

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

业绩分化严重，盈利能力普遍下降

——汽车板块三季度报综述

研究报告-行业分析

同步大市（维持）

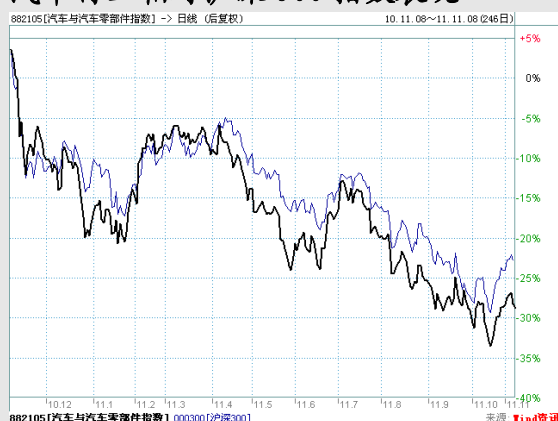
发布日期: 2011 年 11 月 8 日

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	8.41	买入
一汽富维	2.70	2.37	9.09	增持
亚夏汽车	0.86	1.21	27.64	增持

注: 股价为 2010 年 11 月 7 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:

政策退出收缩, 汽车市场表现低迷, 降价促销较多, 同时成本上升, 上市公司盈利能力普遍下滑, 但部分企业受益于新产品上市和结构调整, 表现相对稳定。鉴于销量仍不乐观, 盈利能力存进一步下降风险。

投资要点:

- **行业销量小幅增长。**受政策退出和经济增速趋缓等因素影响, 汽车市场表现较低迷。前三季度汽车总销量同比增长 3.62%, 其中三季度同比增长 4.51%。乘用车表现相对较好。
- **上市公司销量增速差异大。**今年以来整车企业销量增速分化趋势加大, 二三季度这一趋势进一步明显。三季度重点上市公司销量增速中, 最高者达 70%, 而最低者为-32%。其中部分公司销量增速持续下降。
- **业绩分化严重。**乘用车板块净利润降幅略微缩小。商用车板块自二季度以来维持维持低迷态势。零部件板块净利润增速由二季度的 3.59% 迅速下滑至-18.78%, 盈利状况正趋于恶化。长安汽车和一汽轿车出现季度亏损, 江淮汽车等净利润同比均下降 50% 以上。上海汽车、兴民钢圈等表现较好, 净利润同比增速均在 20% 以上。
- **盈利能力普遍下滑。**受成本上升、降价促销等因素影响, 汽车板块普遍出现盈利能力下降情况。虽然整体毛利率 16.92% 与二季度基本持平, 但期间费用率却环比上升了 1.08 个百分点至 10.32%。
- **库存控制良好, 现金流有所改善。**受益于去库存过程, 一季度相对较高的存货在二三季度有所下降, 其中以商用车板块下降最为明显。整体看, 汽车板块经营性现金流状况改善明显。
- **投资建议。**节能汽车补贴政策调整后, 汽车行业受政策影响较小, 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。建议关注业绩相对稳定的行业龙头和增长态势良好的 SUV、客车、汽车销售与服务等细分行业。
- **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. 三季度汽车销量分析	4
1.1 行业销量小幅增长	4
1.2 上市公司销量增速差异大	4
2. 上市公司财务分析	7
2.1 业绩分化严重	7
2.2 盈利能力普遍下滑	10
2.3 库存控制良好，现金流有所改善	12
3. 总结与展望	12
4. 投资策略	12

