

盈利能力逐季回落

——汽车行业 2011 年 3 季报回顾

报告日期：2011 年 11 月 3 日

分析师

冉飞

☎0755-83516212 ✉ ranf@cgws.com

执业证书编号：S1070510120001

要点：

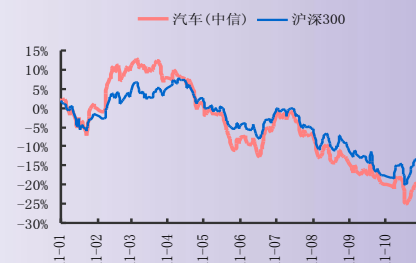
- **事件：**截至10月31日，汽车板块上市公司2011年3季报披露完毕。
- **整体回顾：两端挤压，盈利能力逐季回落。**2011前3季度，汽车销量同比增长4%，板块营收同比增长13.7%，净利润同比下滑3%，增速相对于2010年分别大幅回落28.3、39.5、70个百分点；其中，3季度汽车销量同比增长4.5%，板块营收同比增长9.8%，净利润同比下滑13.9%（主要财务指标参考相关图表）。整体上，受需求放缓和原材料、人工成本上涨两端挤压，汽车板块今年以来盈利能力逐季回落，3季度毛利率、净利润率同比下滑1.3、1个百分点，环比下滑0.7、1个百分点，分别降至15.6%、3.8%，仅高于本轮行业景气周期的起点（2009年1季度）。
- **客车板块防御性特征显现。**前3季度大中客、轻客销量同比增长1.8%、13.9%，其中3季度同比增长8.3%、11%；分季度看，客车板块需求及盈利能力相对稳定，3季度收入和净利润分别同比增长23.6%、15.8%，显现较好的防御性特征；主要上市公司除金龙（-46%）外，其余几家宇通（+69%）、安凯（+116%）、中通（+69%）净利润均实现较高增长。
- **乘用车板块整体平淡，中高端市场相对较好。**前3季度乘用车销量同比增长8.9%，3季度销量同比增长8%，以SUV、MPV为代表的中高端市场景气度维持相对较高水平；3季度板块收入同比增长10.4%，但在成本上涨、竞争加剧影响下，毛利率、净利润率同比下滑1.6、0.9个百分点，净利润同比下滑11%。上市公司经营分化加剧，少数综合竞争力强、产品结构好的公司仍然取得良好增长，如上汽（+27%）；自主品牌表现普遍不如人意，库存压力加大，财务状况恶化。
- **卡车去库存压力减轻，盈利未现改观。**前3季度轻、重卡销量同比下滑1.4%、9.6%，其中3季度同比下滑2.8%、17.5%，卡车在经历近8个月的连续去库存后已恢复正常水平，3季度毛利率、经营性现金流均环比好转，但需求低迷、期间费用率提升下盈利未现改观，3季度板块收入、净利润分别同比下滑6.6%、32.5%，代表性上市公司福田（-59%）、重汽（-49%）业绩均大幅下滑。
- **零部件板块经营压力加大。**前3季度零部件板块收入、净利润分别同

投资评级：推荐（维持）

重点公司盈利预测及评级

公司名称	投资评级	EPS		PE	
		2011	2012	2011	2012
上海汽车	强烈推荐	1.87	2.16	9	8
悦达投资	强烈推荐	1.69	2.1	8	7
星宇股份	强烈推荐	0.69	0.97	24	17
宇通客车	强烈推荐	2.06	2.42	10	9
江铃汽车	推荐	2.15	2.7	10	8
威孚高科	推荐	2.39	2.82	14	12
远东传动	推荐	0.75	1.01	19	14

行业表现



相关报告

- 《子行业景气分化、结构性机会延续》201103
- 《周期下行，防御为主》201105
- 《月度增速转“负”，景气回落超预期》201105
- 《反弹时机已近，布局优质成长》201106
- 《初现反弹，下半年预期改观》201107
- 《静待估值修复》201109

