

推荐（维持）

寻找确定性投资点

2011年10月9日

汽车行业2011年四季度投资策略

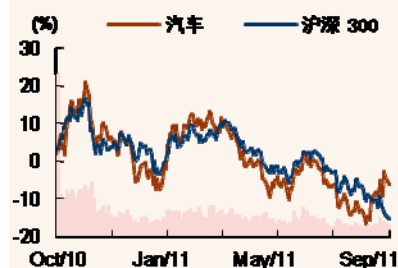
上证指数 2359

行业规模

		占比%
股票家数（只）	95	4.8
总市值（亿元）	7368	3.3
流通市值（亿元）	5127	3.0

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	8.5	-14.0	-3.6
相对表现	17.7	6.7	8.4



相关报告

1、《2011年汽车行业投资策略报告》
2010/11/28

2、《2011年汽车行业中期投资策略》
2011/6/8

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

研究助理:

唐楠
tangnan@cmschina.com.cn
方小坚
fangxj1@cmschina.com.cn

9月份乘用车销量同比增长10%左右，10月份增速将出现回落，四季度整体上增长水平一般，行业利润增速落后销量增速。重卡全面复苏仍然需要时间，客车四季度将迎来旺季。行业整体估值水平已大幅回落，优质企业跑赢大盘是大概率事件，维持对行业“推荐”评级。

- 乘用车9月份增长10%左右，10月份增速将回落，四季度整体水平一般。乘用车销量7月低位后缓慢回暖，9月销量同比预计增10%左右，考虑到9月为传统旺季，月底取消节能车补贴造成需求透支，10月份增速将出现回落。2010年底刺激政策全面退出，4Q月均销量12万以上，今年难以复制去年旺销局面，同时竞争加剧将导致盈利出现回落。
- 客车稳定增长，重卡依然低迷。受益于持续的城镇化及各大城市大力发展公共交通，客车销量1-8月同比增长9.8%，其中大客8月份同比增长8.9%。重卡销量底部出现在7月份，8月缓慢回升，但各企业依然处于去库存阶段，固定资产投资未来一段时间将出现回落、地方政府项目建设将出现滞后，虽然重卡销量在底部，但我们认为其距离拐点仍然需时间。
- 优质配件企业有望维持盈利水平。行业向好时，整车企业盈利向上弹性大于零部件；行业竞争激烈时，优质零部件企业盈利向下弹性小于整车企业。预计未来行业平缓增长，竞争加剧，对于优质零部件其盈利有望维持在相对较高水平，同时能利用自身能力扩大市场份额并在其他业务上进行扩张。
- 投资策略。1、乘用车行业经过近几年的高速发展且年销售量基数增大，未来将处于平缓增长阶段，竞争将更加激烈，此情况下优质企业未来优势将更加明显，推荐上海汽车、宇通客车；2、四季度环比增长，2011年增长确定性零部件企业值得配置，推荐一汽富维、威孚高科、福耀玻璃等；3、布局一汽集团整体上市的投资机会，首推一汽夏利、次选一汽轿车；4、关注优质零部件企业包括星宇股份、潍柴动力、精锻科技、中鼎股份、松芝股份等；汽贸行业4季度环比3季度业绩增长，建议关注亚夏汽车、大东方、物产中大。
- 风险提示。宏观经济预期更悲观，CPI高位不下，固定资产投资持续减速，各地限车限购压制购车需求。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	11PE	12PE	PB	评级
上海汽车	16.0	1.48	1.85	2.01	8.6	8.0	2.0	强烈推荐 A
一汽夏利	7.3	0.23	0.09	0.35	81.6	21.0	3.2	强烈推荐 A
宇通客车	19.7	1.65	2.01	2.45	9.8	8.0	3.8	审慎推荐 A
潍柴动力	37.3	4.07	4.08	4.83	9.1	7.7	2.9	强烈推荐 A
一汽富维	27.5	2.65	2.93	3.6	9.4	7.6	2.5	审慎推荐 A
福耀玻璃	9.0	0.89	0.91	1.15	9.9	7.9	3.3	强烈推荐 A
威孚高科	32.6	2.36	2.75	3.37	11.9	9.7	4.1	强烈推荐 A
松芝股份	14.0	1.17	1.01	1.25	13.8	11.2	2.5	审慎推荐 A
星宇股份	16.9	0.58	0.71	0.95	23.8	17.8	2.4	强烈推荐 A

