

汽车行业 2011 年 4 季度报告

评级：持有 维持评级

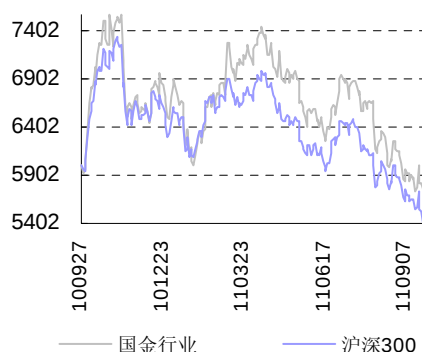
行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

积极因素正在累积，向上拐点或已不远

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	26.69
市场优化平均市盈率	22.26
国金能源指数	5748.99
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	5943.56



相关报告

1. 《杭州出台尾号限行,对汽车销售影响将为有限》，2011.9.25
2. 《向上拐点或已不远》，2011.9.18
3. 《8 月销量增速继续回升》，2011.9.12

投资建议

- **增加汽车股配置至“标配”**：当前汽车板块已处于较为确定的底部区域，向上拐点则在渐行渐近。我们建议投资者积极增加汽车股配置至“标配”水平，鉴于汽车板块当前良好的安全边际以及早周期特征，配置汽车板块已足可跑赢大盘并至少获得相对收益。
- **重点看好乘用车及零部件龙头企业、优质汽车经销商**：相对于商用车尤其是重卡板块，乘用车板块业绩下调压力较小，估值低，安全边际较高。汽车经销商一方面可得益于并不受汽车行业周期波动影响、可保持稳定增长的售后市场业务；另一方面，近几年大量的新建网点将在未来逐渐产生效益，整体业绩仍有望快速增长。在估值风险释放后，我们看好优质经销商的后续表现。
- **推荐组合**：上海汽车（600104）、一汽富维（600742）、亚夏汽车（002607）、庞大集团（601258）、远东传动（002046）、鸿特精密（300176）。

行业观点

- **汽车行业已处于较为确定的底部区域**：目前我国通胀水平进一步恶化的可能性已微乎其微，紧缩性调控政策也将面临适度调整，这一制约汽车行业的根本因素已趋于衰减；更为重要的是，6 月份以来汽车行业本身无论销量还是增速都已较上半年有明显改观，行业需求正趋于稳定增长；此外，汽车行业面临的政策方面的不确定性已经基本消除，明年行业有望恢复较快增长。由此，我们判断汽车行业已处于较为确定的底部区域。
- **行业向上拐点已渐行渐近**：我们并不认为汽车行业的向上拐点已经到来，因此我们也仍维持行业的“持有”评级。尽管如此，各种积极因素正在累积，向上拐点在渐行渐近已经不用怀疑。
- **汽车行业是早周期行业，宜适当提前配置**：汽车行业具有明显的早周期特征，我们发现汽车销量增速回升可领先 GDP 增速回升约一个季度。我们初步判断，汽车行业的景气向上拐点有望在明年一季度出现。
- **预测全年汽车销量增速约为 5%，销量约为 1890 万辆，在此前提下，整车板块全年整体业绩增速在正负 10%之间，部分优质企业业绩增速仍可达 10-20%**

风险提示

- 国内通胀形势迟迟难以控制，汽车销量持续大幅下滑
- 汽车限购城市蔓延，汽车销量受到行政限制

吴文钊 分析师 SAC 执业编号：S1130511040006
 (8621)61038231
 wuwz@gjzq.com.cn

内容目录

行业整体景气继续回落	4
业绩增速继续下滑，商用车板块净利润负增长	4
盈利能力继续回落且仍有下行可能	5
积极因素正在累积，向上拐点或已不远	5
通胀拐点或已到来，紧缩政策调整可期	5
乘用车销量已恢复正常增长	7
商用车增速降幅明显收窄	8
行业政策不确定性基本消除	9
向上拐点或已不远	11
细分行业梳理与全年预测	12
乘用车：自主品牌遭遇集体困境，未来表现仍可能较差	12
重卡：加速去库存，业绩下调压力仍较大	13
大中客：宇通销量快速增长，龙头地位稳固	15
预测全年汽车销量增长约 5%	15
投资策略	16
建议增加汽车股配置至“标配”	16
重点看好乘用车及零部件龙头企业、优质经销商	17
重点公司简析	17
上海汽车：业绩增长一枝独秀，低估明显	17
一汽富维：外延式成长空间大，弹性十足	18
亚夏汽车：区位优势得天独厚，成长空间难以限量	18
庞大集团：业绩风险已释放，未来仍有望快速增长	18
远东传动：成长与盈利能力俱佳的非等速传动轴龙头	19
鸿特精密：有望爆发式成长的优质铝压铸企业	19

图表目录

图表 1：上半年整车行业业绩增速与对比	4
图表 2：主流整车企业上半年业绩增速及对比	4
图表 3：整车板块单季度整体毛利率走势	5
图表 4：整车板块单季度净利率走势	5
图表 5：CPI 处于高位时，汽车销量增速往往迅速下滑（6 个月移动平均）	6
图表 6：我国 8 月份 CPI 已有所回落	6
图表 7：钢材价格指数已从高位有所回落	7
图表 8：国际原油价格已呈震荡下行走势	7

图表 9: 近三年乘用车月度销量情况 (辆)	7
图表 10: 6 月份以来乘用车销量同比增速已连续回升	7
图表 11: 近三年轿车月度销量情况 (辆)	8
图表 12: 6 月份以来轿车销量增速已触底回升	8
图表 13: 近三年微客月度销量情况 (辆)	8
图表 14: 6 月份以来微客销量增速已触底回升	8
图表 15: 近三年商用车月度销量情况 (辆)	9
图表 16: 6 月份以来商用车销量增速降幅正在收窄	9
图表 17: 近三年重卡月度销量情况 (辆)	9
图表 18: 7 月以来重卡销量增速降幅逐渐收窄	9
图表 19: 近三年大中客月度销量情况 (辆)	9
图表 20: 5 月以来大中客销量增速已迅速回升	9
图表 21: 各公司、各批次节能车型累计情况	11
图表 22: 汽车销量增速变化往往领先 GDP 增速一个季度	12
图表 23: 乘用车自主品牌市场份额变化情况—月度	13
图表 24: 自主品牌主要企业 1-8 月份销量累计增速	13
图表 25: 2011 年中期商用车整车企业库存周转天数对比	13
图表 26: 非物流类重卡近年月度销量 (辆)	14
图表 27: 非物流类重卡增速仍较为疲弱	14
图表 28: 半挂牵引车近年月度销量 (辆)	14
图表 29: 7 月份以来半挂牵引车增速显著回升	14
图表 30: 公路货运量仍保持稳定增长	15
图表 31: 公路货运价格指数有望从底部回升	15
图表 32: 2011 年 1-8 月大中客行业主要企业销量及增速情况	15
图表 33: 2011 年汽车销量分类预测	16
图表 34: 汽车板块估值水平已处于历史最低位附近	17
图表 35: 汽车板块重点公司最新估值与投资评级	20

行业整体景气继续回落

业绩增速继续下滑，商用车板块净利润负增长

- 我们在今年一季度末下调了汽车行业评级，并认为汽车行业景气下滑趋势已经确立。综合中报分析来看，汽车板块二季度不出预料地延续了景气下滑态势。
- 上半年，整车板块收入增速为 14.78%，归属母公司净利润增速为 6.28%，不仅远低于去年同期，较今年一季度的增速也大幅下滑。分类来看，商用车与乘用车业绩增速均大幅下滑，其中商用车净利润更是同比大幅下滑 13.69%。从单季度看，虽然整车板块一季度业绩增速大幅下滑，但仍能实现同比增长；二季度，整车板块营收仍微增 1.03%，但受商用车净利润同比下滑 27.11%的拖累，整车板块净利润已同比下滑 3.41%。

图表1：上半年整车行业业绩增速与对比

同比增速	2011H1(亿元)	2011H1增速	2010H1增速	2011Q2增速	2011Q1增速
乘用车行业收入	1,093.36	18.43%	107.73%	1.13%	39.90%
乘用车行业净利润	49.03	15.73%	266.00%	9.52%	21.63%
商用车行业收入	561.31	7.69%	58.03%	0.83%	16.26%
商用车行业净利润	17.80	-13.69%	165.72%	-27.11%	3.52%
整车行业收入	1,654.67	14.78%	87.70%	1.03%	31.89%
整车行业净利润	66.84	6.28%	226.44%	-3.41%	16.41%

来源：聚源、国金证券研究所

- 分公司看，继一季度业绩增速较去年全面大幅下滑后，二季度 17 家主流企业业绩增速再度大幅下滑。与一季度 3 家企业营收负增长、6 家企业净利润负增长相比，二季度营收与净利润负增长的企业数量已扩大到 5 家与 11 家。上半年，一汽轿车、长安汽车、一汽夏利、广汽长丰、福田汽车、东风汽车、中国重汽共 7 家企业的归属母公司股东净利润已现负增长。我们曾指出，汽车制造企业利润波动幅度远大于销量或收入波动，在行业景气下降周期中，销量增速下降到一定程度后，利润增速很容易转为负数。上半年主流上市车企的业绩表现，很好地证明了我们的判断。