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



比增长14.7%、2.2%；受成本上涨、下游放缓以及主机厂压价影响，零部件企业经营压力加大，3季度板块收入同比增长7.3%，净利润同比下滑16.8%，毛利率、净利润率环比分别下滑了0.7、1个百分点，华域汽车（+15%）等少数客户质量好的公司业绩相对稳健。

➤ **基金持股比重下降。**参考wind统计，3季度基金对汽车板块整体减持，多数上市公司的基金持股比重相对于中报下降。

➤ **重点上市公司简评：**

1、上海汽车（强烈推荐，维持）：车型结构优化，龙头风采依旧

2011年前3季度，公司实现营收2812.84亿元，归属于母公司的净利润132.92亿元，分别同比增长22.7%、38.7%，每股收益1.44元；其中第3季度实现营收974.07亿元，归属于母公司的净利润47.16亿元，分别同比增长19.4%、27.01%，每股收益0.51元。

前3季度集团口径下整车销量同比增长11.7%，其中3季度同比增长9.5%，利润增速高于销量增速主要源于两大合资品牌的车型结构优化；以上海大众新帕萨特、途观，上海通用英朗、新GL8等高附加值狭义乘用车车型占比持续提升；未来几年两大合资品牌新增产能释放，以及多款新车型助力下，我们认为上汽集团还将进一步巩固在国内乘用车市场的领先地位，上调2011、2012年EPS预测分别至1.87、2.16元，维持“强烈推荐”。

2、悦达投资（强烈推荐，维持）：业绩略低于预期，难掩优异基本面

2011年前3季度，公司实现营收18.84亿元，归属于母公司的净利润9.45亿元，分别同比增长25.1%、54.3%，每股收益1.22元；其中第3季度实现营收6.39亿元，归属于母公司的净利润2.92亿元，分别同比增长9.2%、38.3%，每股收益0.41元，略低于预期。

除汽车外的其他业务整体平稳，参股的合资品牌东风悦达起亚（DYK）依然是今年业绩增长的最主要贡献者；DYK近两年市场份额和品牌形象实现双重提升，3季度销量环比增长26.7%，同比大增44.1%，前3季度同比增长26.5%，远好于行业平均水平。尽管3季度受产品结构下移（紧凑型轿车K2上市）及前期推广费用增加影响，导致单季投资收益环比下滑19%，但随着K2保持热销以及相关支出后续减少，单车盈利能力有望逐步回升；小幅下调2011、2012EPS预测分别至1.69、2.1元，考虑到DYK优异的基本面和成长性，目前公司股价明显低估。

3、星宇股份（强烈推荐，维持）：经营回暖，中长期前景良好

2011年前3季度，公司实现营收8.16亿元，归属于母公司的净利润1.09亿元，分别同比增长26.2%、10.9%，每股收益0.46元；其中第3季度实现营收2.79亿元，归属于母公司的净利润0.39亿元，分别同比增长21.8%、17%，每股收益0.17元。

得益于花冠复产（大灯类配套车型）以及原材料价格走低，公司3季度经营回暖，营收、净利润分别环比增长10.7%、71.7%、毛利率亦环比提升3.55个百分点。公司近年对合资品牌客户的开拓不断取得进展，未来几年国内整车产能



扩张、而需求增速趋于平稳预期下，整车厂商的成本节约要求愈发强烈，相对于国内以外企、合资企业为主的竞争对手，公司的成本、响应等综合优势有助于加速替代对手份额，看好其中长期发展前景。

4、宇通客车（强烈推荐，上调）：3季度业绩超预期，上调投资评级

2011年前3季度，公司实现营收111.1亿元，归属于母公司的净利润7.33亿元，分别同比增长20.6%、34.3%，每股收益1.41元；其中第3季度实现营收46亿元，归属于母公司的净利润3.1亿元，分别同比增长27.6%、69%，每股收益0.60元，3季度业绩高于预期。

公司今年以来“调结构”收效良好（高附加值的大中客占比提升），费用控制得当，前3季度销量及业绩均显著好于行业平均水平；随着年末大中客传统旺季来临，有望继续保持稳健增长，上调2011EPS预测至2.06元（配股摊薄前）；公司在大中客行业的竞争优势突出，中期来看市场份额具备持续提升潜力，2012年4季度新增产能释放有望打开新一轮的成长空间，上调评级至“强烈推荐”。

