

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

9 月销量小高峰如期而至

——汽车行业 2011 年 10 月月报

研究报告-行业分析

同步大市（维持）

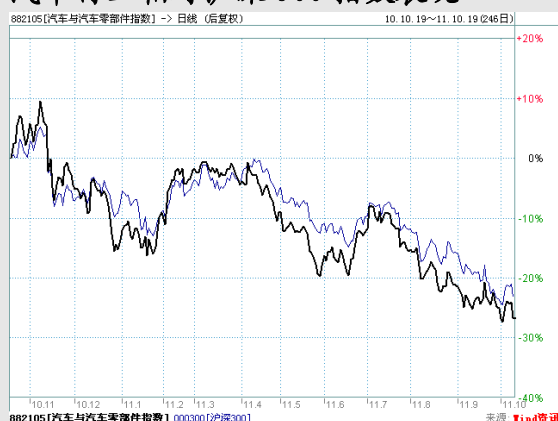
发布日期: 2011 年 10 月 19 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2010EPS	2011EPS	2011PE	评级
上海汽车	1.48	1.89	8.14	买入
一汽富维	2.70	2.37	8.95	增持
亚夏汽车	0.86	1.31	23.82	增持

注: 股价为 2010 年 10 月 18 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:

节能汽车补贴政策调整产生的政策末班车效应使得 9 月份汽车销量有较好表现, 但四季度销量不容乐观。

投资要点:

- **9 月销量小高峰如期而至。**9 月汽车销量为 164.61 万辆, 环比增长 19.19%, 同比增长 5.52%。1-9 月份, 汽车总销量为 1363.35 万辆, 同比增长 3.62%。节能汽车补贴政策调整, 在提高 9 月份销量的同时, 也对四季度市场造成较大压力。
- **盈利能力逐步下降。**8 月重点企业毛利率为 15.71%, 较去年总体水平下滑超过 1 个百分点, 表明汽车行业盈利能力有所下降。但在新车销售未出现大面积降价的情况下, 盈利能力下降的幅度有限。在行业低增速的基础上, 细分车型表现分化较大, 这使得不同细分行业 and 企业的业绩表现差异较大。
- **政策末班车效应下 1.6L 以下轿车比例大幅上升。**1.6 以下轿车比例比 8 月份上升 1.94 个百分点至 71.63%, 为 3 月份以来的最大值。虽然自主品牌轿车也受益于政策末班车效应, 占比由 8 月份的 24.96% 上升到 9 月份到 27.12%, 但仍无法扭转今年以来的颓势。
- **中重卡同比降幅扩大。**9 月份中重卡销量为 8.28 万辆, 环比上升 6.91%, 同比下降 11.68%, 同比降幅经过 8 月份的短暂收窄后又开始扩大。
- **整车出口存在隐忧。**虽然整车出口仍维持较高增速, 但随着世界经济的恶化和部分国家 (如巴西) 加大贸易壁垒, 未来中国汽车出口存在隐忧。
- **投资策略。**截止 10 月 18 日 A 股汽车板块 2011-2012 年动态市盈率分别为 13.87 倍和 11.47 倍。政策调整后, 四季度销量表现不够乐观, 盈利能力可能进一步下降, 维持行业“同步大市”评级。在结构分化的情况下, 不排除部分上市公司三季度业绩出现恶化的可能。建议重点关注估值修复和结构性机会。
- **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 9月销量小高峰如期而至	4
1.2 重点企业盈利能力逐步下滑	5
1.3 乘用车：政策末班车效应提升短期销量	5
1.4 商用车：货车表现仍不理想	7
1.5 出口：整车出口有隐忧	9
2. 行业动态	10
2.1 年内油价首次下调	10
2.2 商务部就机动车强制报废标准规定征求意见	10
2.3 巴西加大进口汽车壁垒	10
2.4 国家质检总局就汽车三包政策征求意见	10
3. 四季度展望	11
4. 投资策略	11
5. 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: 2002 年以来汽车与零部件板块市盈率变化趋势	11

表目录

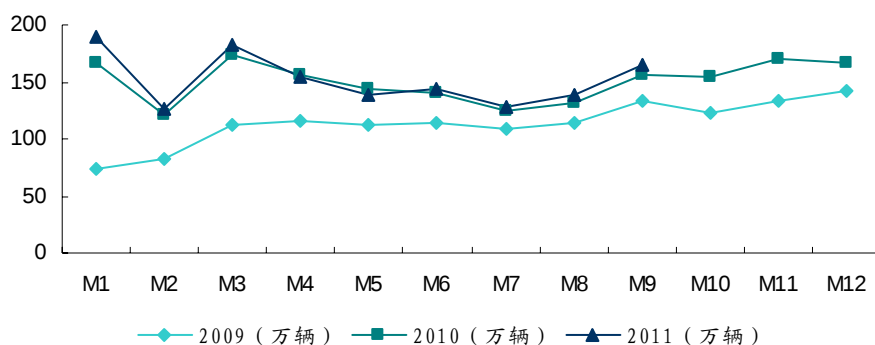
表 1: 汽车分类型销量与增速.....	4
表 2: 近一年来轿车分排量月度销量比例.....	6
表 3: 重点公司估值分析表	12