图表2：主流整车企业上半年业绩增速及对比

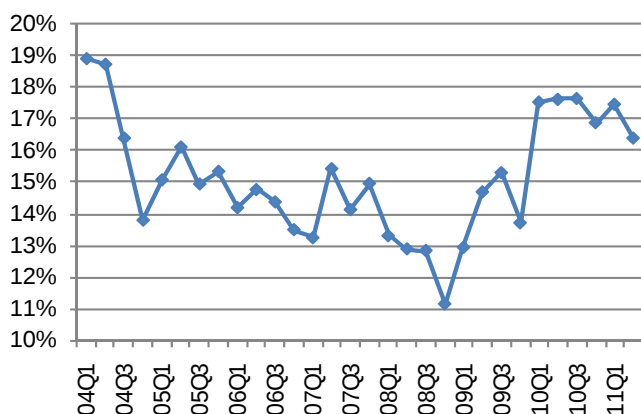
公司名称	营业收入增长增速				归属母公司股东净利润增速			
	11H1	11Q1	11Q2	10H1	11H1	11Q1	11Q2	10H1
上海汽车	24.59%	53.85%	2.78%	139.70%	46.09%	56.46%	36.12%	306.0%
一汽轿车	6.53%	13.73%	0.12%	53.97%	-39.87%	-44.16%	-35.15%	149.7%
长安汽车	-12.57%	-10.90%	-14.63%	44.58%	-23.89%	-9.26%	-44.31%	161.3%
海马汽车	14.43%	22.45%	6.27%	89.94%	0.50%	20.95%	-11.09%	n/a
一汽夏利	11.82%	13.46%	9.80%	11.04%	-84.00%	-75.66%	-107.09%	457.4%
广汽长丰	-20.19%	-15.39%	-24.30%	43.44%	-115.51%	-129.72%	-104.97%	156.7%
乘用车企业平均值	4.10%	12.87%	-3.33%	63.78%	-36.11%	-30.23%	-44.42%	246.21%
福田汽车	1.90%	6.03%	-1.59%	54.17%	-38.45%	-15.88%	-57.10%	153.2%
江淮汽车	7.91%	17.24%	-1.43%	73.31%	2.20%	31.78%	-30.05%	328.4%
江铃汽车	20.14%	32.58%	9.34%	62.54%	3.53%	10.74%	-2.98%	140.8%
东风汽车	14.80%	19.60%	10.57%	46.87%	-22.97%	2.17%	-46.89%	203.2%
中国重汽	-2.83%	14.82%	-12.88%	51.33%	-45.18%	-46.14%	-44.74%	160.2%
星马汽车	18.99%	33.56%	9.67%	62.96%	15.52%	67.98%	-6.91%	341.2%
宇通客车	15.93%	25.06%	9.15%	55.75%	16.63%	25.59%	10.90%	88.1%
曙光股份	18.68%	31.49%	8.67%	69.65%	25.67%	32.74%	20.86%	49.2%
金龙汽车	17.47%	25.73%	11.31%	57.89%	19.08%	22.59%	16.76%	218.3%
安凯客车	5.96%	-2.73%	13.19%	99.25%	14.78%	8.58%	20.09%	n/a
中通客车	22.42%	14.45%	28.73%	80.65%	51.12%	72.17%	40.80%	n/a
商用车企业平均值	12.85%	19.80%	7.70%	64.94%	3.81%	19.30%	-7.21%	186.96%
整车企业平均值	9.76%	17.35%	3.81%	64.53%	-10.28%	1.82%	-20.34%	208.12%

来源：聚源、国金证券研究所

盈利能力继续回落且仍有下行可能

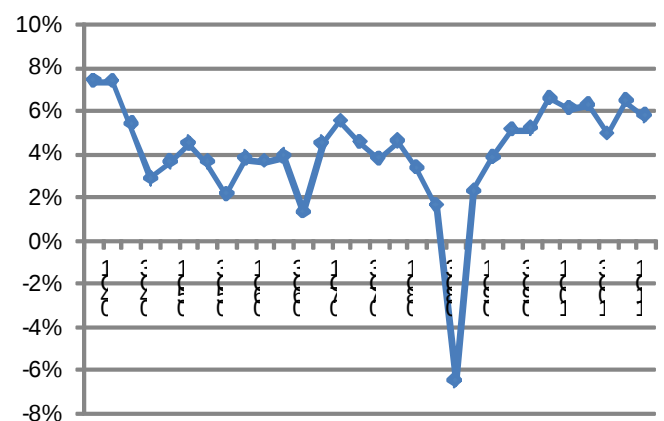
- 上半年整车板块整体毛利率为 16.95%，同比下滑 0.64 个百分点，较去年全年下滑 0.52 个百分点；净利率为 6.12%，同比下滑 0.20 个百分点，较去年同期下滑 0.33 个百分点。分季度来看，第二季度整车板块盈利能力较一季度仍有所下降，二季度，整车板块整体毛利率为 16.40%，环比下滑 1.07 个百分点；净利率为 5.76%，环比下滑 0.69 个百分点。
- 值得说明的是，从图 3、4 中很容易看出，尽管当前整车板块盈利能力已有所下滑，但总体上仍处于历史高位附近。我们认为，这与今年行业整体产能利用率仍处于较高水平且节能车补贴政策仍在实行有关。还需提醒的是，随着 10 月份开始节能车补贴政策收紧以及商用车汽车加大促销力度加速去库存，行业整体盈利能力有可能继续下行。

图表3：整车板块单季度整体毛利率走势



来源：聚源、国金证券研究所

图表4：整车板块单季度净利率走势

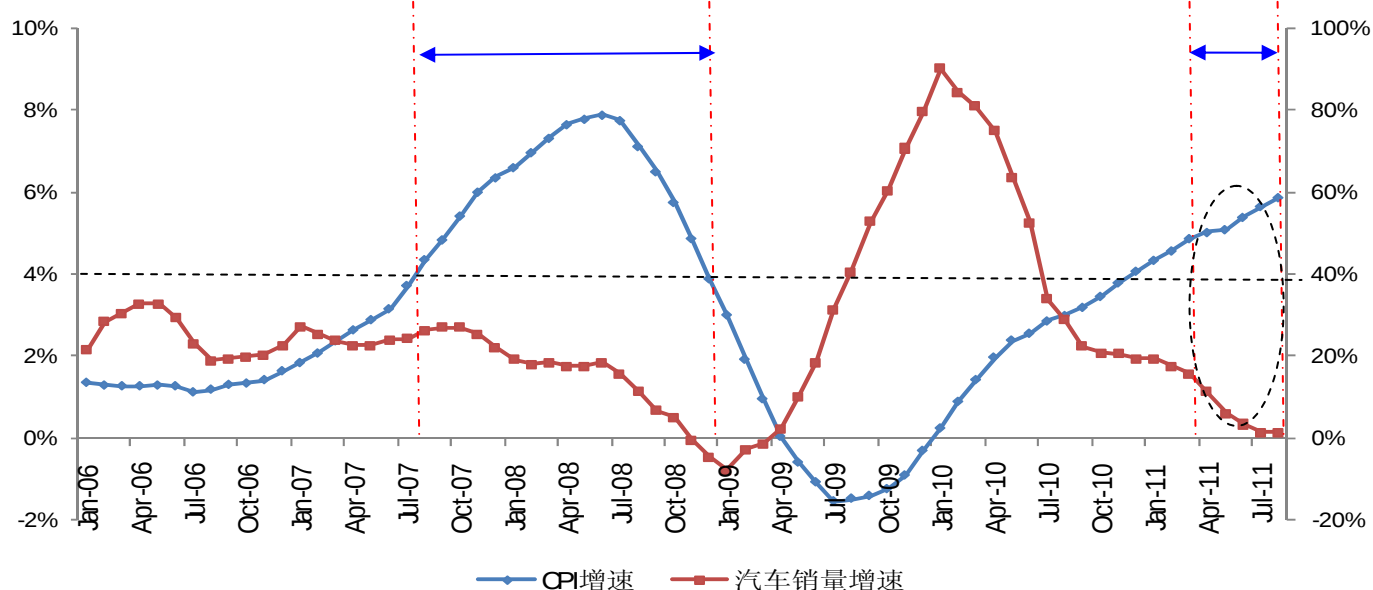


积极因素正在累积，向上拐点或已不远

通胀拐点或已到来，紧缩政策调整可期

- 我们一直认为，造成今年汽车行业大幅下滑的根本原因是高通胀以及由此引起的紧缩性调控，政策退出等其它因素只不过加剧了调整的幅度。我们将这一判断逻辑重述如下：
 - 从理论上而言，汽车行业是产值很高、产业链很长的国民经济支柱产业，其景气状况与宏观经济形势必然密不可分，两者的景气周期也高度一致。当宏观经济因高通胀以及紧缩政策面临下滑风险时，汽车行业也必然遭遇景气下滑。一方面，从需求角度，高通胀和紧缩政策将直接削弱消费者的购买力和购买意愿，从而影响乘用车需求，紧缩政策通常也意味着信贷的收紧和投资的抑制从而也将直接影响商用车需求；另一方面，从成本角度，高通胀将直接增大汽车厂商的成本上升压力，而且这一压力较难转嫁，由此汽车行业的盈利能力也必然受到削弱。
 - 从近 10 年来汽车行业的实际运行态势中也可看出汽车行业与宏观经济形势的高度相关性。02 年以来，汽车行业在 04-05 年、08 年都出现了大幅下滑状况，其中 04-05 年的宏观背景就是高通胀以及持续的、严厉的宏观调控，08 年上半年也是如此，下半年则又增加了国际金融危机的影响。