图目录

图 1: 国内汽车季度销量与同比增速.....	4
图 2: 年化销量情况.....	4
图 3: 乘用车季度销量与同比增速.....	4
图 4: 商用车季度销量与同比增速.....	4
图 5: 上海汽车季度销量与同比增速.....	5
图 6: 福田汽车季度销量与同比增速.....	5
图 7: 江淮汽车季度销量与同比增速.....	5
图 8: 东风汽车季度销量与同比增速.....	5
图 9: 宇通客车季度销量与同比增速.....	6
图 10: 潍柴动力季度销量与同比增速.....	6
图 11: 中国重汽季度销量与同比增速.....	6
图 12: 长安汽车季度销量与同比增速.....	6
图 13: 一汽夏利季度销量与同比增速.....	6
图 14: 一汽轿车季度销量与同比增速.....	6
图 15: 金龙汽车季度销量与同比增速.....	6
图 16: 江铃汽车季度销量与同比增速.....	6
图 17: 海马股份季度销量与同比增速.....	7
图 18: 力帆股份季度销量与同比增速.....	7
图 19: 比亚迪季度销量与同比增速.....	7
图 20: 汽车板块整体季度收入与净利润增速.....	8
图 21: 乘用车板块季度收入与净利润增速.....	8
图 22: 商用车板块季度收入与净利润增速.....	8
图 23: 零部件板块季度收入与净利润增速.....	8
图 24: 上市公司三季度收入增速分布.....	8
图 25: 上市公司三季度净利润增速分布.....	8
图 26: 汽车板块毛利率与期间费用率.....	10
图 27: 乘用车板块毛利率与期间费用率.....	10
图 28: 商用车板块毛利率与期间费用率.....	10
图 29: 零部件板块毛利率与期间费用率.....	10

表目录

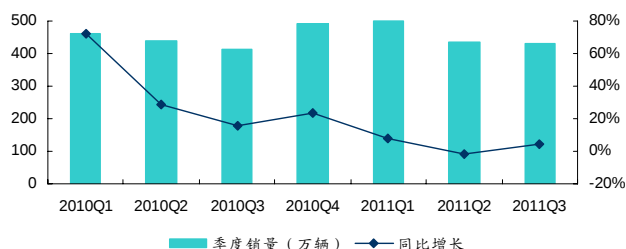
表 1: 上市公司季度销量增速比较.....	5
表 2: 上市公司季度收入与净利润增速.....	9
表 3: 上市公司季度毛利率与期间费用率.....	11
表 4: 汽车板块存货变化.....	12
表 5: 汽车板块季度经营性现金流净额变化.....	12
表 6: 重点公司估值分析表.....	13

1. 三季度汽车销量分析

1.1 行业销量小幅增长

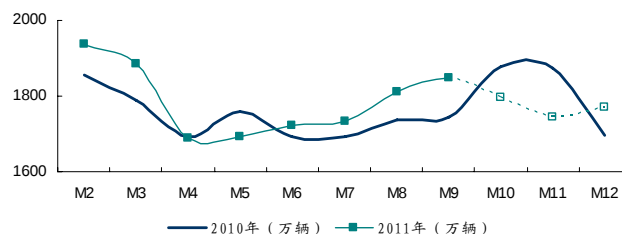
今年前三季度国内汽车总销量为 1363.35 万辆，同比增长 3.62%，产量为 1346.12 万辆，同比增长 2.75%。其中三季度销量为 430.83 万辆，同比增长 4.51%，环比下降 0.76%。乘用车表现相对较好，三季度销量为 342.75 万辆，同比增长 7.89%，环比增长 4.93%；三季度商用车销量为 88.08 万辆，同比下降 6.85%，环比下降 18.06%。

图 1：国内汽车季度销量与同比增速



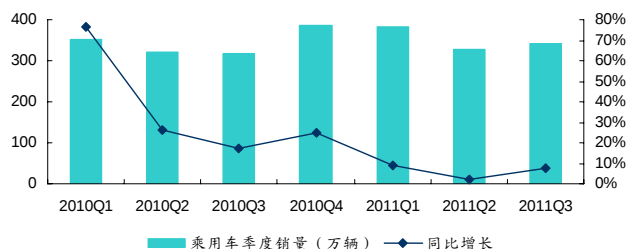
资料来源：中原证券，CAAM

图 2：年化销量情况



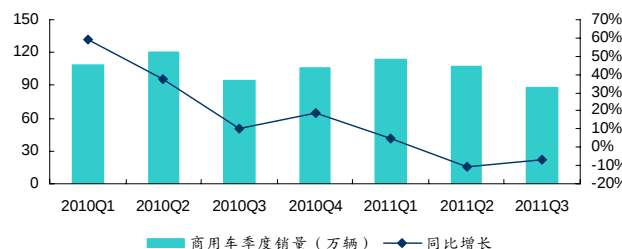
资料来源：中原证券，CAAM

图 3：乘用车季度销量与同比增速



资料来源：中原证券，CAAM

图 4：商用车季度销量与同比增速



资料来源：中原证券，CAAM

1.2 上市公司销量增速差异大

今年以来整车企业销量增速分化加大，二三季度这一趋势进一步明显。从我们统计的 15 家上市公司三季度销量增速看，有 2 家增速高于 10%，5 家增速在 0% 到 10% 之间，5 家增速在 -10% 到 0% 之间，3 家增速在 -10% 以下。其中增速最高的是力帆股份，为 70.13%；最低的是潍柴动力（陕重汽），下降 32.59%。