1. 月度行业数据分析

1.1 9月销量小高峰如期而至

9月汽车销量为164.61万辆，环比增长19.19%，同比增长5.52%，产量为160.20万辆，环比增长15.00%，同比增长0.37%。其中乘用车销量131.95万辆，环比增长20.48%，同比增长8.79%；商用车销量32.66万辆，环比增长14.23%，同比下降5.92%。1-9月份，汽车总销量为1363.35万辆，同比增长3.62%，产量为1346.12万辆，同比增长2.75%。

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	2011M09			2011M1-M09	
	销量(万辆)	环比增长	同比增长	销量(万辆)	同比增长
轿车	93.02	19.63%	9.33%	738.84	8.58%
MPV	4.80	27.60%	18.89%	36.13	14.91%
SUV	14.57	10.39%	15.23%	111.40	17.64%
交叉乘用车	19.56	32.19%	0.17%	167.40	-9.00%
重卡	6.07	5.83%	-12.56%	71.20	-9.78%
中卡	2.20	10.00%	-9.17%	21.47	2.61%
轻卡	15.57	15.53%	-7.19%	144.28	-5.18%
微卡	4.22	31.94%	-3.59%	36.98	-9.11%
大客	0.70	7.81%	4.31%	5.15	8.88%
中客	0.94	9.57%	3.75%	6.36	-0.39%
轻客	2.96	10.70%	12.94%	24.14	13.14%
合计	164.61	19.19%	5.52%	1363.35	3.62%

资料来源：中原证券，CAAM

受节能产品补贴政策调整影响，9月汽车销量情况表现较好。其中轿车、

MPV、交叉乘用车和微卡销量环比增长较快，而重卡、大中客和 SUV 环比增长较慢。特别值得一提的是交叉乘用车环比增长最快，达 32.19%，同比增速也由负转正。

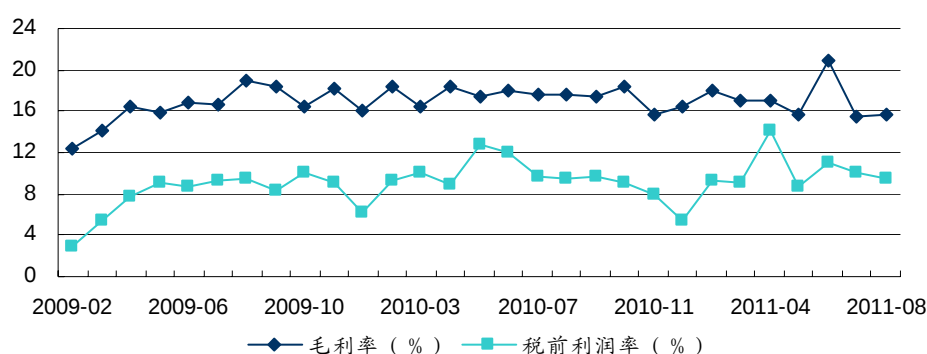
1.2 重点企业盈利能力逐步下滑

据汽车工业协会统计,2010 年 1-8 月汽车工业重点企业营业收入为 14951 亿元，同比增长 9.16%，利润总额为 1513 亿元，同比增长 6.42%，利润总额增速略低于收入增速。

8 月重点企业毛利率为 15.71%。5 月份以来（剔除 6 月份），重点企业毛利率均处于 16%以下，较去年总体水平下滑超过 1 个百分点，表明汽车行业盈利能力有所下降。但在新车销售未出现大面积降价的情况下，盈利能力下降的幅度有限。这从收入与利润总额的增速比较中也可以看出，如前所述，1-8 月上述两者的差值仅为 2.74 个百分点。

在行业低增速的基础上，细分车型表现分化较大，这也使得不同细分行业 and 企业的业绩表现差异较大。

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

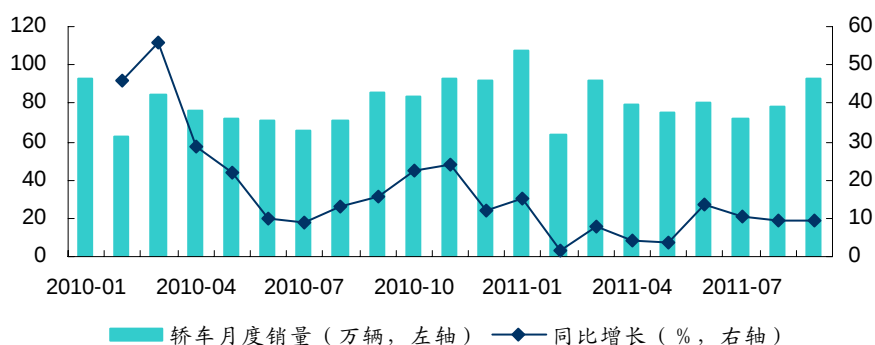


资料来源：中原证券，CAAM

1.3 乘用车：政策末班车效应提升短期销量

政策末班车效应下 1.6L 以下轿车比例大幅上升。9 月轿车销量为 93.02 万辆，环比增长 19.63%，同比增长 9.33%。其中 1.6 以下轿车比例比 8 月份上升 1.94 个百分点至 71.63%，为 3 月份以来的最大值。虽然自主品牌轿车也受益于政策末班车效应，占比由 8 月份的 24.96% 上升到 9 月份到 27.12%，但仍无法扭转今年以来的颓势。