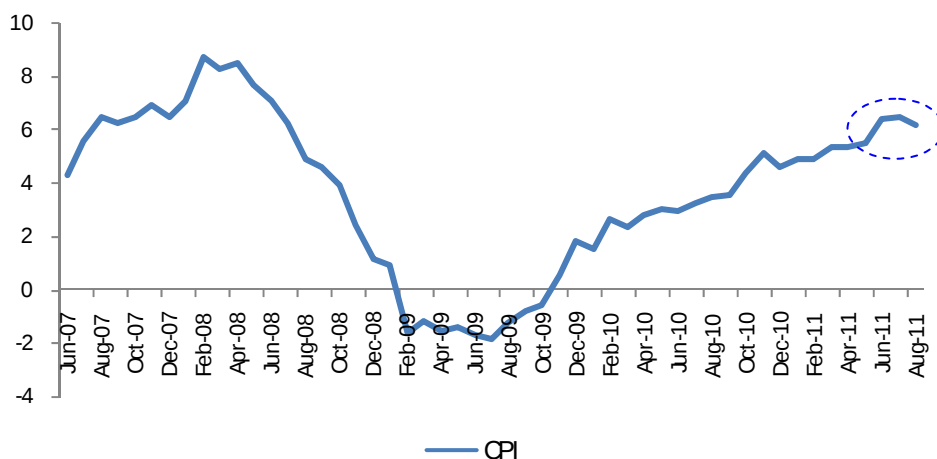
图表5: CPI 处于高位时, 汽车销量增速往往迅速下滑 (6 个月移动平均)



来源: wind、国金证券研究所

- **通胀拐点或已到来, 紧缩政策调整可期。**8 月份我国 CPI 已降至 6.2%, 较上月回落 0.3 个百分点。尽管当前尚难判断我国通胀水平是否可由此持续回落, 但至少继续走高的可能性已极为有限。此外, 考虑当前愈演愈烈的欧洲债务危机, 我国保持经济平稳较快增长的压力正日渐加大, 由此我国紧缩性调控政策继续加码的可能性也已越来越小, 适度放松的可能性则越来越大。由此可见, 汽车行业面临的根本性制约力量已难以加剧并将趋于减缓。

图表6: 我国 8 月份 CPI 已有所回落

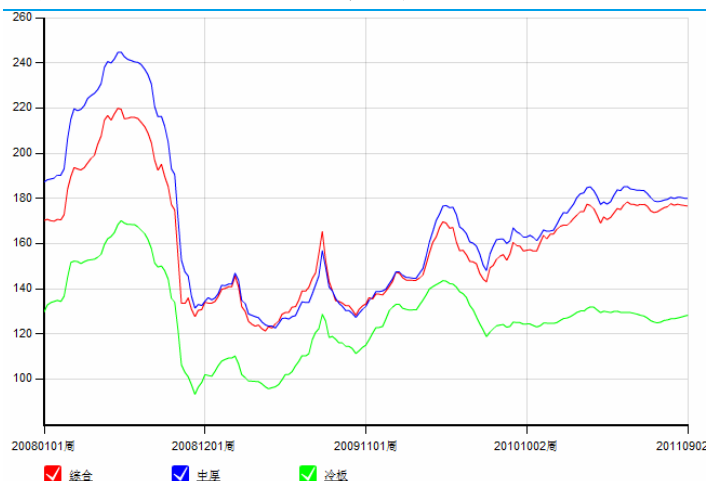


来源: wind、国金证券研究所

- 4 月份以来, 国际原油价格就已呈震荡回落走势, 其它大宗商品国际价格也已有明显回落。这一方面有利于缓解我国的输入性通胀压力, 抑制我国通胀水平继续走高; 另一方面, 国际原油价格的下降也将不断加大对国内成品油价格下调的预期, 有利于减缓高油价对汽车消费需求的抑制作用, 直接有利于汽车行业景气回升。

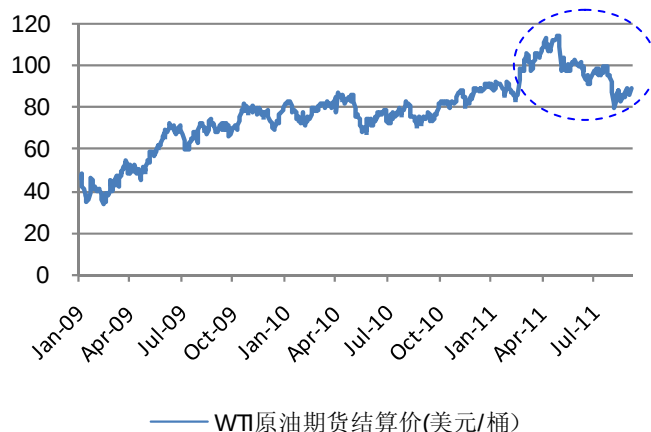
- 5 月份以来，国内钢材价格已从高位有所回落，未来走低的可能性也不断加大。由于钢材价格与汽车制造企业生产成本直接相关，钢材价格的回落也将减缓相关企业的成本上升压力，有利于其汽车板块保持较好的盈利能力。

图表7：钢材价格指数已从高位有所回落



来源：wind、国金证券研究所

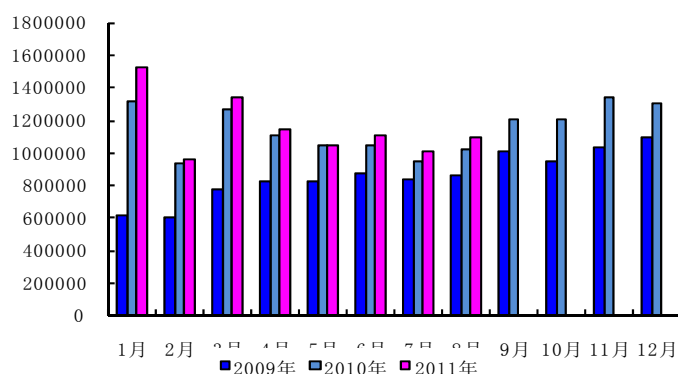
图表8：国际原油价格已呈震荡下行走势



乘用车销量已恢复正常增长

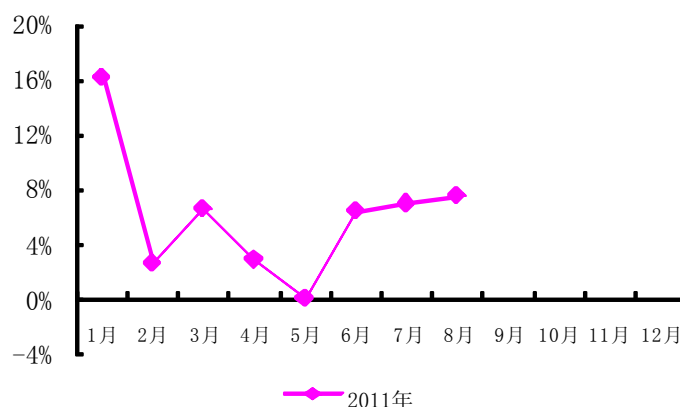
- 随着各种负面因素抑制作用的逐渐衰减，6 月份以来乘用车销量增速已连续回升，8 月份乘用车销量增长 7.3%，1-8 月累计则增长 6.05%，我们预计乘用车未来几月增速至少可基本稳定，可以认为乘用车市场需求已恢复正常增长。
- 轿车销量增速在 6 月份大幅回升后，尽管 7、8 两月有所回落，但仍高达 10%左右，远高于 4、5 月份时不足 5%的水平，未来几月增速再次“探底”的可能性很小。
- 交叉型乘用车是今年以来乘用车市场中销量表现最弱的品种，7 月份以来增速降幅也已显著收窄。6 月份时增速降幅高达 21.17%，但 8 月份时则已大幅收窄至 5.87%。

图表9：近三年乘用车月度销量情况（辆）

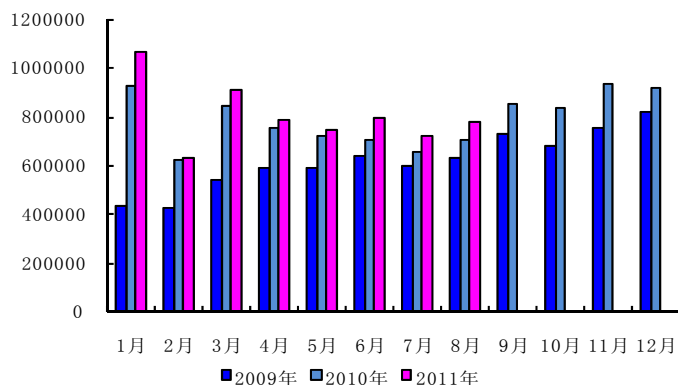


来源：CAAM、国金证券研究所

图表10：6 月份以来乘用车销量同比增速已连续回升

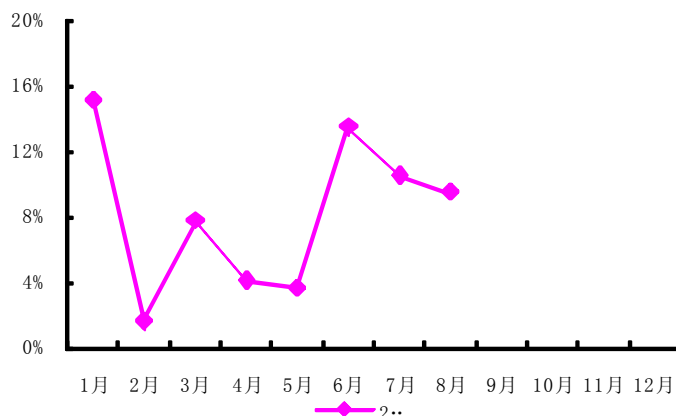


图表11: 近三年轿车月度销量情况 (辆)