资料来源：招商证券

正文目录

投资要点	3
一、行业景气度持续下滑	4
二、轿车—4Q 难有超预期表现	5
1、各车型销量分化	5
2、小排量前景乐观	5
3、高端车消费出现下滑	6
三、SUV、MPV—维持较高增速	7
1、SUV 景气高位、竞争有所加剧	7
2、MPV 销量增长较快	7
四、交叉型乘用车—市场景气下降在预期之内	8
五、重卡—等待经济回暖	9
1、7 月份低位显现，未现行业整体回暖	9
2、重卡需求释放期待宏观经济回暖	9
六、客车—稳定增长	10
七、投资策略与风险提示	11
1、四季度预计概况	11
2、投资策略	12
2、风险提示	14

图目录

图 1: 轿车月度销量统计	6
图 2: 轿车国系份额统计	6
图 3: SUV 月度销量统计	7
图 4: MPV 月度销量统计	7
图 5: 微客月度销量统计	8
图 6: 微客市场份额统计	8
图 7: 重卡销量同比增长状况	9
图 8: 重卡市场份额状况	9
图 9: 大客月度销量统计	10
图 10: 中客月度销量统计	10
图 11: 大客（座位≥30）出口销量统计	10
图 12: 中客（10≤座位≤29）出口销量统计	10
图 13: 大客市场份额	10
图 14: 2004-2011.7 零配件、整车制造业收入、税前利润率变化	11
图 15: 汽车工业重点企业毛利率-月度累计值	11
图 16: 汽车行业历史PEBand	14
图 17: 汽车行业历史PBBand	14

表目录:

表 1: 2011 年 8 月份汽车销量统计（万辆）	5
表 2: 汽车销量统计与预期	11
表 3: 盈利预测与估值比较	15

投资要点

2010 年 12 月份，由于乘用车全年销量较高，12 月份汽车公司公告数据普遍保守，导致汽车股下跌；至 2011 年 1-2 月份，汽车表观销售数据较好带动板块出现反弹；4 月份汽车销售开始出现下滑迹象，板块出现下跌；6 月份由于地震后影响导致汽车行业批发数据上升带领汽车板块出现反弹；9 月份汽车销售进入旺季，加之行业由于节能补贴 10 月份退出导致销量提前，引发汽车股反弹。三次反弹均以表观销售数据为依据，但反弹力度依次减弱，反弹幅度明显收窄。

9 月份汽车销量环比及同比销售数据均会出现 10% 左右的增长，但其有季节性政策退出的影响，10 月份环比将出现下降，同比增速也会出现回落，会导致本轮汽车股反弹力度及幅度均不及前次。同时，CPI 仍处高位、GDP 存在下滑的趋势，城镇居民收入增速有限，整体上看，短期内不存在乘用车出现拐点的条件。

乘用车行业上半年出现较大的结构性变化，年初开始，随着汽车消费政策的退出，对于成本影响较大的自主品牌汽车出现较大幅度的下滑；4 月份之后，受关东地震影响，行业在销量增速不高情况下，二季度维持了很好的价格体系，汽车销售费用普遍降低。7 月份之后，日系车为完成全年销售目标，在生产上开足马力，同时在销售方面采用积极的营销策略，在行业整体情况一般的情况下，加大降价幅度，导致行业竞争加剧。由于销售费用具有一定的滞后性，预计在三季报情况不能充分体现。

从乘用车整车盈利情况来看，2009、2010 年由于行业基本上处于旺销、短产局面，汽车价格坚挺，整车企业毛利率及 ROE 均处在高位水平。从 200 万辆年销量至现在的年 1800 万辆销量，中国汽车行业的高速发展已经接近 9 年时间，我们的判断是乘用车行业未来将进入平缓增长阶段，增速在 10-15% 之间，在这种情况下，行业竞争必然加剧，会导致整车企业毛利率水平、ROE 水平均出现一个正常的回归，部分企业会被吸收合并。同时我们也认为，在高速发展过程中完成一定技术与资金积累的优质企业，在未来的发展阶段中，其竞争能力将得到更大效应的发挥，我们看好上海汽车的未来。

上半年依附于自主品牌乘用车企业的零部件公司盈利普遍下降，对于国内零部件公司来说，有能力在合资品牌内拓展业务的公司、有能力进行出口替代的公司具有较好的未来。一方面，由于其技术上的优势会保证盈利能力的稳定，同时技术上的优势也将会带来其持续业务领域的扩张及客户范围的拓展。