图 3: 近一年来轿车月度销量



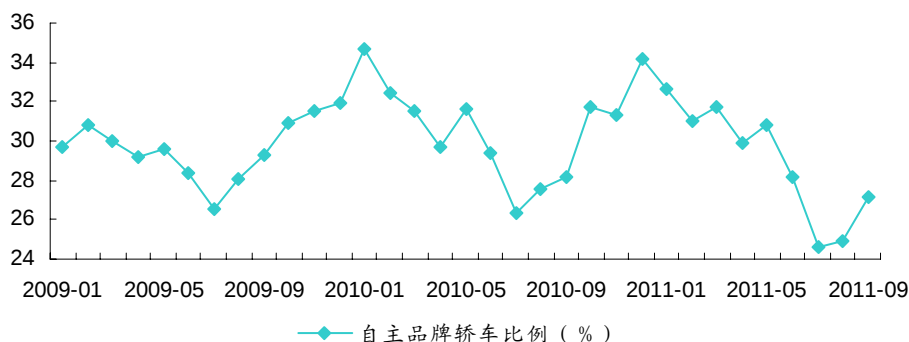
资料来源：中原证券，CAAM

表 2: 近一年来轿车分排量月度销量比例

分排量比例 (%)	10-09	10-10	10-11	10-12	11-01	11-02	11-03	11-04	11-05	11-06	11-07	11-08	11-09
排量≤1 升	7.72	8.24	8.16	7.97	7.73	7.55	8.23	6.68	6.63	5.49	4.86	5.04	5.27
1 升<排量≤1.6 升	62.48	63.41	63.64	64.52	64.67	64.60	62.49	63.54	63.87	65.17	64.06	64.65	66.36
1.6 升<排量≤2.0 升	22.55	21.44	21.27	20.27	20.48	21.87	22.68	23.24	23.85	23.45	24.79	23.70	22.10
2.0 升<排量≤2.5 升	6.57	6.15	6.18	6.45	6.55	5.48	6.12	5.99	5.01	5.40	5.77	6.21	5.76
排量>2.5 升	0.68	0.76	0.74	0.78	0.58	0.50	0.48	0.54	0.64	0.49	0.52	0.40	0.52
1.6 升以下比例合计	70.20	71.65	71.81	72.50	72.40	72.15	70.72	70.22	70.50	70.66	68.92	69.69	71.63

资料来源：中原证券，CAAM

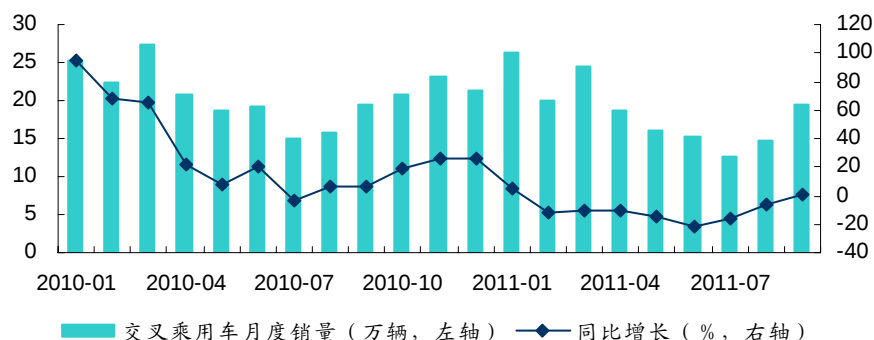
图 4: 2009 年以来自主品牌轿车月度销量比例



资料来源：中原证券，CAAM

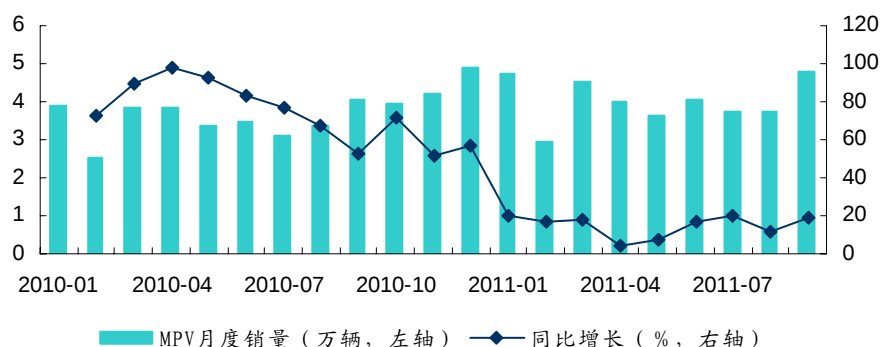
交叉乘用车环比快速增长。9 月份交叉乘用车销量为 19.56 万辆，环比增长 32.19%，同比增长 0.17%。交叉乘用车表现突出，主要原因是其单价较低，3000 元补贴的变动对其销量影响较大，在政策末班车效应下，9 月份属于节能产品的相关交叉乘用车车型销量有较大幅度提升。SUV 销量为 14.57 万辆，环比增长 10.39%，同比上升 15.23%，增速表现差强人意。整体来看，SUV 相对高端，在银根收紧、经济增速下滑、财富受损的大环境下，这一车型难以延续前期的高增长态势。MPV 销量 4.80 万辆，环比增长 27.60%，同比上升 18.89%，是同比增长最快的细分车型。