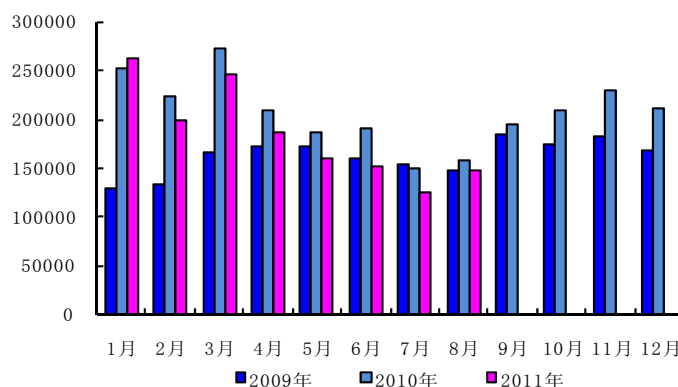


来源: CAAM、国金证券研究所

图表12: 6月份以来轿车销量增速已触底回升

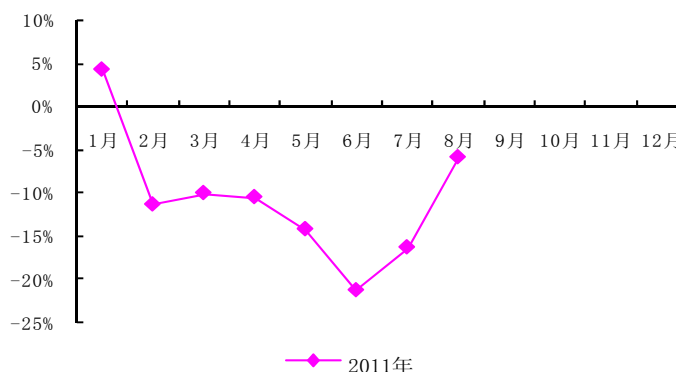


图表13: 近三年微客月度销量情况 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

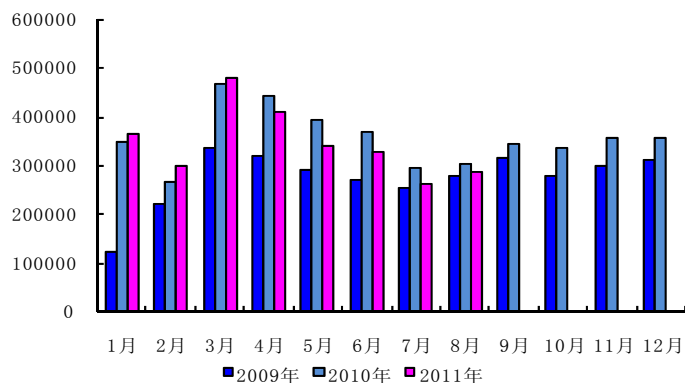
图表14: 6月份以来微客销量增速已触底回升



商用车增速降幅明显收窄

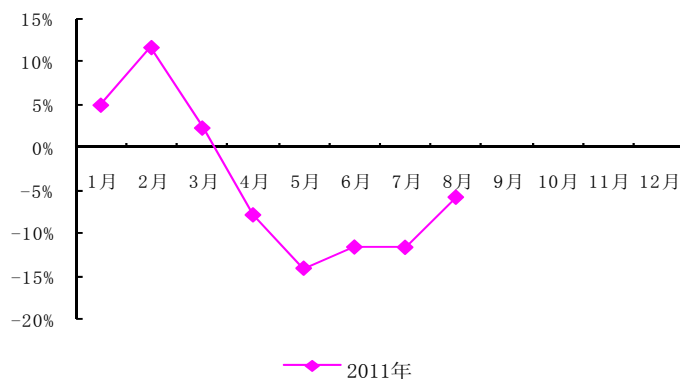
- 由于突出的投资品属性,商用车行业波动性远大于乘用车行业,今年以来商用车销量表现也显著弱于乘用车。所幸的是,6月份以来商用车销量增速也已明显回升,降幅不断收窄,可以预见商用车市场需求也将逐步恢复正常增长。
- 重卡是今年以来销量降幅最大的汽车种类,6月份时增速降幅曾高达31.86%,8月份时则已收窄至-11.59%,我们预计未来几月重卡销量增速仍将持续回升。
- 大中客销量增速5月份开始已连续3个月回升,8月份增速尽管较7月有所回落但也仍达8.23%。大中客市场增长一直相对平缓,我们预计未来几月其销量增速也将趋于稳定。

图表15: 近三年商用车月度销量情况 (辆)

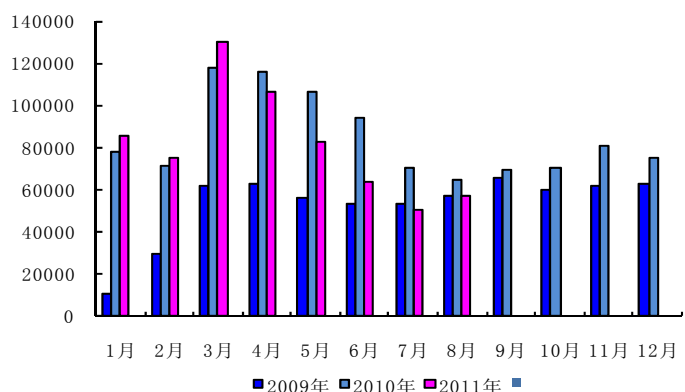


来源: CAAM、国金证券研究所

图表16: 6月份以来商用车销量增速降幅正在收窄

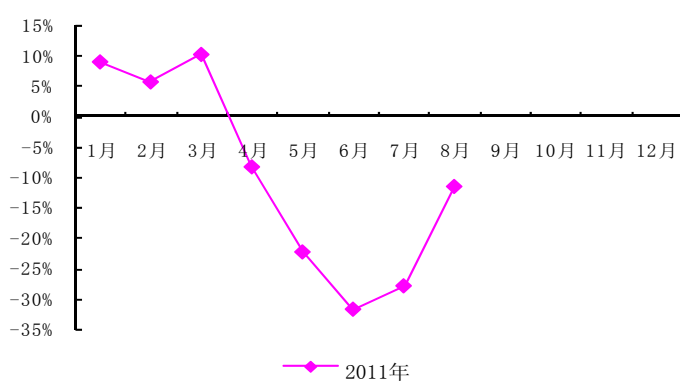


图表17: 近三年重卡月度销量情况 (辆)

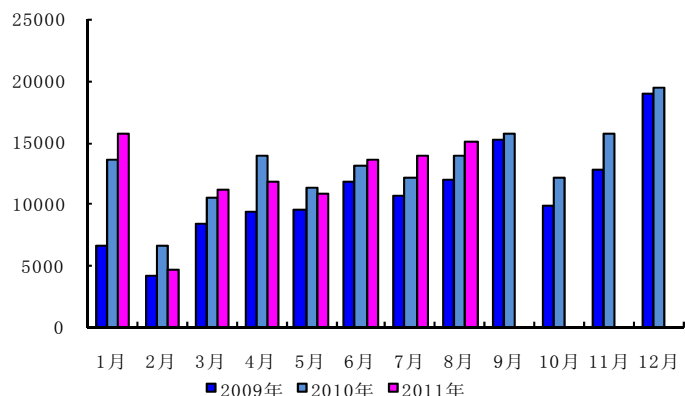


来源: CAAM、国金证券研究所

图表18: 7月以来重卡销量增速降幅逐渐收窄

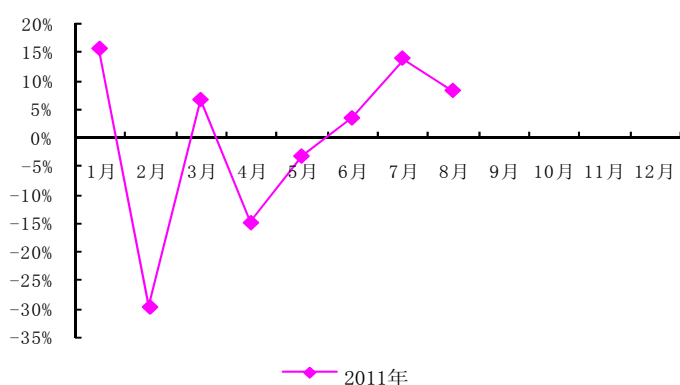


图表19: 近三年大中客月度销量情况 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

图表20: 5月以来大中客销量增速已迅速回升



行业政策不确定性基本消除

- 自从北京今年年初开始摇号上牌以来, 汽车限购是否会在全国蔓延就成了业界挥之不去的阴霾。但从目前来看, 北京限购之后已在 7 月份出台了老旧

汽车淘汰更新补贴政策尽量减少限购对汽车消费的影响，迄今唯一跟进限购的城市贵阳也遭受了发改委的严厉批评。我们判断，其它城市跟进限购的可能性已微乎其微。此外，节能车补贴政策尽管门槛将有所提高但也确定将继续实行。由此，可以认为汽车行业最严厉的利空政策不会再扩大，对节能汽车的引导鼓励则仍将进行。

