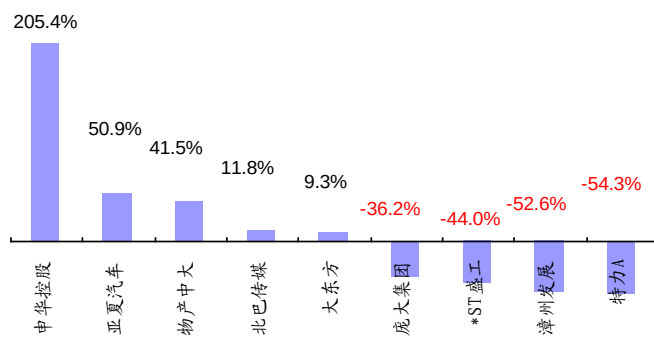
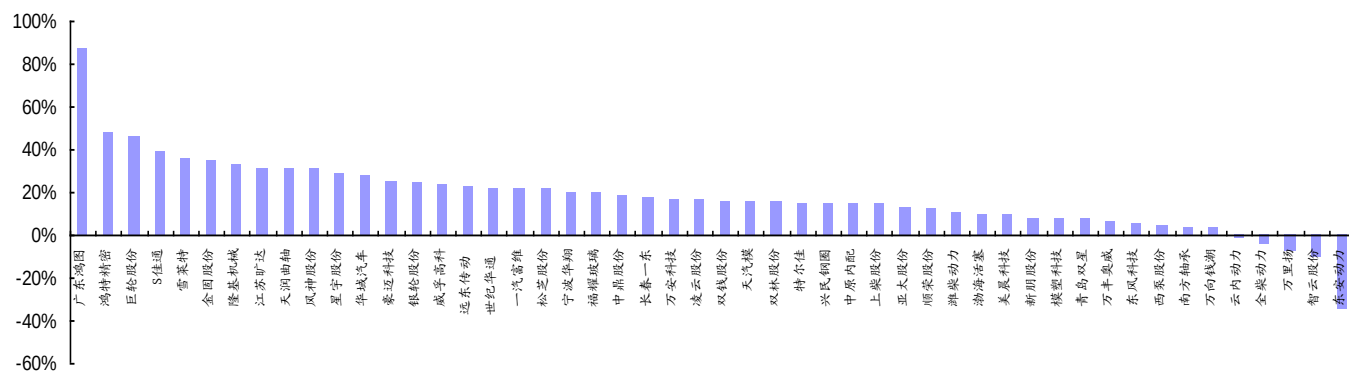


图 13: 2011 年中期汽车服务企业净利润增速情况



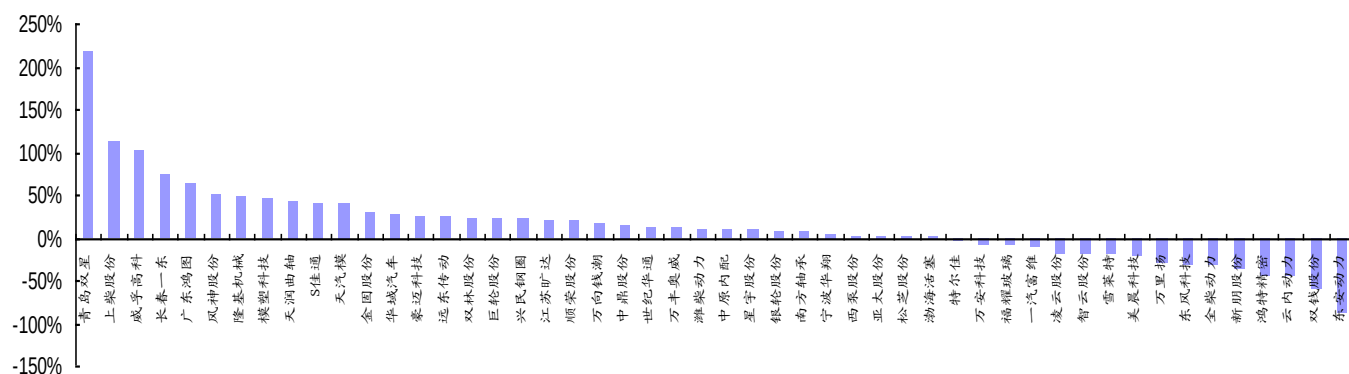
数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 14: 2011 年中期汽车零部件企业的收入增速情况