图 5：近一年来交叉乘用车月度销量



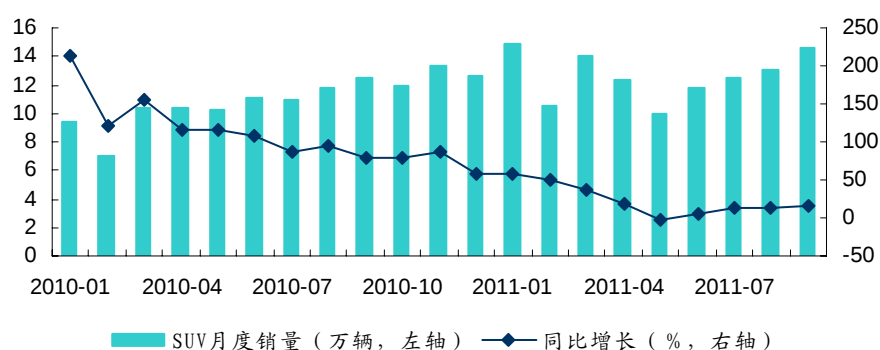
资料来源：中原证券，CAAM

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

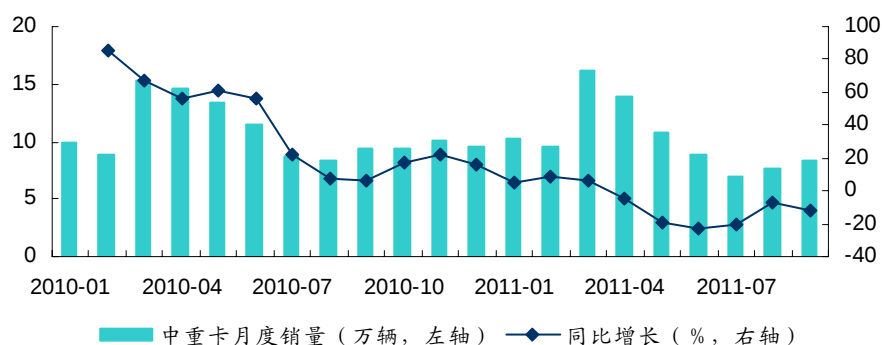


资料来源：中原证券，CAAM

1.4 商用车：货车表现仍不理想

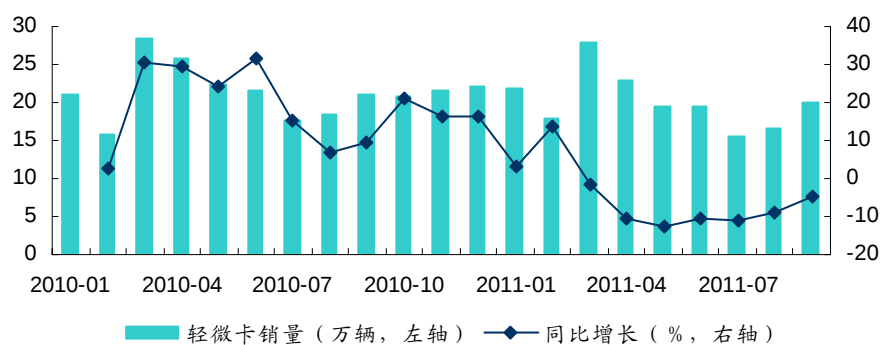
中重卡同比降幅扩大。9 月份中重卡销量为 8.28 万辆，环比上升 6.91%，同比下降 11.68%，同比降幅经过 8 月份的短暂收窄后又开始扩大。轻微卡销量 19.99 万辆，环比上升 19.88%，同比下降 4.67%。