- 北京市制定的《进一步促进本市老旧汽车淘汰更新方案》已于 8 月起实施，北京将通过政府补助和企业奖励的形式鼓励老旧汽车淘汰更新。北京出台这一政策的根本目的就是尽量对冲限购令对北京汽车市场的负面影响。差不多同时，同样出台限购政策的贵阳则受到了发改委官员的严厉批评。此举表明，北京限购有其特殊必要性，其它城市跟进限购不仅违背民意也得不到高层支持。此外，北京在限购后又出台相应的对冲政策也将为其它城市树立标杆，即：纵使不得已出台限购政策，后续也应有对冲措施尽量减少对汽车市场的打压。由此我们判断，其它城市效仿北京限购的难度将大大增加，可能性也将大幅减小。由此，限购的负面影响已可明显削减，不必过于担忧。
- 节能车补贴政策是当前国家层面唯一仍在实行的汽车消费鼓励政策，这一政策对汽车销量增长以及行业盈利能力提高都起着举足轻重的作用。我们曾测算，已有的 6 批节能车车型可覆盖乘用车销量的 60%，轿车销量的 80%，覆盖了 1.6L 及以下几乎所有主流车型。市场曾普遍担心这一政策在补贴金额用完后将面临退出。如今，这一政策的后续走向也已尘埃落定，节能车补贴油耗认定标准将提高，但补贴政策将继续实行。尽管门槛的提高短期内将使受补车型大幅减少，企业盈利能力将经受下滑考验，但随着技术水平的提高，未来仍将有越来越多的车型进入新的节能车补贴目录，这一政策对汽车消费的促进作用也将继续发挥。

图表21：各公司、各批次节能车型累计情况

公司	第一批	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批	累计车型数
上海通用	12	5	7				24
上海通用五菱	6				5		11
上海大众	7			4	2	8	21
上海汽车			2		2		4
一汽丰田		1	2		7		10
一汽大众		9		1			10
一汽夏利				8	1	4	13
一汽吉林			2				2
一汽海马		2		6	4		12
海马商务				2			2
海马郑州				1			1
东风汽车公司						1	1
东风有限		6		3	6	4	19
东风柳州					1	1	2
东风渝安			3		13		16
东风悦达	6			4	2		12
长安福特马自达		8	8				16
长安汽车	6	2	2	8	1	23	42
长安铃木	2					10	12
奇瑞汽车	3	17	9				29
华晨汽车	4		2	4		1	11
华晨金杯				1		3	4
吉利汽车			3				3
昌河(含昌河铃木)		4	9		3		16
江淮汽车	8				1	3	12
比亚迪	2		8			5	15
北京现代	6	4	3	6			19
哈飞汽车					3	2	5
广汽本田	6					4	10
长城汽车	2		13	4			19
重庆力帆				3	4		7
神东风龙				7			7
郑州日产				2	2		4
北京奔驰	1						1
北汽福田		2					2
浙江豪情	1			1		2	4
东南汽车					10	8	18
江南汽车					2	5	7
上海华普			1			2	3
小计	72	60	74	65	69	86	426

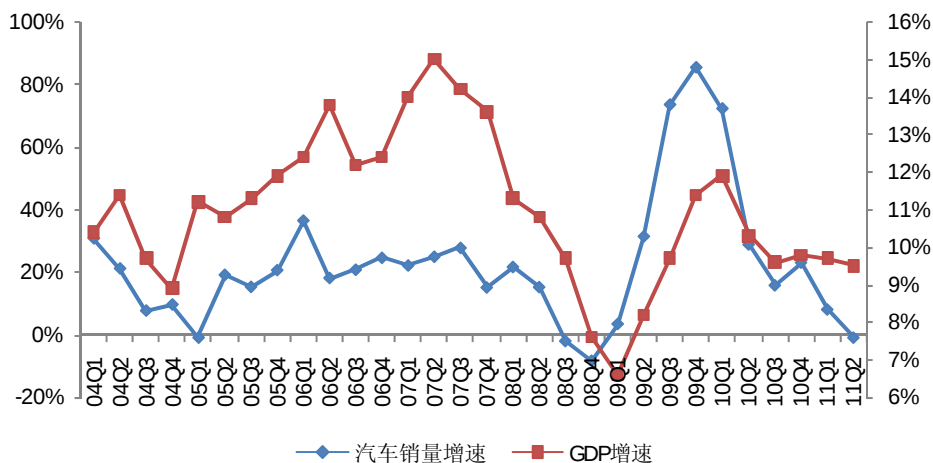
来源：工信部、国金证券研究所

向上拐点或已不远

- 综合以上分析，可以发现当前汽车行业的负面因素作用已趋于衰减，有利于汽车行业景气回升的积极因素则正在累积。众所周知，汽车是典型的早周期行业，景气回升往往可领先宏观经济整体形势。由此我们认为，尽管当前尚难判断汽车行业景气向上拐点到来的具体时间，但毋庸置疑的是这一时点已渐行渐近。
- 仍以通胀水平作为判断汽车行业景气变化的根本因素，我们初步判断汽车行业的向上拐点有望出现在明年一季度。当前我国通胀水平尽管有所回落但仍处于较高水平，且四季度由于节能车补贴政策门槛收紧，行业盈利能力仍有可能进一步下滑。而进入 2012 年后，一方面

届时我国通胀水平或已回落至较合理水平；另一方面，入选新的节能车目录的车型将逐渐增加，行业盈利能力有望企稳回升。

图表22：汽车销量增速变化往往领先 GDP 增速一个季度



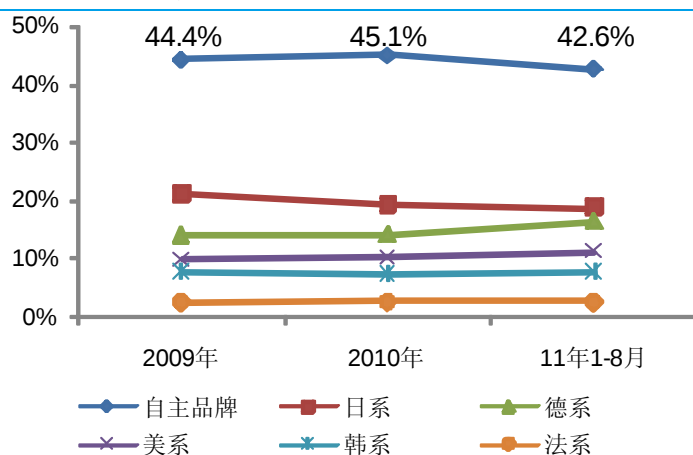
来源：wind、国金证券研究所

细分行业梳理与全年预测

乘用车：自主品牌遭遇集体困境，未来表现仍可能较差

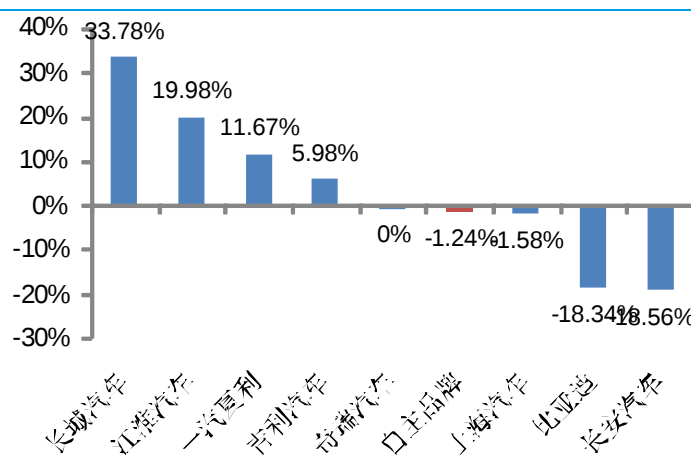
- 在行业整体增速大幅下滑的背景下，企业间表现分化将明显加剧。今年以来，乘用车市场最为显著的特征之一就是自主品牌企业可谓遭遇了集体困境，市场表现远远逊色于合资企业。
 - 1-8 月，我国乘用车整体销量增速为 6.05%，但自主品牌整体销量则同比下滑 1.24%。与此同时，自主品牌乘用车市场份额也出现了明显的下滑，1-8 月为 42.6%，比去年全年下滑 2.5 个百分点。在主要的自主品牌企业中，也仅有长城汽车因为主打的细分市场增速较快且公司轿车业务去年下半年才正式放量因而销量增速仍然保持较高。
- 我们认为，导致今年自主品牌遭遇集体困境的关键原因是两者间仍然显著的品牌和品质差距。尽管已取得了长足进步，但自主品牌与合资企业之间在品牌和产品品质上的差距仍然显而易见。与合资企业外方合作伙伴长达数十年乃至上百年的历史积淀相比，自主企业的品牌知名度和号召力无疑大打折扣，一些自主企业惯用的低质低价竞争策略也已在客观上损害了自主品牌产品整体的品质和品牌形象。此外，近几年来合资企业产品线已逐渐下探，不断推出低价车型冲击中低端市场。在行业整体增速大幅下降的背景下，市场供需关系已远不如 09-10 年间有利于卖方，大潮退去后自主品牌企业遭遇困境也就在所难免了。
- 值得说明的是，我们认为自主品牌当前遭遇的集体困境不会是短期现象，如果没有特别有利于自主品牌的扶持政策出台，这种困境短期内很难有明显改观。总体而言，由于年销量规模已经高达近 2000 万辆，汽车保有量快速增长对能源、交通、环保等多方面的压力也已空前加剧，我国汽车销量很难再保持以往的快速增长，由此也意味着汽车市场的竞争激烈程度仍会进一步加剧，而自主品牌企业缩小同合资企业的品质和品牌差距是难以在短期内完成的。