表 1：汽车板块营收增速

指标	同比 (%)					环比 (%)
	2010	2011 前 3Q	2011 (1Q)	2011 (2Q)	2011 (3Q)	2011 (3Q)
汽车板块	57.2	13.7	26.1	5.2	9.8	-5.7
乘用车	74.8	12.9	28.5	-0.8	10.4	2.4
商用车	19.5	9.1	18.7	3.3	2.6	-18.3
其中：卡车	34.4	3.7	17.5	0.7	-6.6	-28.7
客车	40.7	18	21.8	9.3	23.6	15.2
零部件	52.6	14.7	24.0	10.4	7.3	-12.4

数据来源：wind、长城证券研究所

注：参考中信行业分类（板块中包含了汽车服务、摩托车、专用汽车，子板块中未纳入分析），以下同。

表 2：汽车板块净利润增速

指标	同比 (%)					环比 (%)
	2010	2011 前 3Q	2011 (1Q)	2011 (2Q)	2011 (3Q)	2011 (3Q)
汽车板块	67	-3	1.8	-5.8	-13.9	-23.1
乘用车	73.7	-3.6	-5.3	-10.3	-11.0	-16.8
商用车	87.3	-13	-4.4	-21.6	-21.5	-28.0
其中：卡车	61.4	-21	-3.1	-28.2	-32.5	-35.6
客车	309.5	2.3	-19.5	12.2	15.8	-4.6
零部件	62.9	2.2	14.7	7.1	-16.8	-24.3

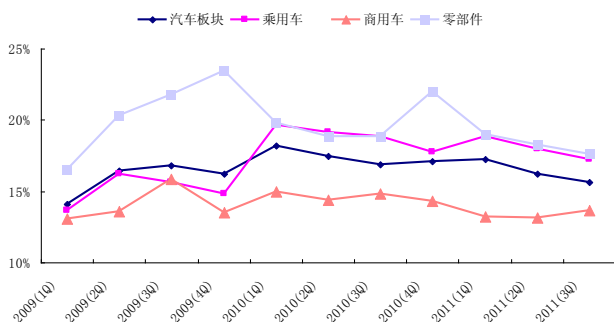
数据来源：wind、长城证券研究所

表 3：汽车板块分季度期间费用率

指标	2011(1Q)	2011(2Q)	2011 (3Q)	3Q 同比	3Q 环比
汽车	9.08%	9.14%	9.81%	0.02%	0.67%
乘用车	10.19%	10.13%	10.72%	-0.27%	0.59%
商用车	7.01%	7.45%	8.93%	0.27%	1.48%
其中：卡车	6.27%	6.85%	8.67%	0.42%	1.82%
客车	8.95%	9.02%	9.16%	-0.46%	0.14%
零部件	9.20%	9.74%	10.46%	1.00%	0.72%

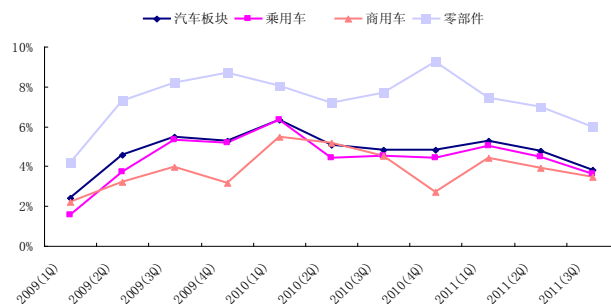
数据来源：wind、长城证券研究所

图 1：汽车板块毛利率分季度走势



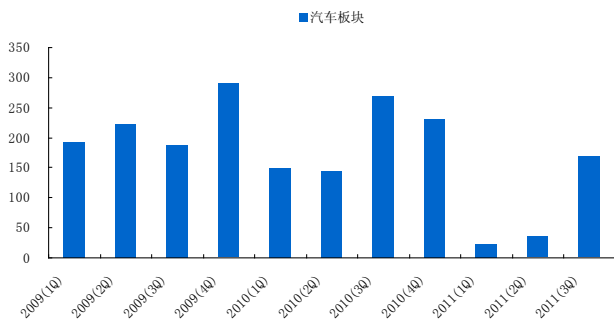
数据来源：wind、长城证券研究所

图 2：汽车板块净利润率分季度走势 (%)