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

图 15: 2011 年中期汽车零部件企业的收入增速情况



数据来源: wind资讯, 广发证券发展研究中心

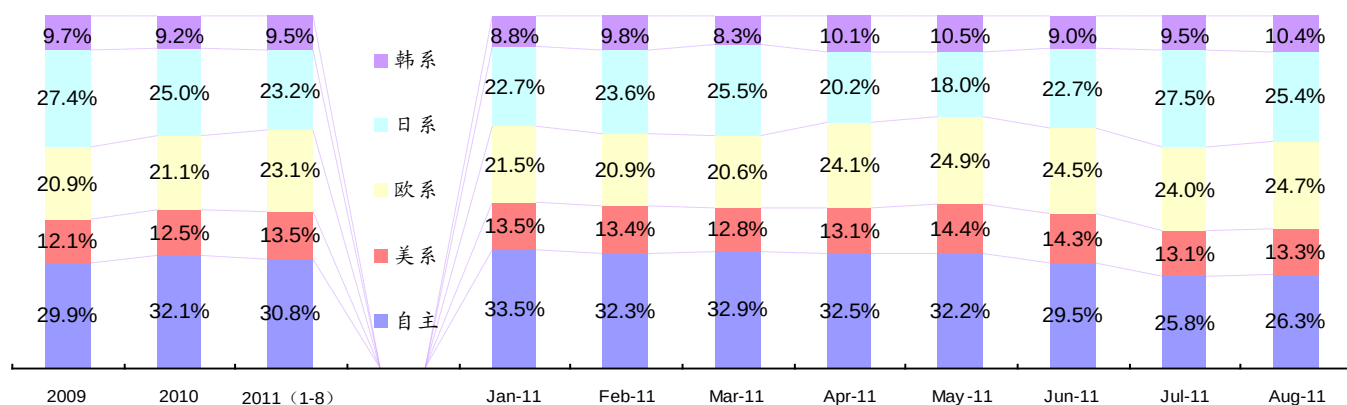
二、乘用车行业结构性分化仍是主题

（一）欧美系市场份额稳步提升，日系市场份额环比下滑

2011年8月狭义乘用车销售94.72万辆，同比增长9.91%，环比增长6.92%。从市场各品牌的竞争格局分析，日系复产对市场格局的扰动影响逐步结束，8月份日系市场份额由上月的27.53%下降到25.4%。欧美系保持了市场份额逐步提升的趋势，8月份欧系、美系的市场份额分别为24.67%、13.33%，分别提升了0.67个百分点与0.18个百分点。韩系轿车因为新车放量，市场份额提升较为明显，环比提升1.26个百分点，到10.15%。

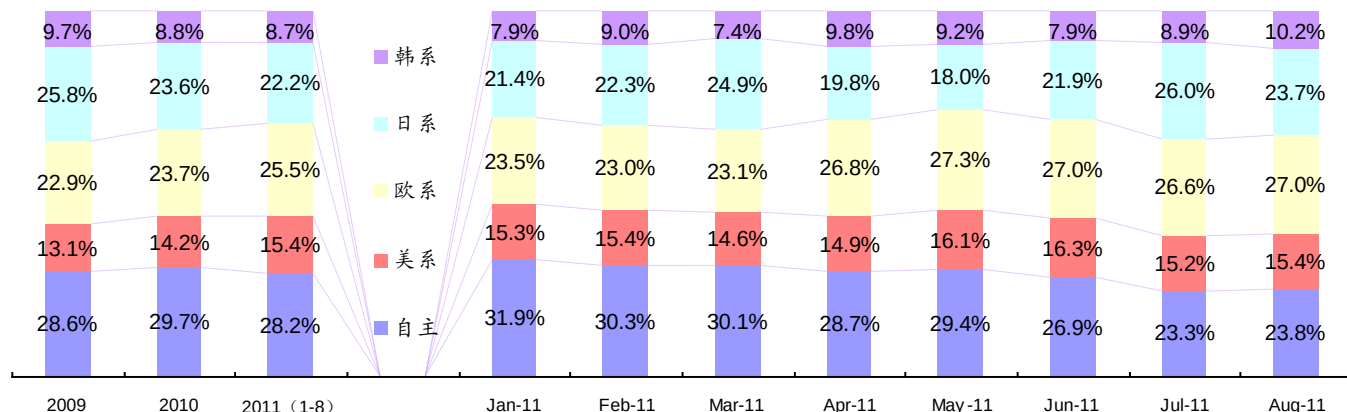
从2011年1-8月份累计的市场份额情况分析，欧、美、韩系的市场份额保持了提升的状态，而自主品牌与日系处于下降。我们维持此前对乘用车市场的结构判断：需求日趋多样的市场中，新产品推进与技术升级速度加快的品牌市场份额有望进一步提升，相对看好欧美和韩系品牌；同时，在合资品牌将产品谱系下移的过程中，自主品牌面临的市场压力进一步提高；日系则需要紧密跟踪其后续新产品的销售情况。