图表23：乘用车自主品牌市场份额变化情况—月度



来源：CAAM、国金证券研究所

图表24：自主品牌主要企业1-8月份销量累计增速



重卡：加速去库存，业绩下调压力仍较大

- 今年二季度以来，由于市场需求大幅回落，重卡企业已不得不开始加速去库存。从目前了解的情况来看，目前重卡行业库存已回落至 1.5-2 个月水平，这一水平较上半年已有显著改观，总体上也已趋近于合理范围。
- 值得说明的是，尽管库存的加速去化有助于企业现金流状况的明显好转，但去库存往往也意味着终端的降价促销，由此引起企业盈利的大幅下滑也不容忽视（尤其重卡整车企业平均毛利率仅为 10%左右）。由于今年重卡行业去库存的进程并未在上半年初底完成，三季度仍在延续，我们担心重卡类相关企业业绩仍存在较大的下调压力。

图表25：2011 年中期商用车整车企业库存周转天数对比

	存货周转天数				
	11H1	10H1	11Q1	11H1-10H1	11H1-11Q1
福田汽车	38.3	31.51	48.92	6.79	-10.62
江淮汽车	19.6	17.29	23.36	2.31	-3.76
江铃汽车	34.39	31.7	32.52	2.69	1.87
东风汽车	50.1	55.18	51.74	-5.08	-1.64
中国重汽	92.59	57.33	128.21	35.26	-35.62
星马汽车	60.77	55.07	78.09	5.7	-17.32
宇通客车	38.22	27.38	38.98	10.84	-0.76
曙光股份	44.37	42.93	46.76	1.44	-2.39
金龙汽车	46.88	41.3	49.88	5.58	-3.00
安凯客车	50.55	52.45	56.17	-1.9	-5.62
中通客车	63.29	89.94	76.18	-26.65	-12.89
商用车企业平均	49.01	45.64	57.35	3.36	-8.34

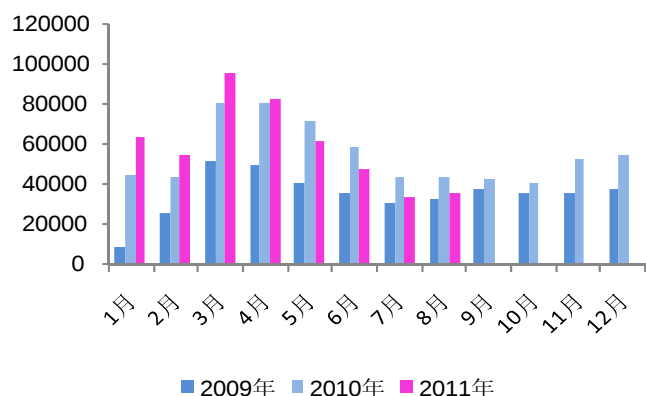
来源：wind、国金证券研究所

- 今年以来，物流类和工程类两类重卡的表现分化非常显著，物流类重卡（主要即为半挂牵引车）年初以来即开始大幅下滑但目前已开始强劲回升，工程类重卡一季度时同比仍有快速增长但增速却持续下滑，目前回升态势也相对疲弱。从这两类重卡的未来走势来看，我们更为看好物流类重卡的持续、强劲回升。
- 造成今年物流类重卡大幅下滑的根本原因是运价低迷、油价高企等因素叠加导致了重卡用户盈利水平的大幅下降，此外《公路安全保护条

例》引发的客户观望情绪也加剧了需求的萎缩。但到目前阶段，货运价格已有企稳回升迹象，油价下调预期也在逐渐增强，降低过桥过路费则已被国务院明确列为了促进物流业健康发展的若干措施之一，由此重卡用户的盈利水平已有望逐步改善，购车意愿也将逐渐增强。《条例》则由于空前加大了对超载的打击力度，且目前部分地区已开始严格执行，由此物流类重卡需求也将逐渐迸发。

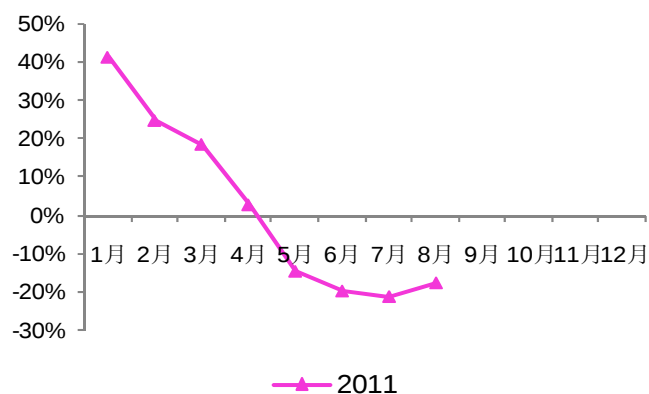
- 工程类重卡需求与固定资产投资紧密相关，在我国目前紧缩性货币政策尚未解除、4 万亿投资项目普遍已完工或处于尾声、地方政府普遍资金紧张背景下，我们认为此类重卡需求持续回升仍有待时日。