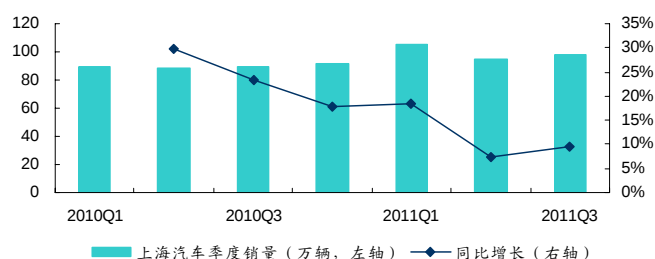
从增速变化来看，表现较好的有宇通客车、江淮汽车、金龙汽车和比亚迪，三季度增速较二季度提升 5 个百分点以上；表现较差的有中国重汽、一汽轿车和潍柴动力，增速下滑幅度都在 15 个百分点以上，表明销量形势恶化。

表 1: 上市公司季度销量增速比较

上市公司	季度销量同比增速			二三季度增速差
	一季度	二季度	三季度	
力帆股份	43.31%	71.74%	70.13%	-1.61%
宇通客车	15.17%	3.22%	19.24%	16.02%
上海汽车	18.35%	7.29%	9.50%	2.21%
江淮汽车	17.05%	2.49%	9.47%	6.98%
金龙汽车	17.00%	1.18%	7.05%	5.87%
一汽夏利	18.25%	5.26%	2.64%	-2.62%
海马股份	20.72%	-2.69%	0.15%	2.84%
东风汽车	17.73%	8.56%	-0.63%	-9.19%
江铃汽车	34.24%	5.95%	-1.23%	-7.18%
比亚迪	-27.47%	-9.30%	-3.33%	5.97%
福田汽车	3.29%	-6.82%	-6.67%	0.14%
长安汽车	-2.69%	-8.06%	-8.61%	-0.55%
中国重汽	13.19%	-5.97%	-23.12%	-17.15%
一汽轿车	16.36%	3.69%	-26.45%	-30.13%
潍柴动力	15.64%	-11.04%	-32.59%	-21.55%

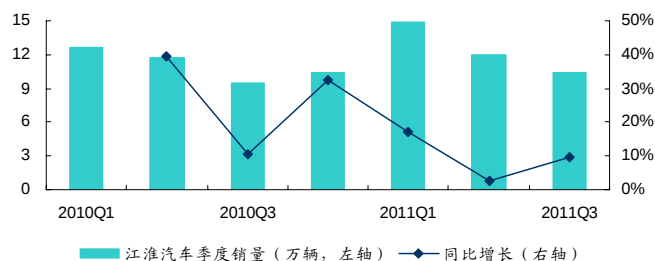
资料来源: 中原证券, CAAM

图 5: 上海汽车季度销量与同比增速



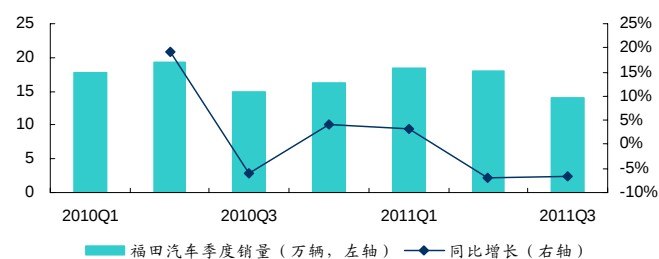
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 7: 江淮汽车季度销量与同比增速