图 16：狭义乘用车市场各品牌市场份额的变化情况



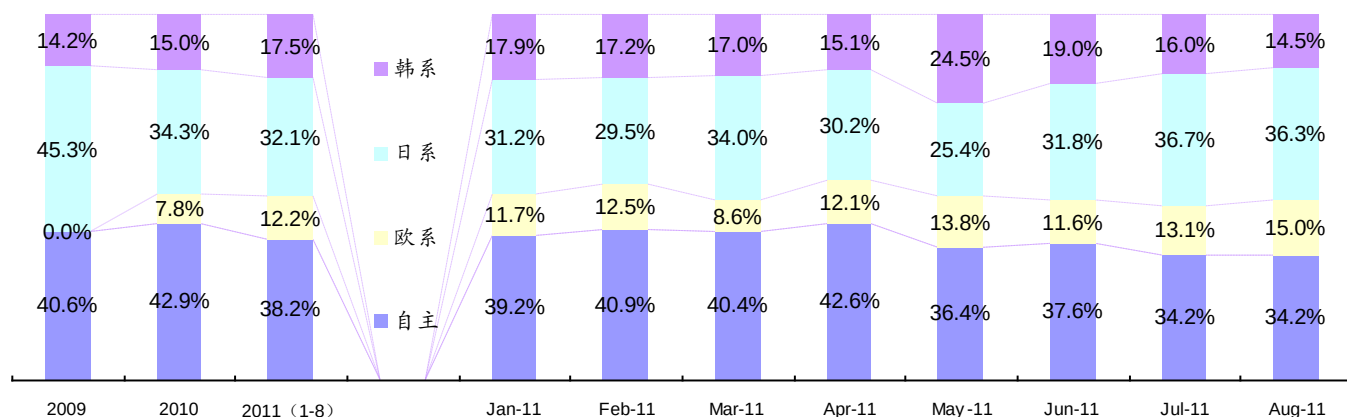
数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 17：轿车市场各品牌市场份额的变化情况



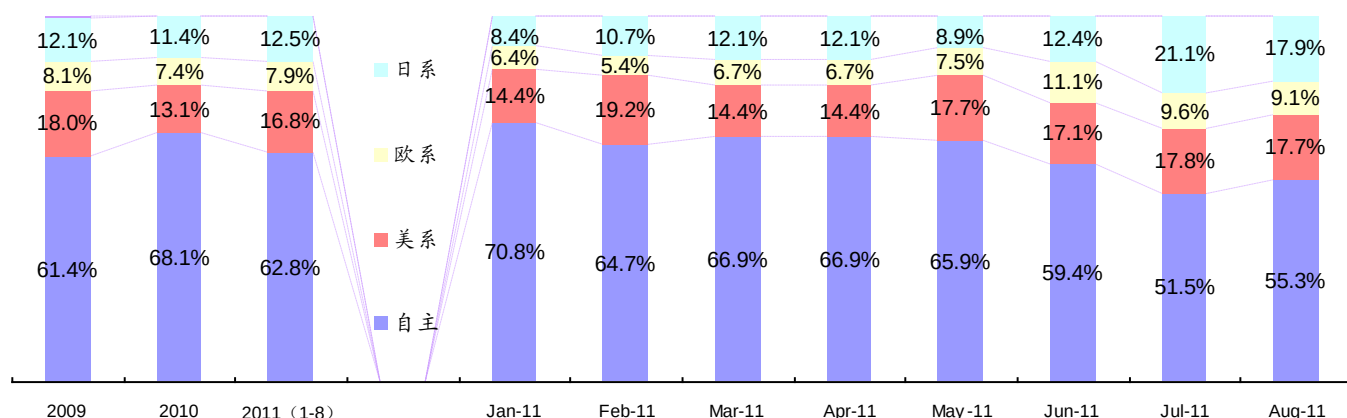
数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 18: SUV 市场各品牌市场份额的变化情况



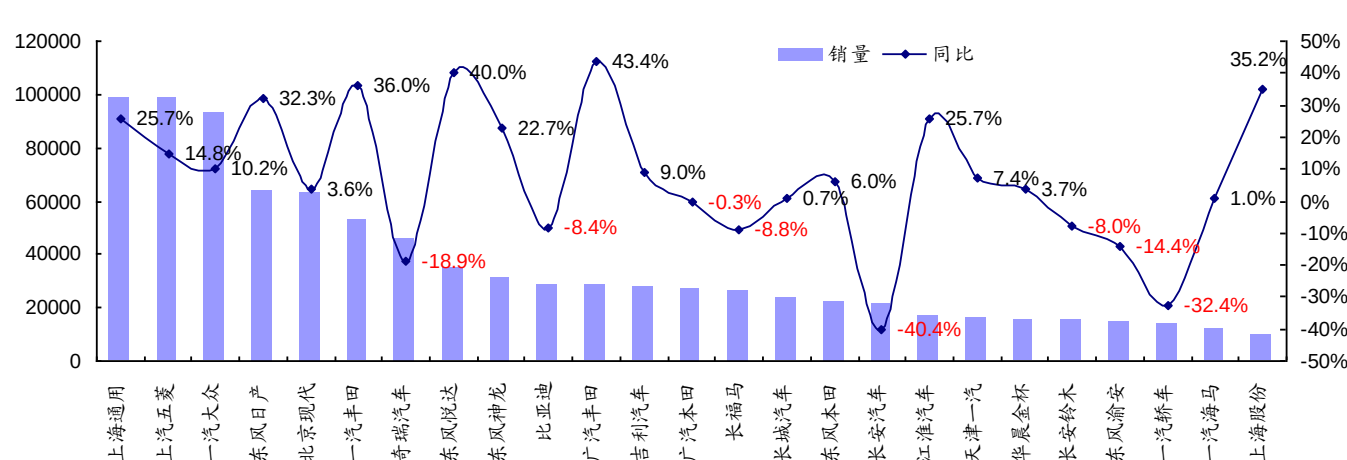
数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