图表26：非物流类重卡近年月度销量（辆）



来源：CAAM、国金证券研究所

图表27：非物流类重卡增速仍较为疲弱

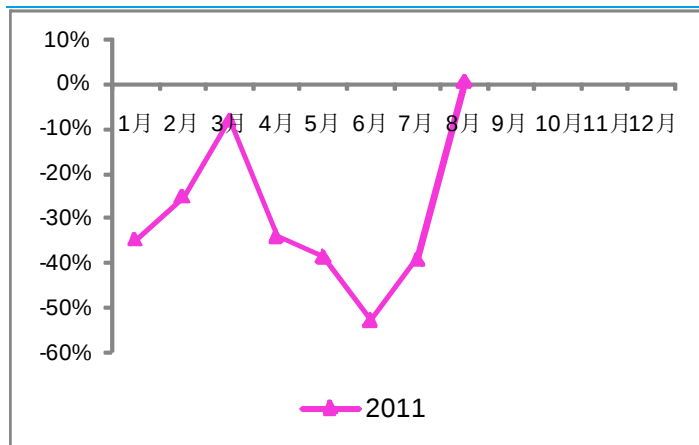


图表28：半挂牵引车近年月度销量（辆）

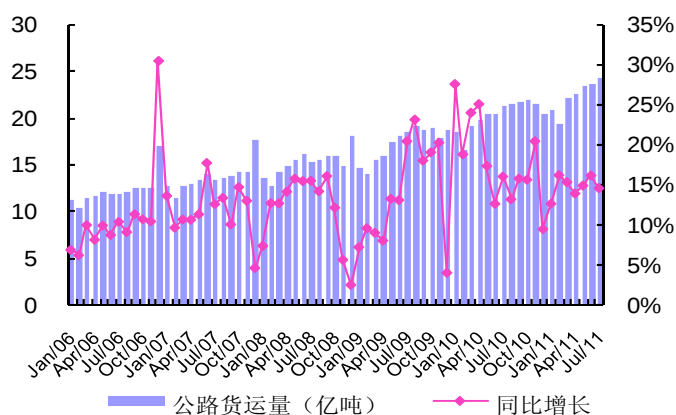


来源：CAAM、国金证券研究所

图表29：7 月份以来半挂牵引车增速显著回升

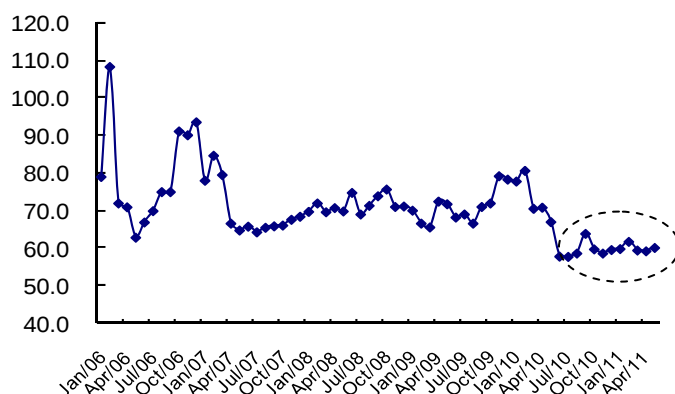


图表30：公路货运量仍保持稳定增长



来源：wind、国金证券研究所

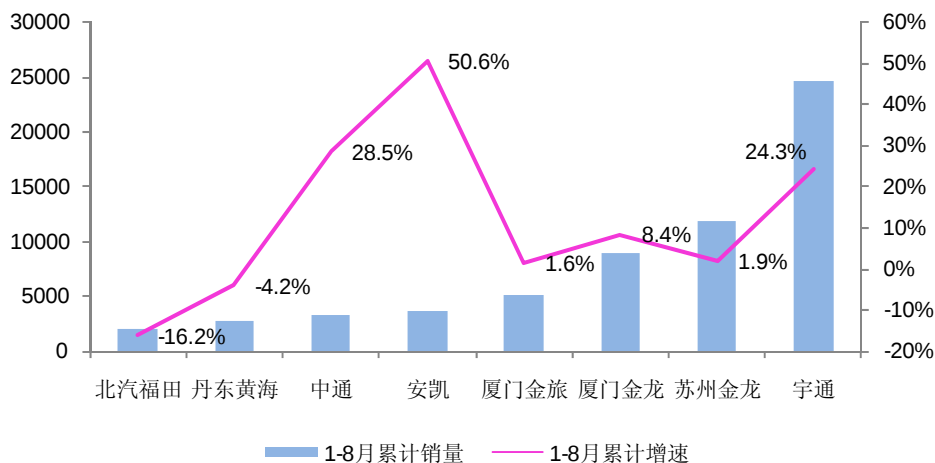
图表31：公路货运价格指数有望从底部回升



大中客：宇通销量快速增长，龙头地位稳固

- 大中型客车市场非常成熟，需求稳定，近几年来已趋于低速增长。截止 1-8 月，大中型客车销量增长仅 1.77%，但企业间的分化表现非常显著，部分公司销量增速远超行业整体水平。
- 宇通客车是大中型客车绝对龙头，无论在订单获取、盈利水平、管理能力等各方面均具有同行竞争对手难以比拟的优势。今年 1-8 月，宇通销量增长 24.3%，龙头地位更加难以撼动。
- 中通、安凯等行业二线企业今年以来销量表现也非常突出，主要原因是出口销量有较大增长。但由于海外市场需求存在很大的不确定性，在国内市场上这两企业竞争力又远不及宇通、金龙，历史上其业绩表现也波动极大，因此我们认为其后续市场表现仍有待观察。

图表32：2011 年 1-8 月大中客行业主要企业销量及增速情况



来源：CAAM、国金证券研究所

预测全年汽车销量增长约 5%

- 根据 1-8 月的行业销量，结合季节规律，我们对行业全年销量的最新预测为 1890 万辆，增长 4.7%。其中，乘用车销量预测为 1477 万辆，增长 7.4%，商用车销量预测为 413 万辆，下滑 3.8%。

- 从各细分车型的分类预测来看，我们认为全年销量降幅最大的将为微卡，其次为微客和重卡。值得说明的是，我们预测重卡销量将为 95 万辆左右，仅从销量上看下降幅度仅为 6%，但相关上市公司的业绩降幅则将远超过于此。此外，销量增长最快的仍非 SUV 莫属，这一细分车型已连续多年远超行业整体增速。

图表33：2011 年汽车销量分类预测

	2010年销量	11年1-8月	11年1-8月增速	销量 2011E	增速 2011E
汽车合计	1,804.2	1,198.4	3.3%	1890	4.7%
乘用车合计	1,374.9	921.8	6.1%	1477	7.4%
轿车	949.4	645.9	8.5%	1040	9.5%
MPV	44.5	31.3	14.3%	48.5	9.0%
SUV	131.8	96.7	17.9%	154	17.0%
交叉车型	249.2	147.8	-10.1%	234	-6.0%
商用车合计	429.3	276.5	-4.8%	413	-3.8%
重型卡车	101.5	65.2	-9.5%	95	-6.0%
中型卡车	27.3	19.3	4.3%	28.5	4.5%
轻型卡车	195.3	128.3	-5.3%	191	-2.0%
微型卡车	60.9	32.8	-9.8%	49	-20.0%
大型客车	6.9	4.4	7.8%	7.53	9.5%
中型客车	9.0	5.4	-2.7%	9.00	0.0%
轻型客车	28.4	21.2	13.2%	32.6	14.5%

来源：CAAM、国金证券研究所

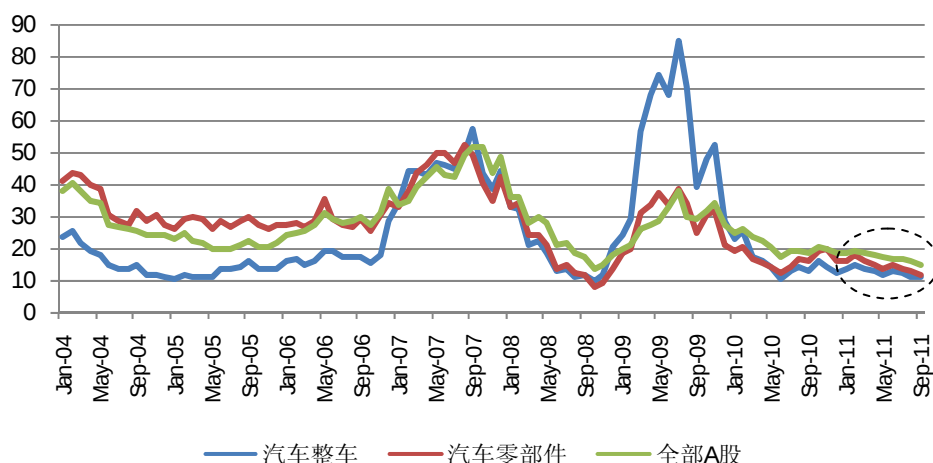
- 在上述销量假设下，我们预测整车板块全年业绩增长将在正负 10%之间，整体盈利能力将比去年有所下滑。值得注意的是，今年汽车板块上市公司的业绩分化将非常显著，商用车类企业业绩下滑压力将远大于乘用车企业，部分公司业绩将负增长，而部分优质企业的业绩则仍有望增长 10-20%。

投资策略

建议增加汽车股配置至“标配”

- 综合全文分析，我们认为汽车行业面临的负面因素作用已趋于衰减，有利于行业景气回升的积极因素则正在累积，更为重要的是，汽车行业本身无论销量还是增速都已较上半年有明显改观，行业需求正趋于稳定增长。由此，我们判断汽车行业已处于较为确定的底部区域。
- 暂时的调整并没改变我国汽车消费的长期快速成长周期，随着通胀回落、政策退出效应的减弱，2012 年汽车销量有望恢复较快增长，产能利用率也将继续维持较高水平，对 2012 年不必过度担心。
- 当前汽车板块估值水平已到达历史最低位附近，我们测算的整车板块重点公司平均估值已仅为 2011 年 11 倍 PE，零部件板块也仅为 14 倍 PE（我们的盈利预测已考虑了一定程度的业绩增速下行风险）。可以认为，当前汽车板块估值水平已充分反映了市场悲观预期，下行空间已非常有限（历史最低估值为 10 倍，意味着最多 10%的下行空间）。
- 值得说明的是，我们并不认为汽车行业的向上拐点已经到来，拐点的到来仍有待于通胀水平回落至合理范围以内，因此我们也仍维持行业的“持有”评级。我们只是认为，当前汽车板块已处于较为确定的底部区域，向上拐点则在渐行渐近。由此，我们建议投资者积极增加汽车股配置至“标配”水平，鉴于汽车板块当前良好的安全边际以及早周期特征，配置汽车板块已足可跑赢大盘并至少获得相对收益。

图表34：汽车板块估值水平已处于历史最低位附近



来源：wind、国金证券研究所

重点看好乘用车及零部件龙头企业、优质经销商

- 相比于商用车尤其是重卡板块，乘用车板块由于增长相对稳定且今年以来库存水平一直处于合理范围，受原材料成本上升的影响也相对较小，由此我们认为乘用车板块业绩下调风险较小。由此短期内我们仍重点看好乘用车及相关零部件龙头企业。
- 商用车尤其重卡行业销量增速已在回升之中，库存水平也正趋于合理，未来向上弹性较大。但鉴于前期持续的去库存可能并未在相关公司中报业绩中得以充分反映，目前板块估值也无明显优势，由此我们建议在三季度业绩风险释放后再考虑介入。
- 尽管今年汽车行业增速已大幅下滑，但我国的汽车经销行业仍处于快速发展进程之中，龙头企业均忙于“跑马圈地”。对于经销商而言，一方面得益于保有量的持续增长，其售后业务将不受行业景气周期的影响而稳定增长；另一方面，随着时间推移，近年大量的新建网点将逐渐进入业绩释放期，由此其未来业绩仍有望快速增长。在估值风险基本释放后，我们看好庞大集团、亚夏汽车等公司的后续表现。
- 我们的重点推荐组合是：上海汽车（600104）、一汽富维（600742）、亚夏汽车（002607）、庞大集团（601258）、远东传动（002046）、鸿特精密（300176）。

重点公司简介

上海汽车：业绩增长一枝独秀，低估明显

- 上半年，公司实现销售收入 1,838.77 亿元，同比增长 24.56%；实现归属母公司股东净利润 85.76 亿元，同比增长 46.09%。在大部分企业利润增速明显下滑的背景下，公司业绩增长表现绝对称得上是一枝独秀。
- 多款全新车型以及强大的综合竞争能力使上海大众、上海通用销量表现远超行业平均水平。截止 8 月份，上海大众销量增速仍高达 20.71%，上海通用增速则为 26.13%，这两家公司是上汽最为主要的利润来源，其良好表现足以保障上汽仍可获得较快的业绩增长。
- 近几年公司增速始终快于行业整体水平，市场份额稳步提高，龙头地位更为稳固。此外，上汽的龙头地位已远非停留在规模层次，公司较早完成了核心业务整体上市，“上南合并”成功整合，国际并购也已积极实践，上汽的综合竞争力在国内已属首屈一指，其领先地位还有扩大之势。