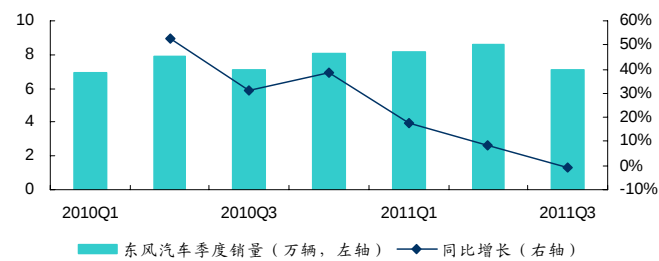
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 6: 福田汽车季度销量与同比增速



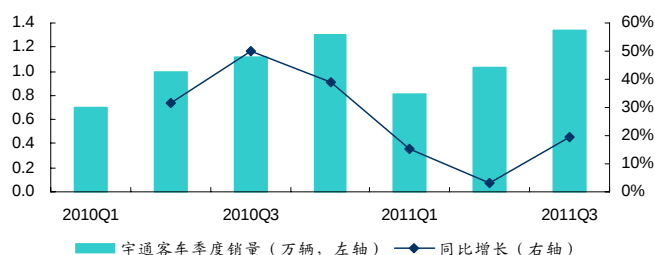
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 8: 东风汽车季度销量与同比增速