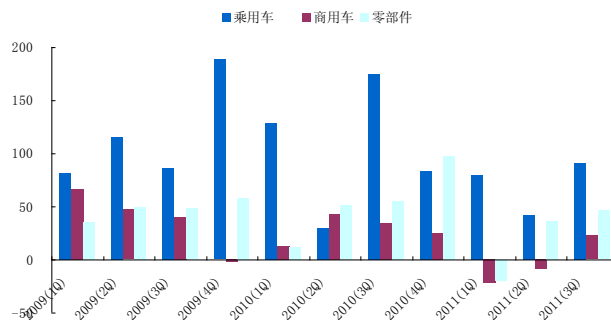
数据来源：wind、长城证券研究所

图 3：汽车板块分季度经营性现金流量净额 (合计)



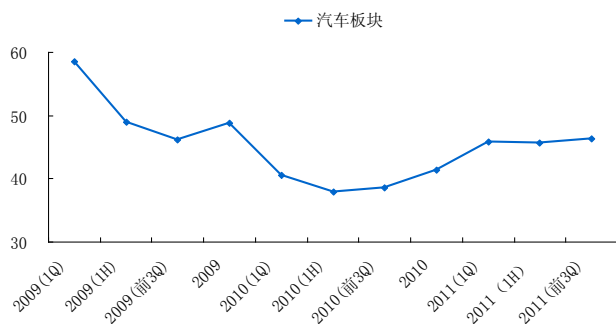
数据来源：wind、长城证券研究所

图 4：主要子板块分季度经营性现金流量净额 (合计)



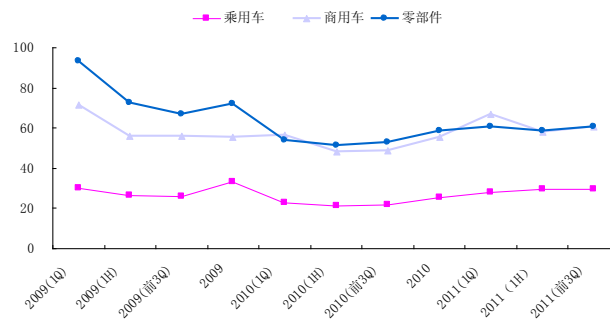
数据来源：wind、长城证券研究所

图 5: 汽车板块存货周转率走势



数据来源: wind、长城证券研究所

图 6: 主要子板块存货周转率走势



数据来源: wind、长城证券研究所

表 4: 主要整车类上市公司存货变动 (单位: 亿元)

时段/公司	2010	2011 (1Q)	2010 (1H)	2011 (3Q)	3Q (同比)	相对中期	相对 2010 年末
乘用车							
上海汽车	181.62	175.39	180.09	186.98	21.6%	3.8%	3.0%
江淮汽车	20.01	22.26	12.91	13.46	4.3%	4.3%	-32.7%
长安汽车	25.36	36.99	39.16	34.33	30.5%	-12.3%	35.3%
广汽长丰	6.41	6.82	7.16	7.64	7.5%	6.6%	19.2%
比亚迪	65.38	64.29	73.32	71.64	—	-2.3%	9.6%
海马汽车	8.10	9.36	8.97	10.60	-2.9%	18.2%	30.7%
一汽轿车	19.39	32.40	27.02	19.75	-4.7%	-26.9%	1.8%
长城汽车	21.04	23.97	28.88	23.45	—	-18.8%	11.5%
一汽夏利	7.88	6.70	10.57	10.81	13.9%	2.3%	37.3%
商用车							
东风汽车	27.25	28.29	27.85	29.28	1.2%	5.1%	7.4%
福田汽车	66.51	78.62	52.21	52.06	28.2%	-0.3%	-21.7%
江铃汽车	14.36	11.85	12.35	12.13	20.2%	-1.8%	-15.6%
中国重汽	74.42	103.38	76.50	63.04	17.5%	-17.6%	-15.3%
宇通客车	12.25	8.90	10.28	10.87	30.3%	5.7%	-11.3%
金龙汽车	19.60	18.51	19.61	19.08	35.5%	-2.7%	-2.7%
曙光股份	7.02	7.42	6.81	6.43	3.8%	-5.6%	-8.4%
安凯客车	3.53	3.76	4.36	4.43	8.9%	1.7%	25.6%
中通客车	3.48	3.07	3.10	3.17	-18.5%	2.1%	-9.1%