图 8: 近一年来中重卡月度销量



资料来源：中原证券，CAAM

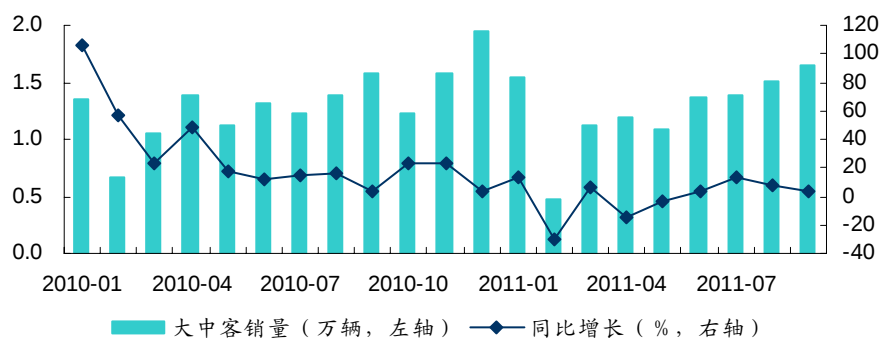
图 9: 近一年来轻微卡月度销量



资料来源：中原证券，CAAM

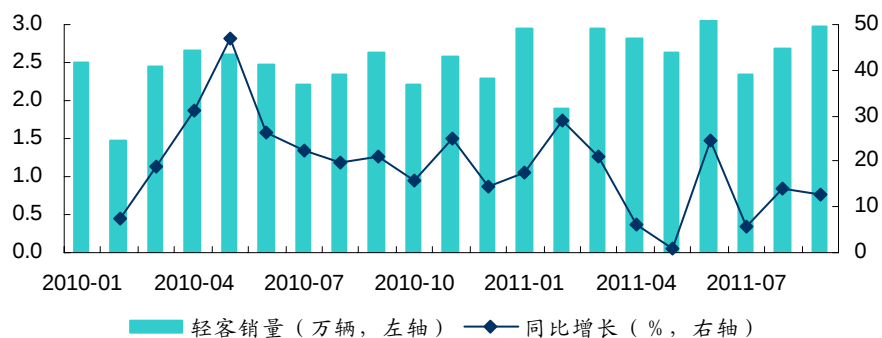
客车继续稳步增长。9 月大中客销量为 1.64 万辆，环比上升 8.81%，同比增长 3.98%。轻客销量为 2.96 万辆，环比上升 10.70%，同比增长 12.94%。

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

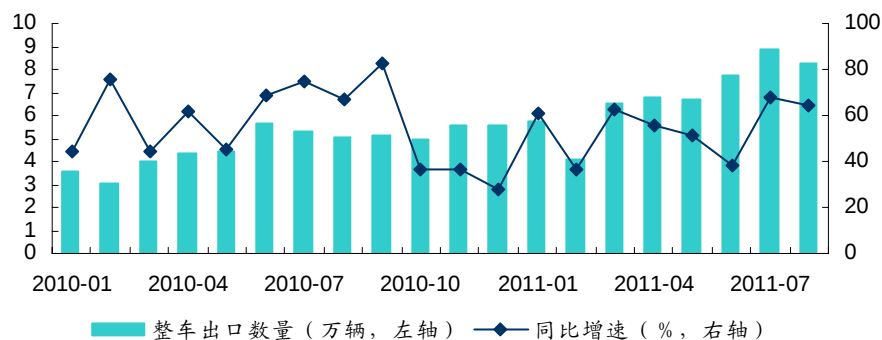


资料来源：中原证券，CAAM

1.5 出口：整车出口有隐忧

整车出口同比仍高增长，但环境有所恶化。据海关统计，8 月共出口汽车 8.28 万辆，环比下降 6.65%，同比增长 64.33%。虽然整车出口仍维持较高增速，但随着世界经济的恶化和部分国家加大贸易壁垒，未来中国汽车出口存在隐忧。零部件方面，8 月出口金额为 48.63 亿美元，环比增长 0.48%，同比增长 37.02%。

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 年内油价首次下调

发改委 8 日决定，自 10 月 9 日零时起将汽、柴油价格每吨下调 300 元，相当于每升分别降低 0.22 元和 0.26 元。发改委同时称，国家将在现行体制框架内，围绕缩短调价周期、加快调价频率，改进成品油调价操作方式，以及调整挂靠油种等方面，进一步完善成品油价格机制。

简评：本次油价下调为年内首次，对降低汽车运行费用有一定帮助。注意到调价机制遭到大众的普遍质疑，可能存在缺陷，未来有调整的要求。

2.2 商务部就机动车强制报废标准规定征求意见

近日，商务部就机动车强制报废标准规定公开征求意见。根据征求意见稿，未来营运汽车规定一定的使用年限，而小型非营运汽车大多未有这一年限规定。另外，在安全技术、尾气排放和年检等方面规定了强制报废的标准。

简评：一旦强制报废规定出台，将拉动新车销量。但由于存量最大的私人轿车未作强制报废规定，因此这一拉动作用可能有限。

2.3 巴西加大进口汽车壁垒

9 月 16 日巴西宣布将汽车进口税率上调 30%，如果配件国产率达到 65% 以上则可以豁免。

简评：近年来巴西进口汽车比例提升较快，已超过 20%。此次巴西加大进口汽车壁垒无疑会造成进口汽车售价大幅提升，竞争力下降。中国出口巴西的汽车数量增长较快，如果这一规定最终无法改变，将影响出口销量。

2.4 国家质检总局就汽车三包政策征求意见

近日国家质检总局就《家用汽车产品修理、更换、退货责任规定》公开征求意见，对汽车产品的修理、更换、退货进行了规定。

简评：目前这一征求意见稿遭受多方的争议。如果未来三包政策实施，将有利于保护消费者权益，同时对汽车经销商和厂商带来一定的压力。

3. 四季度展望

节能汽车补贴政策的调整对四季度乘用车销量表现造成比较大的压力。这从 10 月上旬汽车零售数据不佳的现象中得到反映。虽然因季节性因素影响，四季度汽车销量环比仍会增长，但在政策调整以及同期基数高的双重作用下，四季度销量同比可能负增长。