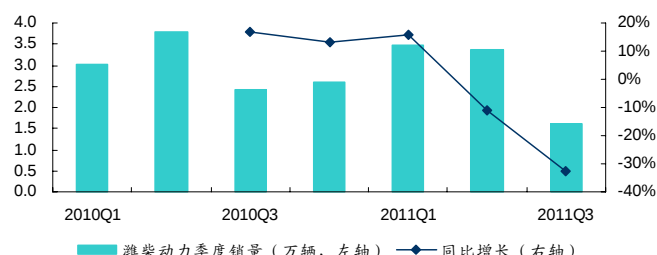
资料来源: 中原证券, 公司资料

图 9：宇通客车季度销量与同比增速



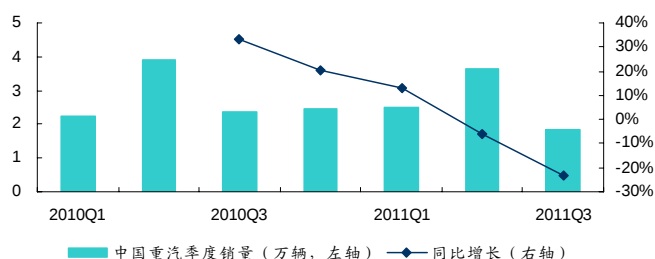
资料来源：中原证券，公司资料

图 10：潍柴动力季度销量与同比增速



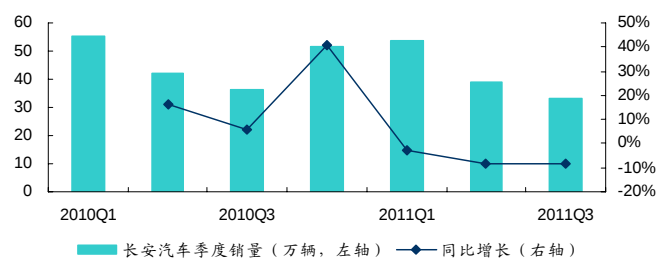
资料来源：中原证券，CAAM

图 11：中国重汽季度销量与同比增速



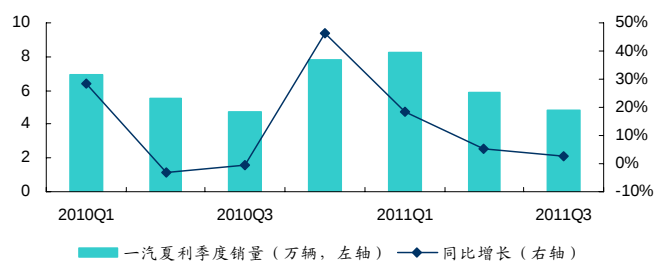
资料来源：中原证券，公司资料

图 12：长安汽车季度销量与同比增速



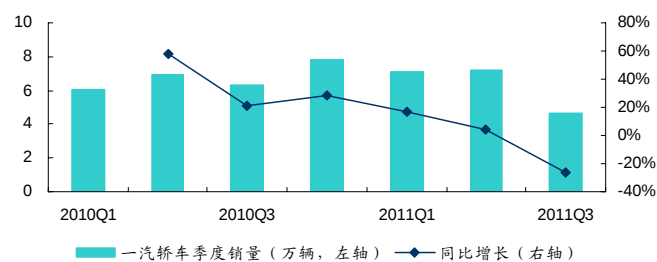
资料来源：中原证券，公司资料

图 13：一汽夏利季度销量与同比增速



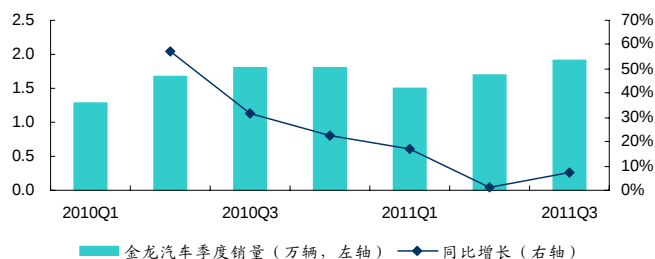
资料来源：中原证券，公司资料

图 14：一汽轿车季度销量与同比增速



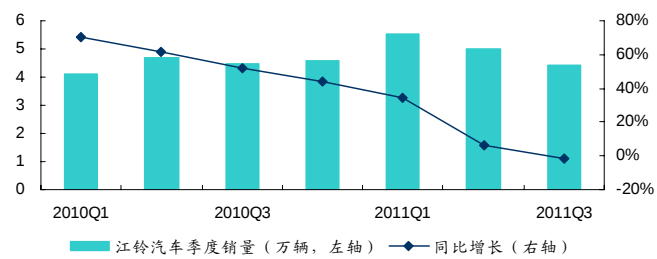
资料来源：中原证券，CAAM

图 15：金龙汽车季度销量与同比增速



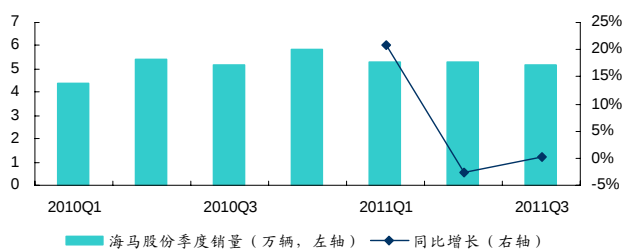
资料来源：中原证券，CAAM

图 16：江铃汽车季度销量与同比增速



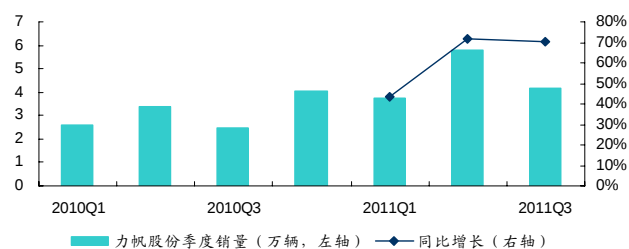
资料来源：中原证券，公司资料

图 17: 海马股份季度销量与同比增速



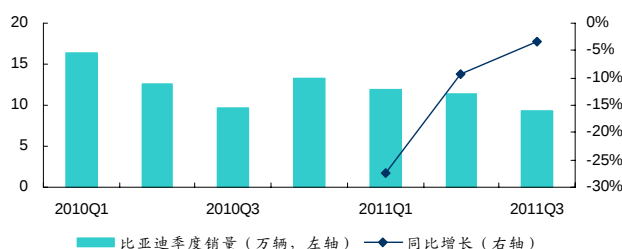
资料来源: 中原证券, CAAM

图 18: 力帆股份季度销量与同比增速



资料来源: 中原证券, CAAM

图 19: 比亚迪季度销量与同比增速



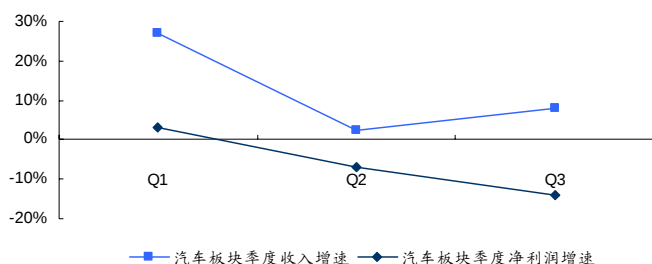