数据来源: wind、长城证券研究所

表 5: 整车类上市公司 2011 年 3 季度主要财务指标

指标/ 公司	营收 (3Q)		净利润 (3Q)		每股收益 (元)		毛利率 (%)		
	同比 (%)	环比 (%)	同比 (%)	环比 (%)	2011 前 3Q	2011 (3Q)	2011 (3Q)	同比	环比
乘用车									
上海汽车	18.97	11.42	27.01	15.74	1.44	0.51	18.4	-1.4	-0.5
江淮汽车	2.08	-13.82	-87.07	-72.21	0.42	0.04	13	-1.9	0.5
长安汽车	-18.59	-20.44	-140.40	-144.83	0.19	-0.03	10.8	-5.5	-3.9
广汽长丰	-32.44	-22.96	-414.98	—	-0.20	-0.15	21	-3.1	-4.3
海马汽车	17.26	-7.00	-54.38	-64.11	0.14	0.02	12.9	0.6	-1.8
一汽轿车	-25.38	-29.93	-111.10	-112.10	0.46	-0.03	16.4	-4.4	-2.8
长城汽车	25.05	-0.95	29.19	-21.04	0.93	0.24	23.9	—	-2.3
一汽夏利	12.95	-17.97	—	—	0.07	0.04	1.5	1	-6.1
比亚迪	10.95	8.82	582.07	797.32	0.15	0.03	16	—	1.6
商用车									
东风汽车	2.91	-12.10	-89.18	-83.63	0.16	0.01	11.4	0.7	0.6
江铃汽车	3.08	-9.04	-2.48	-24.51	1.71	0.46	24.8	-0.7	-0.3
福田汽车	-10.08	-33.30	-58.97	-32.75	0.42	0.09	9.4	-1.9	-0.2
中国重汽	-24.75	-49.42	-49.34	-61.97	0.91	0.19	8.3	-2.3	-0.1
宇通客车	27.63	33.14	68.97	27.36	1.41	0.60	17.6	0.2	0.4
金龙汽车	16.99	13.05	-46.17	-37.65	0.35	0.09	10.3	-2.4	-0.5
曙光股份	41.90	2.13	-55.65	-55.97	0.24	0.05	13.2	-10.1	-3.8
安凯客车	38.56	-1.18	116.02	27.75	0.17	0.06	12.2	0.7	1.7
中通客车	55.69	6.88	68.84	-1.41	0.16	0.06	13.9	0.7	-1.6