2011 年，一汽集团成立了集团股份公司，并分别将集团持有的一汽夏利的股权，一汽轿车的股权划拨至股份公司，自 07 年一汽集团进入整体上市轨道后，其离真正的整体上市之路越走越近，对于一汽集团整体上市值得布局。

2009、2010 年的高基数，以及 GDP 的下降趋势、固定资产投资增速的下降，使得短期内重卡行业仍然会在底部徘徊。四季度大中客将进入销售旺季，持续的城镇化过程及城市公交的大力发展，使得我们对于大中客行业的发展持乐观态度。

汽贸服务板块而言，企业仍然处于整合扩张期，跨地域跨公司的整合是未来发展的方向，汽贸服务公司本身治理仍处在完善的过程当中。

新能源汽车板块，跟不断变动的“十二五”新能源汽车规划一样，发展仍然具有较大的不确定性，包括技术路线的选择、政府支持力度的不确定等，这种不确定的局面我们认为仍然会持续相当长的一段时间。

一、行业景气度持续下滑

经历了前两年的高速增长后，今年以来汽车行业增长如期出现回调。购置税优惠等刺激政策的退出和限购政策的出台打压了乘用车需求，“4 万亿”投资的逐渐退出、公路物流盈利能力下滑，资金面持续偏紧压制重卡需求。

下半年来看，由于季节性因素的影响，4 季度乘用车销售将转暖，但由于去年同期受政策刺激而导致销量基数过大，预计今年 4 季度乘用车销量增速同比并不乐观。重卡行业需求仍受到多重因素压制，拐点出现的条件并不充分：国 IV 标准由于油品和成本压力继续推迟执行，但部分油品合格线路已经开始试点执行；通胀高位不下难见货币政策放松；保障房工程或遇到资金缺乏难题；治理公路收费高顽症尚处调查摸底阶段。

对行业有利的是，原材料成本压力逐渐减缓；行业涨薪在年初时已经基本完成，目前未见继续承担涨薪压力的企业，各企业多出现一线工人涨薪，管理层稳定或小幅下调的情况，三项费用得以稳定。

各细分行业情况如下：

1) 轿车行业竞争加剧，结构出现分化

2011 年 1-8 月份轿车销量 646 万辆，同比增长 8.5%，销量增速大幅下滑。行业低迷情况下各企业表现出现分化。自主品牌受到较大冲击，1-8 月累计增长 3.6%，合资品牌中欧美车系仍然保持强势。

日系车二季度受日本大地震停产影响较大，至三季度全面复产，整体上合资品牌 1-8 月份销售增速同比增长 10.4%。从车价来看，自主品牌降价幅度较大，合资品牌价格有所松动，加价提车现象减少，7 月份以来日系车为冲全年销量促销力度较大，但完成指标的可能性较小。行业景气度下降情况下，企业竞争加剧是为必然。

2) 微车市场同比负增长

微车 1-8 月份销售 148 万辆，同比下滑 10%。微车主要市场在县城和农村，主要用于载客载货，市场对价格和政策优惠敏感度较高，汽车下乡和购置税优惠等政策取消后，微车市场销售大幅度滑坡。在不利环境下，优势企业凭借良好竞争力市场占有率进一步上升。盈利方面，微车行业整体产能过剩，相关企业盈利水平普遍出现下滑。

3) 重卡行业遭遇寒流

重卡 1-8 月份销售 65.2 万辆，同比下滑 9.4%，累计产销率 110.4%，行业积压较多库存。去年重卡旺销透支今年需求，“4 万亿”刺激逐渐退出、偏紧的资金面和过低的回报率也压抑了重卡需求。

4) 轻卡市场转向高端竞争

轻卡 1-8 月份销售 128.8 万辆，同比下滑 1.5%。随着刺激政策退出和市场整体的转冷，轻卡销售也发生结构性变化，行业竞争将逐渐由低端市场向高端市场延伸，中高端轻卡市场比重不断提高，有利于轻卡企业提升盈利能力。

5) 客车市场稳定增长。

受益于国内城镇化程度提高、城市公交化推行，出口市场复苏，客车行业 1-8 月销量同比增长 9.8%，我们预计随着四季度传统客车行业销售旺季的到来，累计同比增速有望提升。