资料来源: 中原证券, CAAM

2. 上市公司财务分析

2.1 业绩分化严重

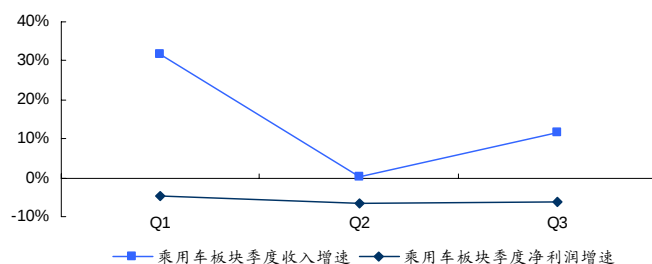
在节能汽车补贴政策调整的影响下，三季度乘用车企业销量增速提升，使得板块收入增速也较二季度提高 11.20 个百分点至 11.50%，同时净利润降幅略微缩小，为 6.37%。商用车板块自二季度以来维持维持低迷态势，三季度收入收入同比下降 0.31%，净利润降幅达到惊人的 26.31%，但较二季度有所缩小。零部件板块收入增速较二季度下降 3.56 个百分点至 5.71%，净利润增速由二季度的 3.59% 迅速下滑至 -18.78%，盈利状况正趋于恶化，这也是零部件业绩表现相对滞后于整车板块的写照。整体看汽车板块净利润从二季度开始出现同比下降，并且降幅由二季度的 6.81% 扩大到第三季度的 13.90%，盈利情况不乐观。

图 20: 汽车板块整体季度收入与净利润增速



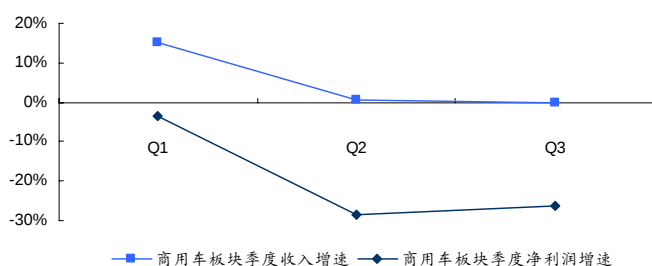
资料来源: 中原证券, WIND

图 21: 乘用车板块季度收入与净利润增速



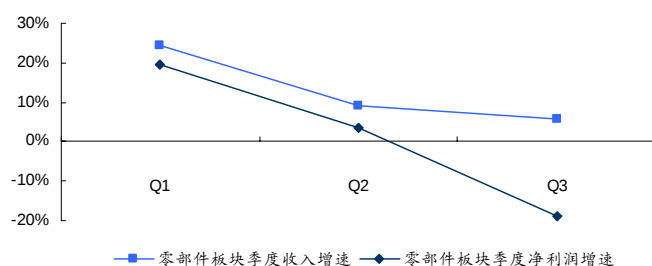
资料来源: 中原证券, WIND

图 22: 商用车板块季度收入与净利润增速



资料来源: 中原证券, WIND

图 23: 零部件板块季度收入与净利润增速

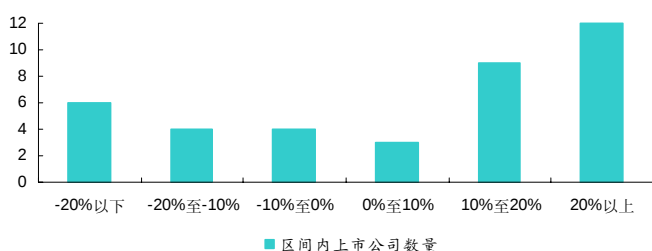


资料来源: 中原证券, WIND

从各上市公司来看,三季度业绩严重分化。长安汽车和一汽轿车出现亏损,江淮汽车、东风汽车、福田汽车、宁波华翔、亚太股份、西泵股份、美晨科技净利润同比均下降 50%以上。比亚迪、上海汽车、宇通客车、兴民钢圈、中原内配、金固股份、双林股份表现较好,同比增速均在 20%以上。其中比亚迪出现异常的高增速,主要是去年同期基数异常低所致。