图 19: MPV 市场各品牌市场份额的变化情况



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

图 20: 8 月主要乘用车企业的销量情况



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

（二）节能补贴门槛提高将促进行业的结构分化

根据日前三部委印发的《关于调整节能汽车推广补贴政策的通知》，从2011年10月1日起实施新的节能汽车推广补贴政策，产品综合燃料消耗量标准有所提升，推广补贴的金额维持3000元/辆。我们根据各批次节能惠民汽车的指标对比，大众系列匹配的DCT与日产的匹配CVT的车辆仍能满足新的标准，因此，我们认为新的节能补贴标准有利于相关品牌市场份额的提升。

表 1: 2011 年 10 月 1 日执行的推广车辆需达到的燃料消耗量标准

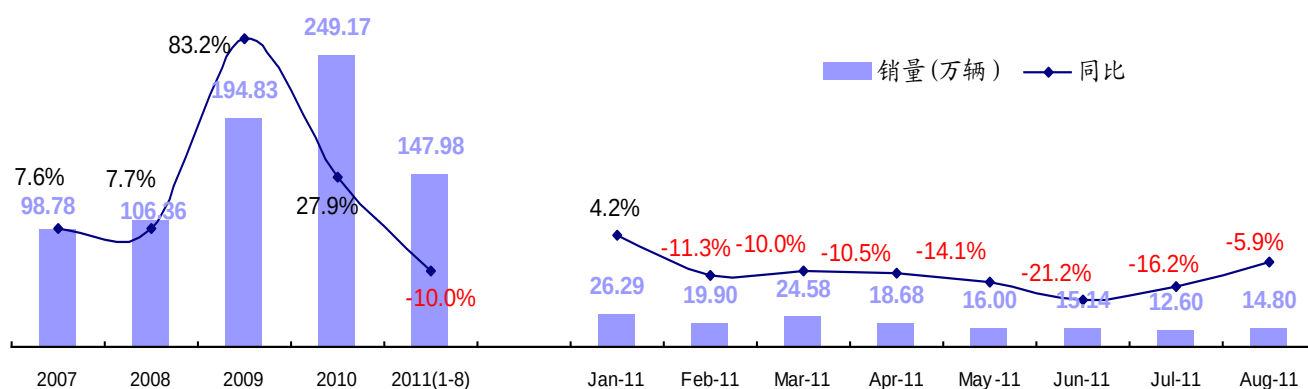
整车整备质量 (CM) Kg	具有两排及以下座椅且装有手动挡 变速器的车辆 L/100km	具有三排或三排以上座椅或装有非手 自动挡变速器的车辆 L/100km
CM≤750	4.8	5.2
750 < CM≤865	5.1	5.4
865 < CM≤980	5.3	5.7
980 < CM≤1090	5.6	6.0
1090 < CM≤1205	6.0	6.3
1205 < CM≤1320	6.3	6.6
CM > 1320	6.7	6.9

数据来源：工信部，广发证券发展研究中心

（三）微车行业仍面临较大市场压力，上汽通用五菱市场份额提升

2011年8月份交叉型乘用车销售14.80万辆，同比下滑5.87%，下滑幅度明显缩小。主要原因是上汽通用五菱的微车销售9.14万辆，同比增长12.67%，而长安汽车销售1.67万辆，同比下滑幅度为49.95%。从交叉型乘用车市场各企业今年累计的销售情况来看，龙头企业上汽通用五菱的市场表现好于行业，市场份额达到49.32%，同比提高3.79个百分点。

图 21: 交叉型乘用车销量变化情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 22: 交叉型乘用车企业 8 月销量情况

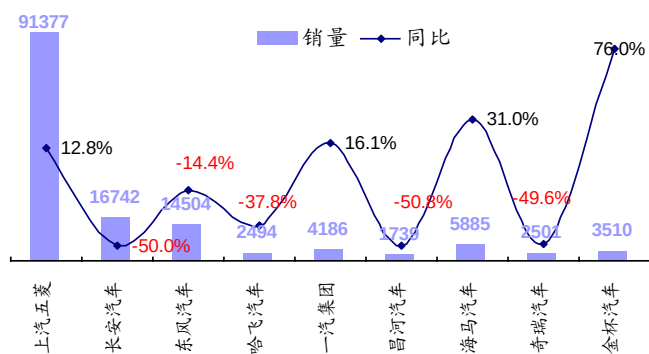
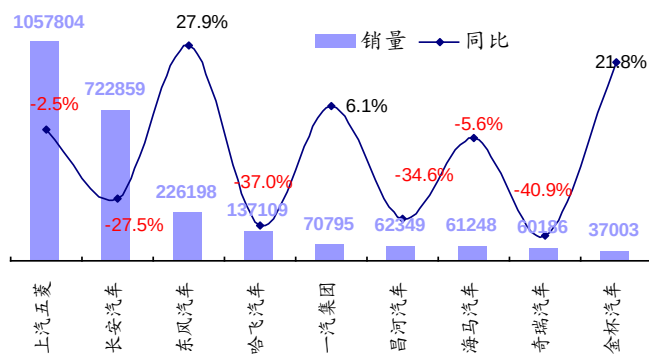