表 1：2011 年 8 月份汽车销量统计（万辆）

Aug-11	本月完成	本期止累计	同期止累计	比上月增长	比同期增长	累计同比增长
汽车总销量	138.1	1201.7	1158.3	8.3%	4.4%	3.7%
乘用车合计	109.5	924.5	868.6	8.2%	7.5%	6.4%
轿车	77.8	646	595	7.5%	9.5%	8.5%
MPV	3.76	31.3	27.4	0.5%	11.3%	14.2%
SUV	13.1	99.2	81.4	5.3%	11.9%	21.9%
交叉型乘用车	14.8	148	164.4	17.5%	-5.9%	-10.0%
商用车合计	28.6	277.2	289.7	8.5%	-5.7%	-4.3%
卡车合计	24.4	246.2	261.4	7.9%	-8.2%	-5.8%
重卡	5.73	65.17	71.93	13.5%	-11.6%	-9.4%
中卡	2.00	19.13	18.56	4.1%	10.7%	3.1%
轻卡	13.5	128.8	130.8	7.1%	-0.8%	-1.5%
微卡	3.2	33	40.1	4.2%	-32.1%	-17.7%
客车合计	4.19	31	28	12.3%	11.7%	9.8%
大客	0.65	4.34	4.05	7.0%	8.9%	7.1%
中客	0.86	5.34	5.49	9.4%	7.8%	-2.7%
轻客	2.68	21.33	18.71	15.0%	13.8%	14.0%

资料来源：招商证券，CAAM

二、轿车—4Q 难有超预期表现

1、各车型销量分化

随着汽车市场成熟度逐渐加深，轿车市场出现分化走势，周期性差距表现的越发明显。1-8 月 2L 及以下车型实现销量同比正增长，2L 及以上车型均为负增长。细分来看，1.6L 及以下车型增速最快，到达 11.5%，预计 9 月份该增速将继续上升。3L 以上大排量车型销量下滑幅度达到 58%。

2、小排量前景乐观

A 级和紧凑型车是国家重点支持消费领域，今年以来唯一还在执行的刺激政策只有 3000 元节能车补贴。由于小排量车型消费者对价格敏感度较高，而且不断走高的用车成本也导致消费者更多选择小排量车型，加上未来汽车消费增长主要在三线及以下城市，我们认为小排量车在未来的市场份额将走入上升通道。

从车企分布来看，A 级车生产厂商多为自主品牌企业，这部分车的旺销一定程度上保护了自主品牌的市场和盈利，但持续激烈竞争导致 A 级车盈利空间狭小。合资车企为了应对车市变化，开始加大对小排量车投入力度，美德系车反应迅速，更多推出涡轮增压和 1.6L 以下车型，逐渐向 A 级车市场延伸，预计未来将继续侵占自主品牌市场份额。

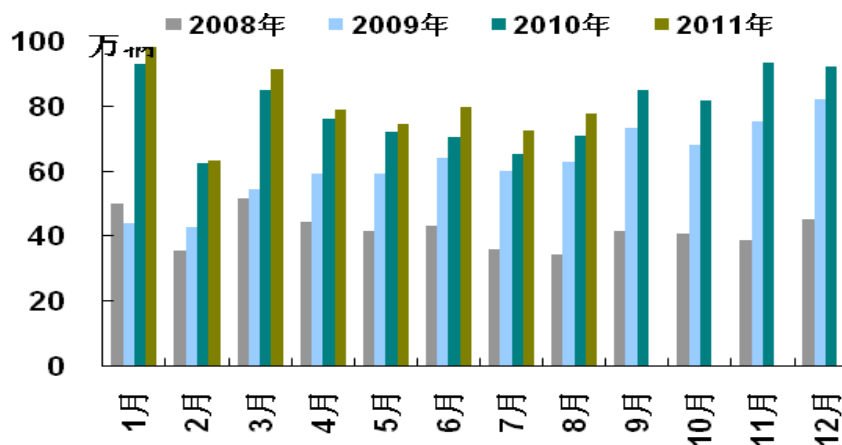
对于合资车企而言，盈利主力 B 级车市场增速减缓，竞争对手不断增加，销量压力逐渐增大。虽然在 A 级车市场合资车企同样具备竞争力，但是该类车型只能用于走量，对于盈利贡献较小，若大型车企都走向小型化发展道路，行业整体盈利能力将进一步下滑，成本控制和运营能力成为考验车企的重要指标。