细分行业中压力最大的是 1.6L 以下乘用车。1.6L 以上轿车受 SUV 挤压的影响逐步趋弱，未来有望好转。SUV 受宏观经济增速放缓等因素影响，高速增长难以持续。预计客车仍能实现稳步增长。货车行业虽然表现仍属低迷，但在短期因素作用下有阶段性好转可能。

4. 投资策略

从重点公司相对估值来看，截止 2011 年 10 月 18 日 A 股汽车板块重点公司 2011 - 2012 年动态市盈率分别为 13.87 倍和 11.47 倍，处于历史较低水平。

图 13：2002 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

2011 年以来行业刺激政策持续退出收缩，乘用车销量增速较低，商用车受经济增长减速影响，出现销量下降情况。整体看，汽车行业进入自主发展期。四季度销量增速处于较低水平，甚至有可能负增长，盈利能力存进一步下降风险。维持行业“同步大市”评级。

行业整体不乐观的背景下，结构分化较大。根据四季度策略报告观点，我们建议关注以下投资机会：一是估值修复过程。二是增长态势良好的 SUV、客车、汽车销售与服务等细分行业。三是货车行业阶段性好转机会。四是新能源汽车的政策驱动机会。建议关注重点公司：上海汽车、一汽富维、亚夏汽车。

需要注意的是，在结构分化的情况下，不排除部分上市公司三季度业绩

出现恶化的可能。

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

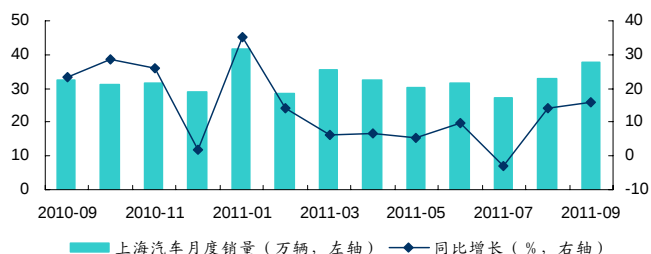
板块	公司	基本每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		2010A	2011E	2012E			2010A	2011E	2012E		
乘用车	上海汽车	1.48	1.89	2.11	7.83	15.39	10.40	8.14	7.29	1.97	买入
	一汽轿车	1.14	1.02	1.12	5.50	11.05	9.69	10.83	9.87	2.01	观望
	江淮汽车	0.90	0.95	1.13	4.35	7.75	8.61	8.16	6.86	1.78	增持
	长安汽车	0.42	0.42	0.45	3.13	4.39	10.45	10.45	9.76	1.40	增持
	平均						9.79	9.40	8.44	1.79	
商用车	星马汽车	1.43	1.80	2.21	5.28	14.33	10.02	7.96	6.48	2.71	增持
	金龙汽车	0.53	0.58	0.66	4.04	7.30	13.77	12.59	11.06	1.81	观望
	中国重汽	1.60	1.28	1.52	8.78	16.39	10.24	12.80	10.78	1.87	观望
	江铃汽车	1.98	2.02	2.24	7.56	20.07	10.14	9.94	8.96	2.65	增持
	福田汽车	0.78	0.70	0.75	4.02	7.38	9.46	10.54	9.84	1.84	增持
	平均						10.73	10.77	9.43	2.18	
零部件	宁波华翔	0.77	0.77	0.87	4.84	10.04	13.04	13.04	11.54	2.07	增持
	福耀玻璃	0.89	0.85	0.96	2.75	8.67	9.74	10.20	9.03	3.15	观望
	华域汽车	0.97	1.16	1.32	6.04	9.77	10.07	8.42	7.40	1.62	增持
	中鼎股份	0.52	0.65	0.83	2.15	11.89	22.87	18.29	14.33	5.53	增持
	天润曲轴	0.40	0.47	0.58	3.78	13.29	33.23	28.28	22.91	3.52	观望
	一汽富维	2.70	2.37	2.81	11.04	21.21	7.86	8.95	7.55	1.92	增持
	银轮股份	1.00	1.15	1.46	5.34	18.10	18.10	15.74	12.40	3.39	增持
	万里扬	0.44	0.40	0.53	5.34	11.25	25.57	28.13	21.43	2.11	观望
	威孚高科	2.36	2.65	3.02	7.94	29.48	12.49	11.12	9.76	3.71	增持
	潍柴动力	4.07	4.36	4.71	12.65	36.20	8.89	8.30	7.69	2.86	增持
	平均						16.19	15.05	12.40	2.99	
销售与服务	亚夏汽车	0.86	1.31	1.83	5.33	31.21	36.29	23.82	17.05	5.86	增持
	庞大集团	0.47	0.37	0.51	3.64	11.10	23.52	29.84	21.85	3.05	观望
	物产中大	0.76	0.98	1.12	5.01	9.47	12.46	9.66	8.46	1.89	增持
	平均						24.09	21.11	15.79	3.60	
全部平均							14.86	13.87	11.47	2.67	