图 23: 交叉型乘用车企业 2011 年 1-8 累计销量情况

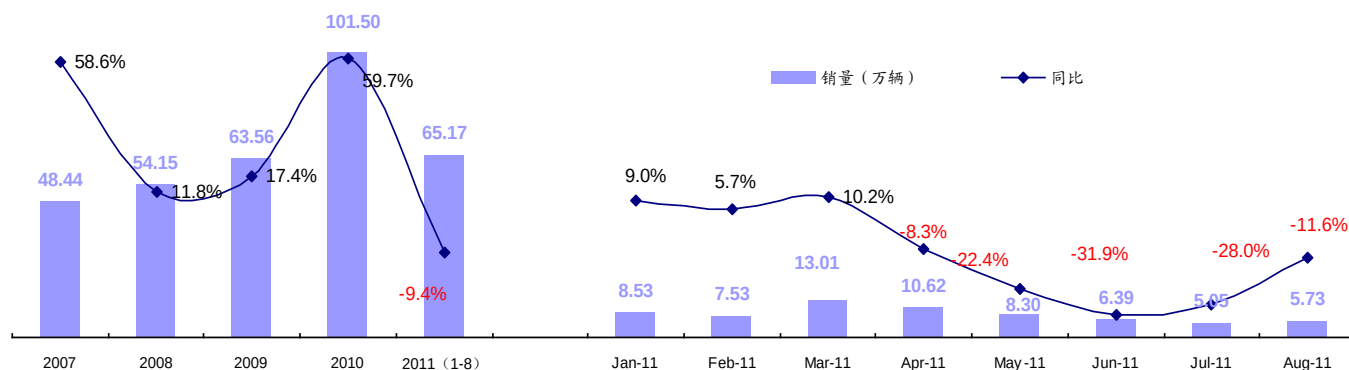


数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

三、商用车处于市场底部, 但是底部会维持较长时间

(一) 物流重卡销量有所好转, 三季度业绩仍受规模下滑影响

图 24: 重卡销售变化情况



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

图 25: 2011 年半挂牵引车各月销量变化

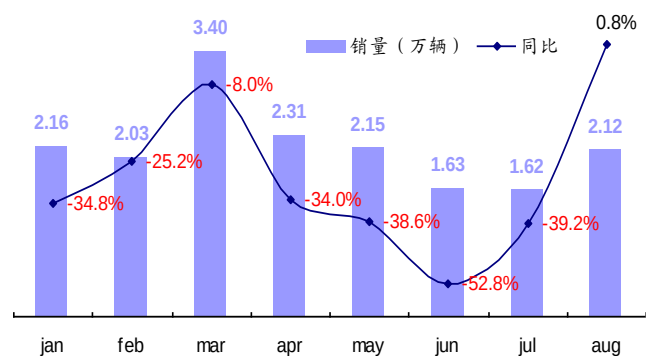
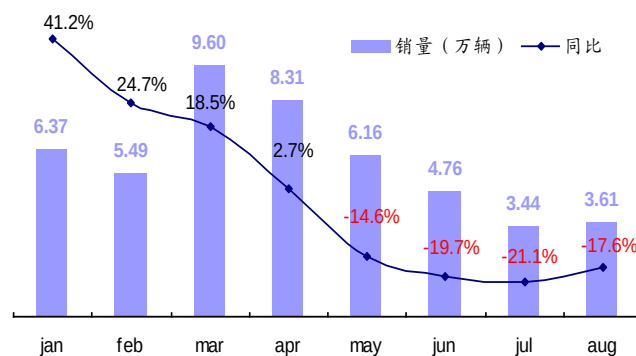