3、高端车消费出现下滑

高端车市场 6-7 月份进入阶段性销售顶部，国家为调控通胀实行的持续紧缩政策对实体经济带来冲击，基于未来经济悲观预期，高端车消费主力之一“中小企业主”对于高端车消费激情开始消退。由于经济走势对于宏观调控政策具有滞后性，目前宏观政策尚未转向，我们认为行业还处于消费底部刚开始形成阶段，货币政策转向并不能马上为高端车消费带来提振，必须等到经济出现明确转暖信号。

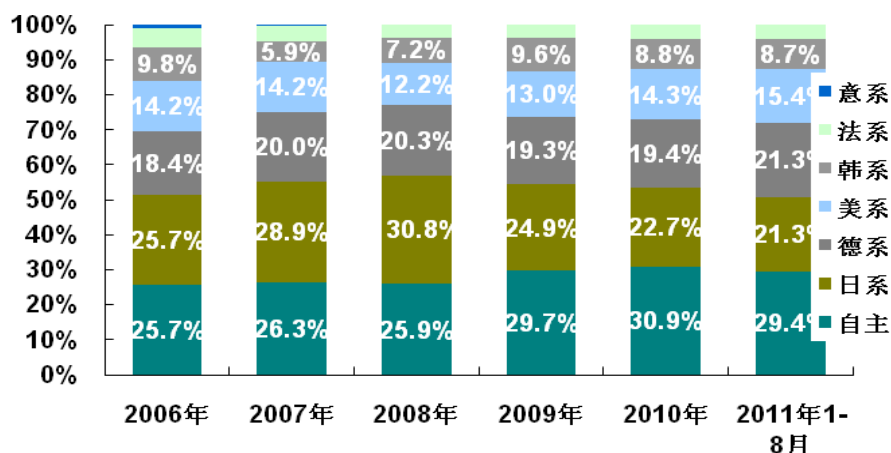
总体而言，1.6L 及以下车型作为家庭大众化消费品，刚性需求明显，预计销量走势将持续稳定；B 级车未来承压明显，一、二线城市车辆饱和度较高，更新需求成为消费主力，预计未来增长有限；C 级以上车型品牌认知度快速提升，真正具备长期品牌效应和定位的车辆将持续受到追捧，未来没有品牌积淀的车企将很难打入高端车市场。

图1：轿车月度销量统计



资料来源：招商证券，CAAM

图2：轿车国系份额统计



资料来源：招商证券，CAAM

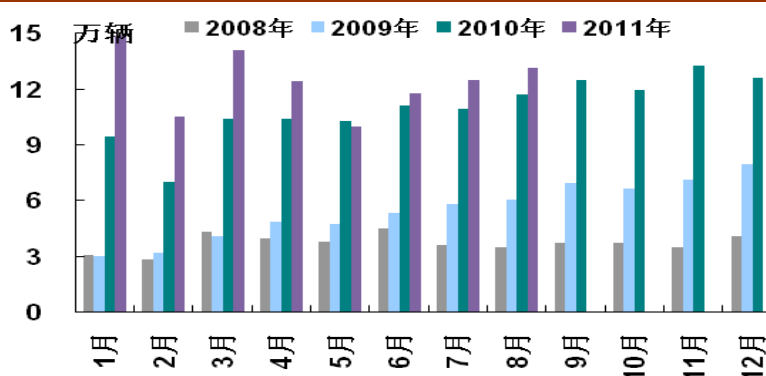
三、SUV、MPV—维持较高增速

1、SUV 景气高位、竞争有所加剧

SUV 车型 10 年开始进入爆发式增长，11 年 1-8 月同比增速 22%，虽然由于去年高基数导致增速下滑，长期来看 SUV 依然是旺销车型，挤占基本型乘用车市场趋势明显。

我们认为 SUV 车型中期内保持两位数增长可能性较大，但各大车企争相进入 SUV 市场，将对悦达投资、长城汽车造成一定挤压，考虑到行业整体增速能够持续强势，我们认为明年两家企业盈利增速将持续强于基本型乘用车为主企业，但增速可能会继续减缓。