注: 股价为 2011 年 10 月 18 日收盘价

资料来源: 中原证券研究所

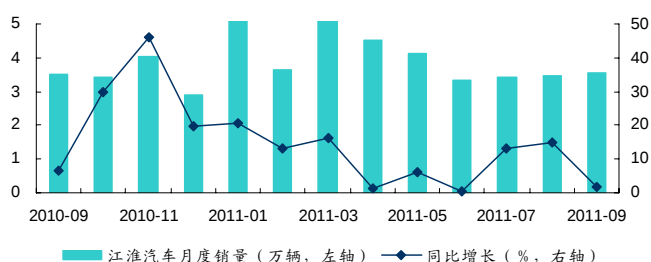
5. 附录

图 14: 上海汽车月度销量与同比增速



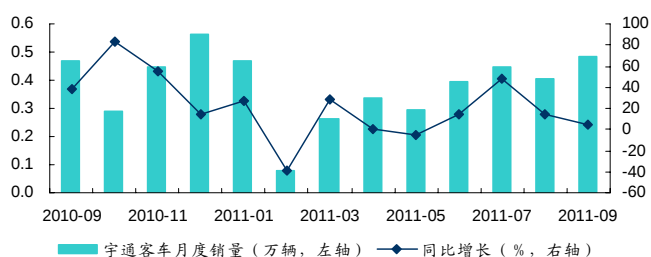
资料来源：中原证券，公司资料

图 16: 江淮汽车月度销量与同比增速



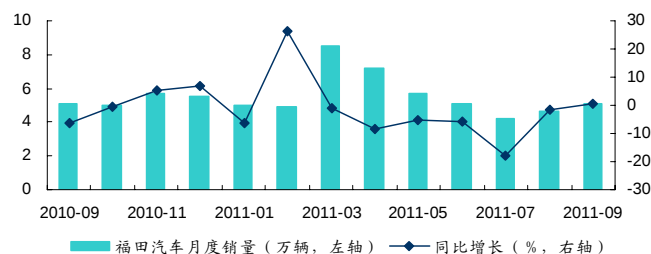
资料来源：中原证券，公司资料

图 18: 宇通客车月度销量与同比增速



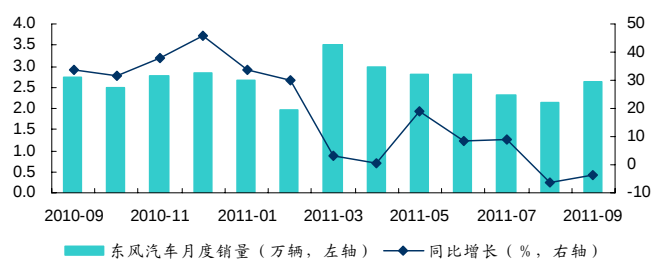
资料来源：中原证券，公司资料

图 15: 福田汽车月度销量与同比增速



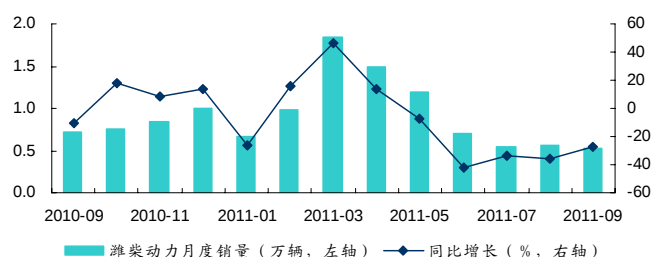
资料来源：中原证券，公司资料

图 17: 东风汽车月度销量与同比增速



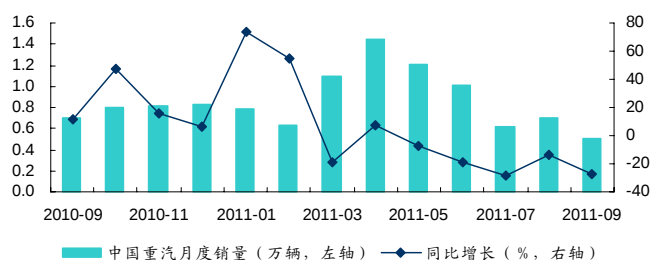
资料来源：中原证券，公司资料

图 19: 潍柴动力月度销量与同比增速



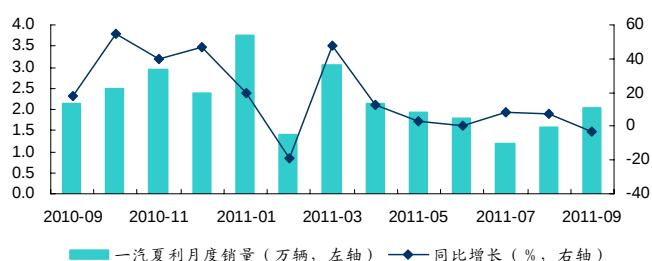
资料来源：中原证券，CAAM

图 20: 中国重汽月度销量与同比增速



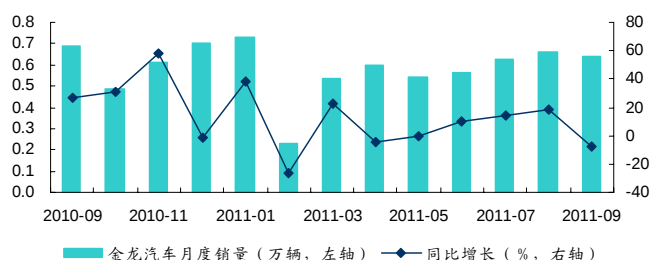
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 22: 一汽夏利月度销量与同比增速