图 26: 2011 年重型载货及底盘各月的销量变化



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

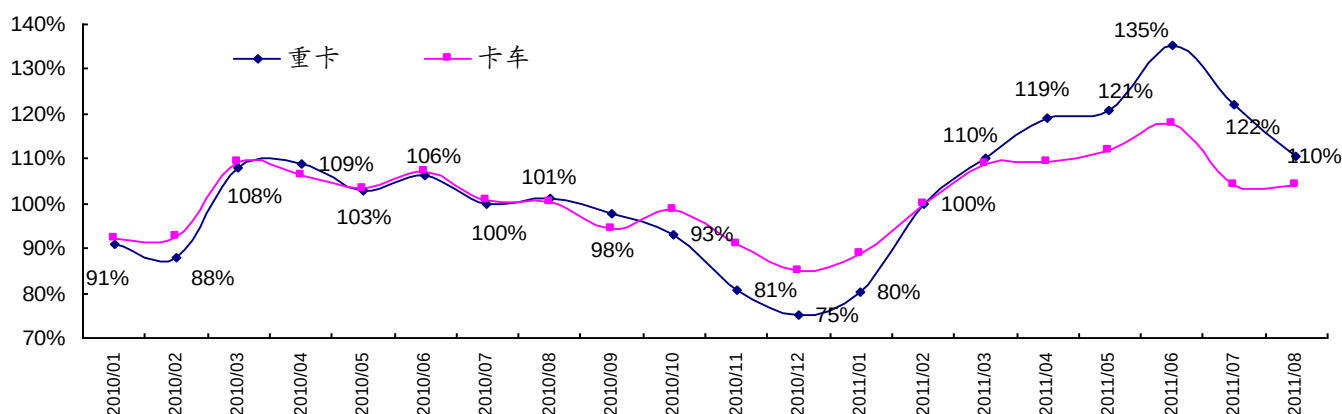
2011年8月重卡销售5.73万辆，环比增长13.46%，同比下滑11.59%，下滑幅度相对7月份明显缩小，主要是物流类重卡销量有所好转，2011年8月半挂牵引车销售2.12万辆，同比增长0.83%，环比增长31.24%，同比增长0.83%。按照重卡销售的季节性，7、8月是全年的淡季，后续会有所回升，目前行业处于市场底部，而三季度行业业绩仍将受规模下滑的影响。结合目前行业的社会运力库存情况以及项目投资情况，我们认为重卡行业底部会持续较长时间。

表 2：2011 年 10 月 1 日执行的推广车辆需达到的燃料消耗量标准

	2008		2009		2010		2011（1-8）	
	销量	市场份额	销量	市场份额	销量	市场份额	销量	市场份额
东风汽车	106490	19.67%	116033	18.25%	192770	18.99%	135934	21.03%
一汽集团	107273	19.81%	141568	22.27%	230671	22.73%	111528	17.26%
中国重汽	111345	20.56%	124726	19.62%	197779	19.49%	110743	17.13%
福田汽车	57107	10.55%	82234	12.94%	102988	10.15%	77436	11.98%
陕汽集团	65084	12.02%	67416	10.60%	108826	10.72%	76323	11.81%
安徽江淮	10786	1.99%	12899	2.03%	25633	2.53%	30075	4.65%
北方奔驰	26114	4.82%	28018	4.41%	45575	4.49%	28422	4.40%
上汽红岩	22338	4.13%	20582	3.24%	33371	3.29%	26197	4.05%
安徽华菱	12828	2.37%	18271	2.87%	30452	3.00%	20777	3.21%

数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图 27：2010 年至今各月重卡与卡车行业产销率的变化