- 上汽是当仁不让的整车板块首选投资标的，预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.83、2.12、2.36 元，当前股价对应 2011 年仅为 8 倍 PE，低估明显，维持“买入”评级。

一汽富维：外延式成长空间大，弹性十足

- 公司本部车轮业务在 2010 年已顺利扭亏。2011 年 2 月，公司又决定在成都成立车轮分公司，建立钢车轮生产基地并扩大轮胎装配产能。公司本部车轮业务的有望迎来快速增长。
- 公司 2010 投建了多个新项目，2011 年起有望逐步释放业绩。如 2010 年初决定设立重庆延锋彼欧富维汽车外饰件有限公司，2010 年下半年与丰田纺织合资成立“长春富维丰田纺织汽车饰件有限公司”，2011 年又决定新建富维东阳 4 号厂房，将新增年产 30 万套保险杠产能，这些新增公司或项目的逐步投产将有力推动公司业绩快速增长。
- 公司是一汽集团的主要零部件供应商，但当前业务规模远远不如上汽集团旗下的华域汽车，存在巨大的外延式扩张空间。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.87、3.49、4.22 元，当前股价对应 2011 年 PE 仅为 10 倍，维持“买入”评级。

亚夏汽车：区位优势得天独厚，成长空间难以限量

- 区位优势得天独厚，业绩表现远胜行业整体水平：近几年来中西部地区已成为带动我国汽车销量增长的主导区域，中西部地区汽车销量增速和发展潜力都远高于东部地区。集中于汽车消费潜力大、增长快的安徽省是亚夏得天独厚的突出优势，公司业绩增长也明显强于行业。2011 年上半年，我国狭义乘用车销量增速仅为 10%，但公司销量增速仍高达约 25%。上半年公司实现营业收入 16.53 亿元，同比增长 24.95%，实现归属母公司净利润 5025 万元，同比增长 49.84%。
- 网点扩张顺利进行，未来增长如虎添翼：公司计划未来 3 年新建 45 家以上 4S 店，其中今年约 10 家，2012 年约 15 家，2013 年则计划新建 20 家以上。公司今年计划新建的 10 家店已陆续开建，其中确定今年可建成的店至少有 7 家，这 7 家店可在明年开始贡献业绩。一般而言，新建店建成后的第二年即可实现盈利，4-5 年后即可收回投资成本。
- 我们认为公司是 A 股市场最具进攻性的汽车经销企业，成长能力难以限量。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.35 元、1.80 元、2.46 元。公司当前股价相当于 2011 年 22 倍 PE，估值仍有上升空间，维持公司“买入”评级。

庞大集团：业绩风险已释放，未来仍有望快速增长

- 由于在快速扩张过程中遭遇了行业的大幅调整，公司今年上半年业绩出现了大幅下滑，但我们认为这只是“成长中的烦恼”。进入下半年，随着行业销量增速企稳回升，公司经营效益已显著改观，未来公司也将适度控制扩张节奏，由此我们认为公司业绩风险已充分释放。
- 尽管行业增速大幅吓唬，但售后业务仍然体现了良好的成长性，这也是我们看好汽车经销商的重要理由之一。上半年庞大售后业务收入同比增加 19.43%，达 17.42 亿元。售后业务毛利达到 5.5 亿元，同比增长 37.40%，售后业务毛利则率为 31.58%，同比上达升 4.13 个百分点。
- 公司计划今年新建 400 家 4S 店，乘用车与商用车 4S 店各 200 家，其中还包括 50 家高端品牌店，完成后 4S 点总数将比 2010 年翻番。经销网点是汽车经销商最为重要的核心资源，尽管当前我国汽车整体销量增速有所放缓，但这并未改变我国仍处于汽车普及进程之中这一长期增长周期，当前的积极扩张必将为公司未来业绩的快速增长奠定坚实基础。

- 市场普遍担心公司与萨博的合作将遭遇失败且已支付的 4500 万欧元有损失风险，我们认为这一风险是在可控范围内的，且近期公司股价的大幅下挫也已充分反映了这一风险。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.98、1.53、2.33 元。公司当前股价对应 2012 年 18 倍 PE，估值偏低，维持其“买入”评级。

远东传动：成长与盈利能力俱佳的非等速传动轴龙头

- 公司可多方向渐次扩张，成长能力远超一般认识：公司早已成为行业龙头，市场普遍担心其继续成长空间。实际上，公司可供选择的发展路径多种多样，成长空间难以限量。从短的看，产能扩张配合全国布局足可保证近年业绩快速增长；从中期看，公司打入重卡“三巨头”内部配套市场只是时间问题；稍远一点看，公司已在酝酿进行横向扩张，在等速传动轴等领域分一杯羹完全具备能力；此外，海外和售后市场容量巨大，公司具备突出优势但目前业务量甚少，大力开拓后的市场前景一样非常可观。
- 盈利能力一如既往的优秀，未来仍有望持续提升：由于具备突出的技术和工艺优势，公司拥有强大的成本控制能力。近几年来，纵使原材料等成本价格不断上升，公司盈利能力仍然稳步提高。2011 年上半年，公司毛利率已提高至 35.27%，净利润率提高至 20.49%，在 A 股汽车板块首屈一指。未来，随着锻造毛坯件自制比例的提高，公司盈利能力仍有望持续提升。
- 我们认为公司是难得的成长与盈利能力俱佳的零部件龙头企业，在商用车行业整体销量出现负增长的上半年，公司仍实现了收入及净利润近 23% 的快速增长，公司业绩增长的确定性由此可见一斑。
- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.86 元、1.15 元、1.44 元，公司当前股价对应 2011 年 18 倍 PE，维持“买入”评级。

鸿特精密：有望爆发式成长的优质铝压铸企业

- 铝压铸行业是我国汽车零部件领域中为数不多的具有全球竞争力的优势产业，正充分受益国际产业转移，发展空间极为广阔。
- 鸿特精密当前规模较小，但成长爆发性极强。一方面，公司产品已全面配套东风本田、东风本田发动机、福特汽车、康明斯等国内外巨头，并已进入宝马、奔驰等著名企业供应体系，订单储备极为充足；另一方面，公司现有产能仅为 0.6 万吨，但 2012 年即可扩至 1.4 万吨，较当前水平翻番有余，随着公司产能瓶颈逐步解决，公司业绩也将迎来高速增长。
- 我们预测公司未来业绩将可保持 40% 以上的平均增速，成长性非常突出。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.38、0.83、1.19 元，公司 2011 年业绩受到偶然因素影响，不能反映正常增长情况，公司当前股价对应 2012 年业绩仅为 17 倍 PE，估值偏低，给予“买入”评级。

图表35：汽车板块重点公司最新估值与投资评级

简称	最新股价	EPS				PE			投资评级
		2010A	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
上海汽车	15.38	1.49	1.83	2.12	2.37	8.41	7.25	6.50	买入
一汽轿车	11.23	1.14	0.83	0.98	1.18	13.53	11.46	9.52	持有
长安汽车	4.13	0.48	0.39	0.47	0.53	10.59	8.79	7.79	持有
福田汽车	7.48	0.87	0.67	0.87	1.12	11.16	8.60	6.68	买入
江淮汽车	7.88	0.90	0.97	1.17	1.45	8.11	6.76	5.43	买入
江铃汽车	20.48	1.98	2.20	2.65	3.17	9.31	7.73	6.46	买入
中国重汽	15.70	1.60	1.15	1.37	1.63	13.65	11.46	9.63	持有
潍柴动力	37.59	4.07	3.82	4.70	5.48	9.84	8.00	6.86	买入
星马汽车	15.54	1.43	1.60	1.89	2.25	9.71	8.22	6.91	买入
宇通客车	20.18	1.65	2.06	2.45	2.93	9.80	8.23	6.88	买入
曙光股份	9.09	0.42	0.45	0.59	0.75	20.20	15.41	12.12	持有
整车企业平均值						11.30	9.26	7.71	
庞大集团	27.37	1.18	0.98	1.53	2.33	28.04	17.89	11.73	买入
亚夏汽车	29.60	1.14	1.35	1.80	2.46	21.93	16.44	12.03	买入
汽贸企业									
华域汽车	10.07	0.97	1.18	1.37	1.60	8.53	7.35	6.29	买入
一汽富维	27.80	2.70	2.87	3.49	4.22	9.69	7.97	6.59	买入
福耀玻璃	9.09	0.89	0.93	1.12	1.30	9.77	8.12	6.99	买入
威孚高科	32.04	2.36	2.46	3.23	3.89	13.02	9.92	8.24	买入
远东传动	15.25	0.99	0.86	1.15	1.44	17.79	13.27	10.57	买入
中鼎股份	12.00	0.52	0.61	0.79	0.98	19.67	15.19	12.24	持有
宁波华翔	9.98	0.77	0.79	0.98	1.19	12.63	10.18	8.39	持有
松芝股份	14.82	0.73	0.86	1.04	1.27	17.23	14.25	11.67	持有
银轮股份	17.20	1.01	1.10	1.42	1.85	15.69	12.15	9.30	买入
万丰奥威	12.28	0.47	0.68	0.80	0.93	18.06	15.35	13.20	买入
鸿特精密	14.23	0.48	0.38	0.83	1.19	37.15	17.12	11.99	买入
零部件企业平均值						13.78	10.93	8.92	

来源：wind、国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B