数据来源: wind、长城证券研究所

注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

表 6: 零部件上市公司 2011 年 3 季度主要财务指标

指标/ 公司	营收 (3Q)		净利润 (3Q)		每股收益 (元)		毛利率 (%)		
	同比 (%)	环比 (%)	同比 (%)	环比 (%)	2011 前 3Q	2011 (3Q)	2011 (3Q)	同比	环比
中原内配	37.18	-3.18	53.45	-1.27	1.09	0.36	29.3	-0.7	-1.2
金固股份	21.73	0.05	29.54	-1.11	0.32	0.12	29.3	-1.6	-0.5
兴民钢圈	15.46	-6.83	29.03	1.71	0.43	0.15	16.6	-0.8	1.5
双林股份	54.02	20.33	22.83	-24.17	0.69	0.19	26.2	-6.7	-3.1
星宇股份	21.78	10.74	16.97	71.71	0.47	0.17	26.6	—	3.6
华域汽车	21.11	3.38	15.24	-4.39	0.89	0.29	16.3	0.4	0.4
中鼎股份	14.19	-8.82	-0.23	-11.19	0.45	0.14	29.7	-0.7	0.2
松芝股份	19.06	-6.85	-1.29	-9.31	0.62	0.20	31.2	-5.9	-1.9
银轮股份	19.42	-13.18	-7.88	-13.67	0.72	0.23	23.2	-3.5	1.8
福耀玻璃	11.51	0.70	-17.05	-7.03	0.58	0.18	35.8	-2.3	-0.9
特尔佳	11.11	18.08	-20.03	30.14	0.14	0.05	30.9	-6.7	-0.6
天润曲轴	-2.47	-24.05	-20.23	-47.88	0.34	0.07	24.8	-8.2	-4
天汽模	-23.70	-52.99	-25.03	-60.72	0.29	0.06	27.4	1.6	7.5
一汽富维	24.51	5.95	-27.24	-4.36	1.45	0.44	6.3	1.1	-0.4
威孚高科	-11.22	-29.06	-29.14	-40.39	1.51	0.37	26.8	4.7	1.6
潍柴动力	-22.92	-41.93	-31.07	-34.66	2.75	0.65	22.3	-1	2.3
万里扬	109.88	85.96	-31.41	-46.44	0.24	0.05	20.1	-6.8	-6.9
万丰奥威	18.74	101.80	-33.53	77.57	0.38	0.11	14.7	-3.6	-2.1
凌云股份	15.29	-1.01	-40.82	-7.20	0.43	0.12	20.6	-4.1	-1
东风科技	23.10	22.28	-42.73	-20.90	0.36	0.08	14.5	-5.1	-1.7
宁波华翔	-8.61	-1.85	-56.00	-39.01	0.42	0.09	19.8	-2.2	-0.9
西泵股份	-13.99	-26.05	-77.77	-87.82	0.59	0.04	24.4	2.1	-1.7
亚太股份	-2.86	-24.53	-84.61	-83.63	0.22	0.02	11.9	-7.9	-3.5
云内动力	-3.28	-12.08	-103.30	-142.56	0.04	0.00	14.44	-1.11	-0.21
东安动力	-33.69	-34.75	-253.15	-222.30	0.00	-0.02	2.26	-11.29	-7.78

数据来源: wind、长城证券研究所

注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

表 7: 主要上市公司基金持股变动

指标/公司	基金持股比例 (%)		
	2011 年 3 季报	2011 年中报	增减
星宇股份	32.79	38.69	-5.90
威孚高科	30.66	55.17	-24.51
宇通客车	17.98	29.68	-11.70
悦达投资	15.60	28.52	-12.92
中鼎股份	15.45	21.53	-6.07
一汽富维	13.85	23.39	-9.54
金龙汽车	13.65	14.69	-1.04
华域汽车	12.78	23.10	-10.32
江淮汽车	11.77	24.18	-12.41
潍柴动力	11.58	19.86	-8.29
比亚迪	11.36	10.94	0.42
曙光股份	11.07	22.49	-11.41
福田汽车	9.37	21.88	-12.50
天汽模	8.88	0.75	8.13
一汽轿车	8.57	18.16	-9.59
福耀玻璃	7.36	13.65	-6.28
一汽夏利	7.23	7.15	0.08
松芝股份	6.57	8.82	-2.25
万里扬	6.26	6.05	0.22
江铃汽车	6.21	15.37	-9.16
银轮股份	5.83	4.44	1.39
金固股份	4.98	6.70	-1.72
天润曲轴	4.82	2.10	2.73
广汽长丰	4.56	5.37	-0.82
上海汽车	4.34	8.76	-4.42

数据来源: wind、长城证券研究所

注: 参考wind统计, 实际数据或存在一定偏差。

研究员介绍:

冉 飞: 汽车行业研究员, 2010年加入长城证券。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070611100006, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;
推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;
中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;
回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明:

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-775-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>