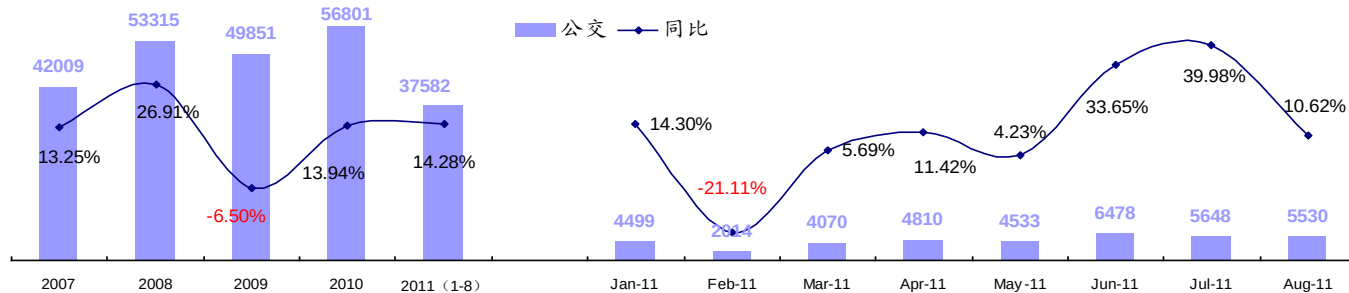


数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

（二）大运会结束，大中客行业增速恢复平稳

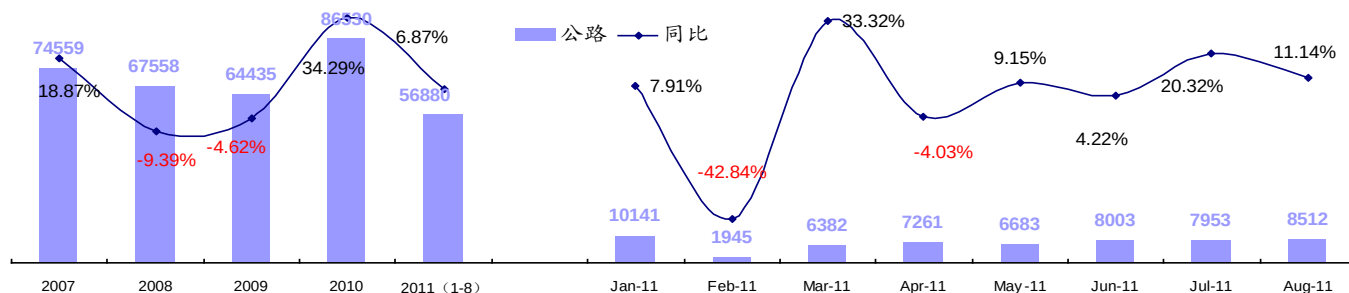
根据中客网统计数据，2011年8月大中客销售1.40万辆，同比增长10.93%，其中，公交车销售5530辆，同比增长10.62%；公路客车销售8512辆，同比增长11.14%。8月份大中客行业需求增速恢复平稳的主要原因是大运会需求释放结束，我们维持大中客行业2011年5%-10%增幅水平，龙头企业凭借产品与市场的优势份额稳步提升。

图 28: 大中客市场中公交车的销量变化



数据来源: 中客网, 广发证券发展研究中心

图 29: 大中客市场中公路客运车辆的销量变化



数据来源: 中客网, 广发证券发展研究中心

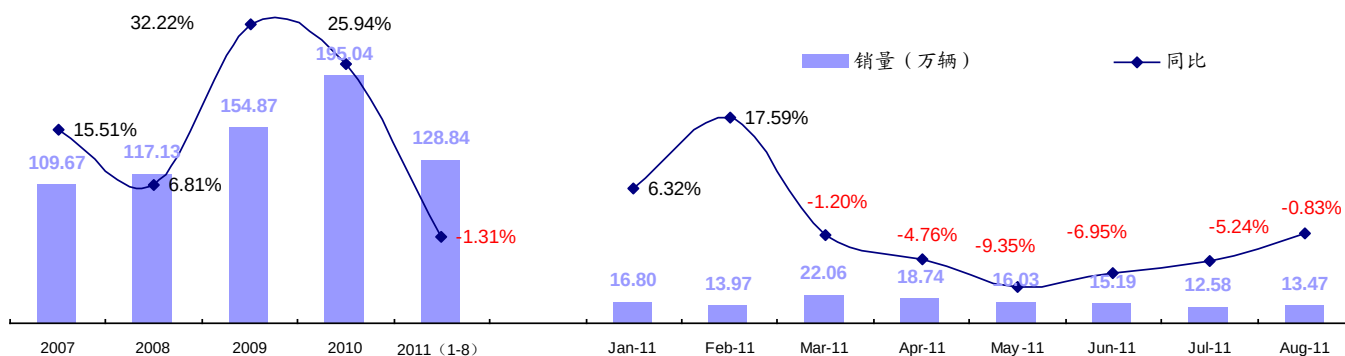
表 3: 大中客市场宇通和金龙的市场份额变化

	2007	2008	2009	2010	2011(1-8)
宇通	20.39%	20.08%	21.62%	26.08%	26.17%
金龙	28.05%	26.00%	25.58%	27.05%	27.91%
合计	48.44%	46.08%	47.20%	53.13%	54.08%

数据来源: 中客网, 广发证券发展研究中心

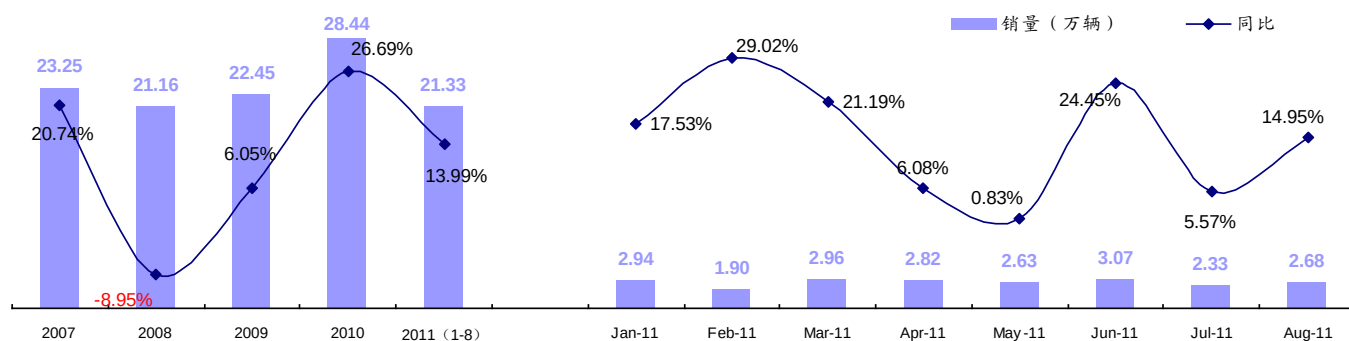
(三) 轻型商用车有好转的迹象, 竞争激烈程度加大

图 30: 轻卡销量变化情况



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

图 31: 轻客销量变化情况



数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

2011年1-8月份轻卡销售128.84万辆, 同比下滑1.31%; 其中8月轻卡销售13.47万辆, 同比下滑0.89%, 轻卡已经连续6个月销售规模下降, 但是下滑的幅度在减少。2011年1-8月份轻客销售21.33万辆, 同比增长13.99%; 其中8月轻客销售2.68万辆, 同比增长13.83%。从企业的竞争格局来看, 因为城市物流的发展以及消费升级的推动, 各企业加大了技术与产品的投入, 从而加剧了行业竞争的激烈程度。