图3：SUV月度销量统计

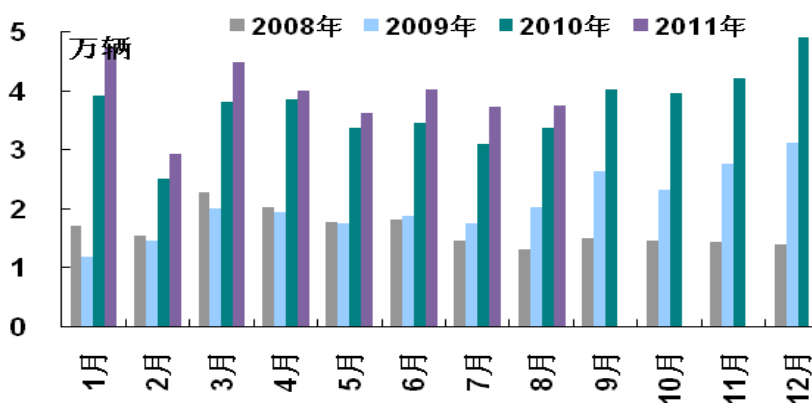


数据来源：招商证券，CAAM

2、MPV 销量增长较快

MPV 增速持续强于基本型乘用车，商务车需求持续景气，考虑到年底公务车需求较多，预计 4 季度 MPV 销量环比提升较大。但实体经济不景气将导致 MPV 购车需求减缓，预计明年的 MPV 销量增速可能下滑。MPV 车型家庭化在我国还未实现有效转换，但我们认为这可能是未来的长期趋势，我国的大家庭消费结构导致家用 MPV 需求可能会强于国外的汽车市场，不排除未来家用 MPV 快速增长的可能性。

图4：MPV月度销量统计



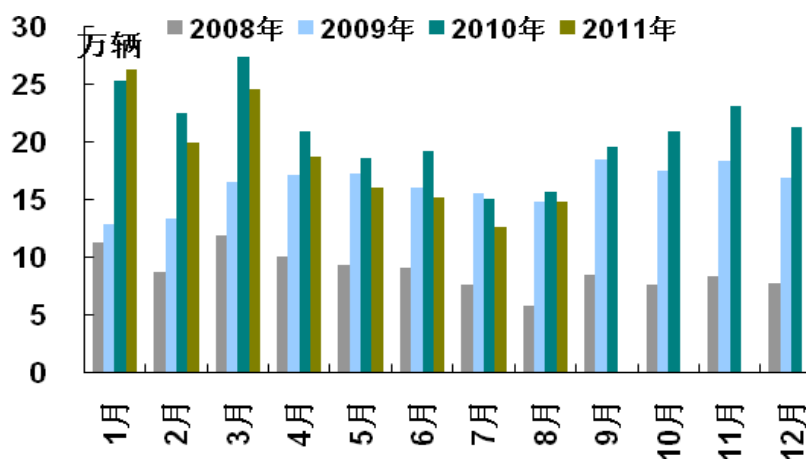
数据来源：招商证券，CAAM

四、交叉型乘用车—市场景气下降在预期之内

交叉型乘用车市场持续下滑，考虑到该类车型消费区域以三线及以下县市为主，消费群体多为中小企业主，消费需求主要用于客货两用。经济下滑，刺激政策退出都对该类车型的消费有负面作用，需求透支过度也造成该行业中期下行。

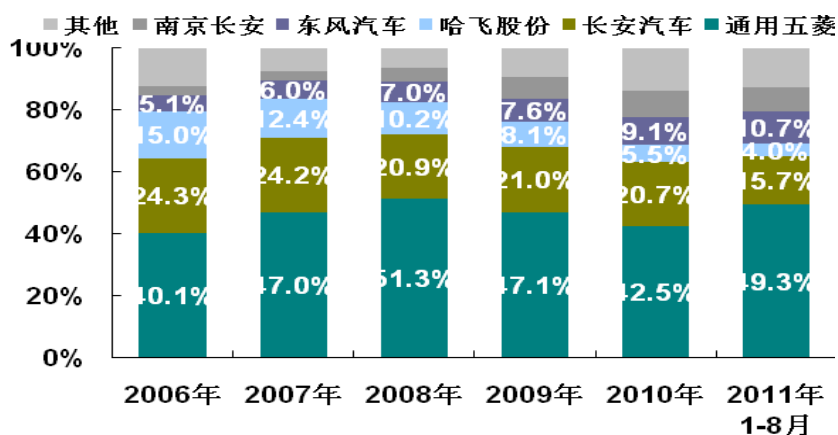
通用五菱扩产后遇到行业景气度下滑，公司开展积极的市场战略，1-8月扩大了6.8%的市场份额，长安、哈飞成为主要承压企业，销量下滑明显。行业整体盈利能力持续下行，预计这种情况将持续到经济回暖，行业向上拐点可能形成。

图5：微客月度销量统计



数据来源：招商证券，CAAM

图6：微客市场份额统计



数据来源：招商证券，CAAM