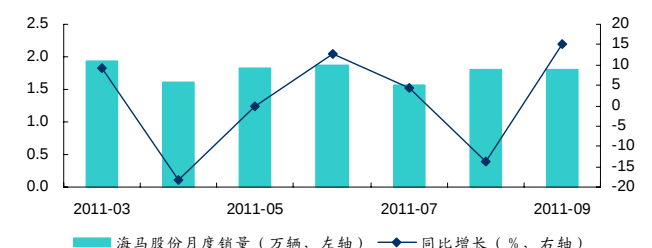
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 24: 金龙汽车月度销量与同比增速



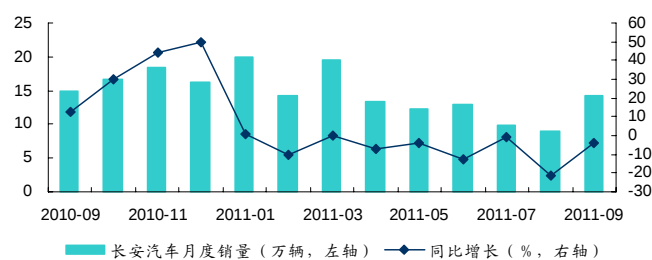
资料来源: 中原证券, CAAM

图 26: 海马股份月度销量与同比增速



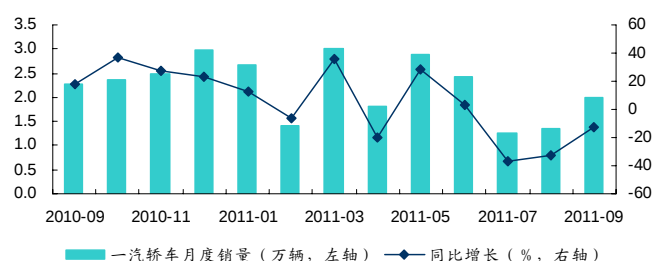
资料来源: 中原证券, CAAM

图 21: 长安汽车月度销量与同比增速



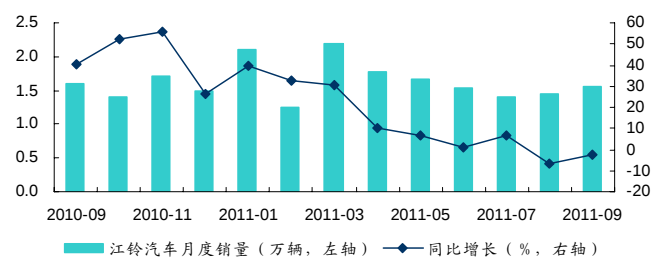
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 23: 一汽轿车月度销量与同比增速



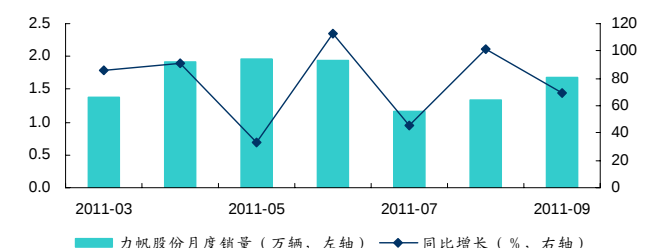
资料来源: 中原证券, CAAM

图 25: 江铃汽车月度销量与同比增速



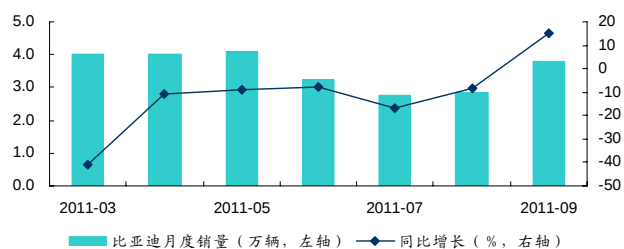
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 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



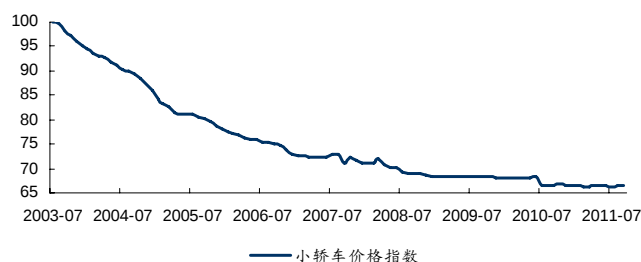
资料来源: 我的钢铁网

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。