图 32: 2011 年 1-8 月轻卡企业累计销售情况

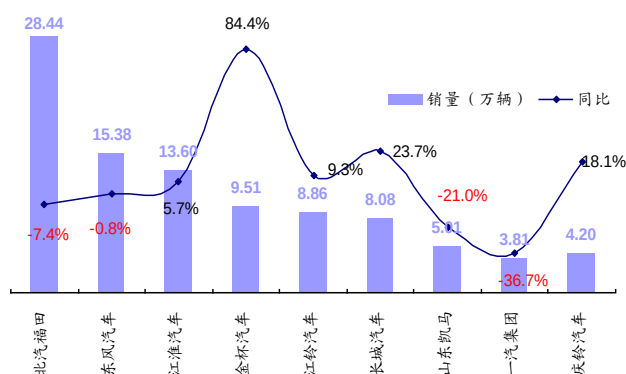
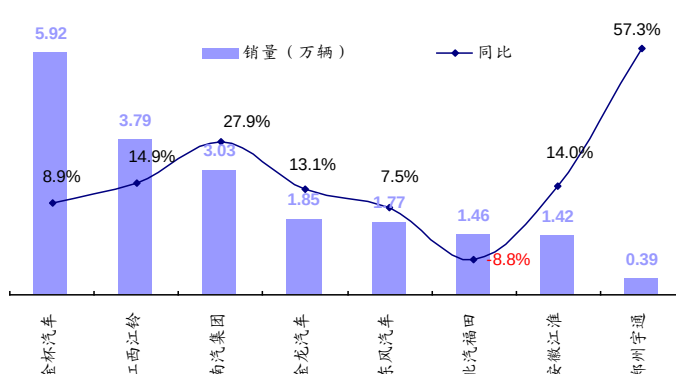


图 33: 2011 年 1-8 月轻客企业累计销售情况

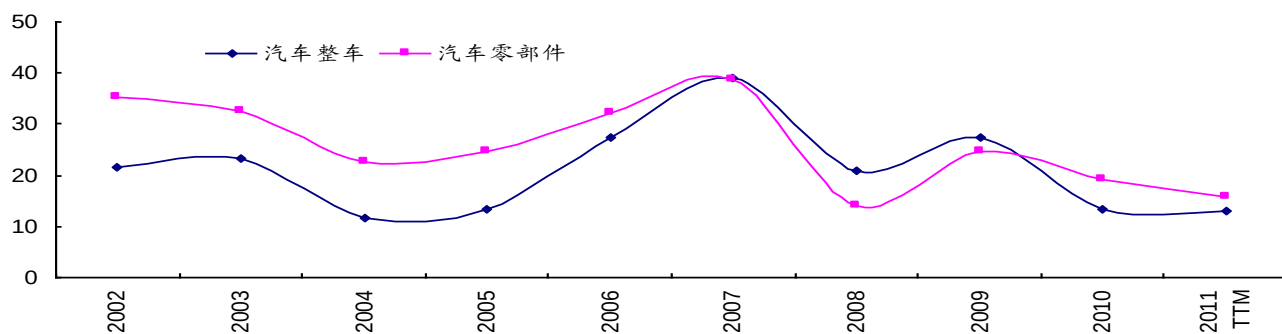


数据来源: 汽协, 广发证券发展研究中心

四、行业底部持续到明年二季度，估值具有安全边际

我们认为行业销量与经济环境密切相关, 目前国内相关政策收紧, 对汽车需求会形成一定的影响; 而去年四季度与今年一季度行业销量基数均相对较高, 因此销量在今年四季度与明年一季度同比数据不会乐观, 因此我们判断行业底部会持续到明年二季度, 维持行业“持有”评级。但是目前行业估值水平处于历史底部, 估值具有安全边际, 那么, 从行业配置的角度, 我们认为可以配置上海汽车、悦达投资、华域汽车等在行业中市场份额提升、规模效应持续, PE估值不到10倍的标的。

图 34：汽车整车与零部件板块的 PE 估值变化情况



数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心，注：PE按整体法、剔除负值计算

五、风险提示

成本上涨超出我们的预期，市场的系统性风险。

广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤 俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

交运设备行业跟踪分析报告：汽车行业 2011 年中报数据点评	汤俊	2011-09-09
汽车与零部件行业周报 20110904:	汤俊	

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。