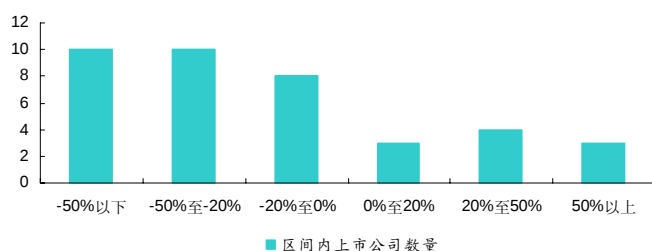
从前三季度变动趋势看,上海汽车、宇通客车、兴民钢圈、金固股份、双林股份、华域汽车均保持了较好的净利润增长态势。二三季度出现迅速恶化的上市公司不在少数,如江淮汽车、东风汽车、亚太股份、西泵股份、曙光股份等。

图 24: 上市公司三季度收入增速分布



资料来源: 中原证券, WIND

图 25: 上市公司三季度净利润增速分布



资料来源: 中原证券, WIND

表 2: 上市公司季度收入与净利润增速

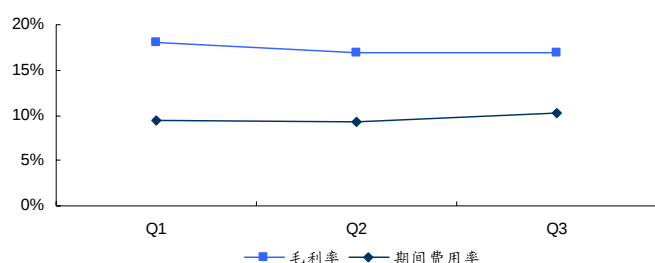
板块	上市公司	季度收入同比增速			季度净利润同比增速		
		一季度	二季度	三季度	一季度	二季度	三季度
乘用车	长安汽车	-10.90%	-14.63%	-18.59%	-8.46%	-44.98%	-140.40%
	一汽轿车	13.73%	0.12%	-25.38%	-44.16%	-35.15%	-111.10%
	比亚迪	-11.60%	-9.85%	10.95%	-84.35%	-98.80%	582.07%
	上海汽车	53.85%	2.87%	18.97%	56.46%	36.12%	27.00%
	江淮汽车	17.24%	-1.43%	2.08%	31.78%	-30.05%	-87.07%
	力帆股份	31.97%	20.41%	28.52%	25.30%	-12.93%	-2.49%
商用车	江铃汽车	32.58%	9.34%	3.08%	10.74%	-2.98%	-2.48%
	东风汽车	19.60%	10.57%	2.91%	2.17%	-46.89%	-89.18%
	宇通客车	25.06%	9.15%	27.63%	25.59%	10.90%	68.97%
	福田汽车	6.03%	-1.59%	-10.08%	-15.88%	-57.10%	-58.97%
	金龙汽车	25.73%	11.31%	16.99%	22.59%	16.76%	-46.17%
	中国重汽	14.82%	-12.88%	-24.75%	-46.14%	-44.74%	-49.34%
零部件	威孚高科	36.16%	13.49%	-11.22%	154.96%	72.59%	-29.14%
	中鼎股份	31.40%	8.35%	14.19%	20.51%	9.06%	-0.23%
	宁波华翔	29.27%	12.39%	-8.61%	34.64%	-21.94%	-56.00%
	银轮股份	34.17%	17.35%	19.42%	15.51%	-0.11%	-7.88%
	天润曲轴	26.89%	36.66%	-2.47%	28.86%	52.96%	-20.23%
	亚太股份	9.33%	16.29%	-2.86%	2.06%	2.17%	-84.61%
	兴民钢圈	11.91%	18.09%	15.46%	14.93%	27.06%	29.03%
	远东传动	37.11%	12.34%	-20.38%	39.53%	11.30%	-19.96%
	中原内配	21.32%	8.93%	37.18%	18.72%	-0.98%	53.45%
	松芝股份	25.25%	18.24%	19.06%	5.01%	-1.22%	-1.29%
	金固股份	47.10%	26.69%	21.73%	30.89%	29.65%	29.54%
	天汽模	9.04%	19.41%	-23.70%	99.58%	23.88%	-25.03%
	西泵股份	6.46%	2.76%	-13.99%	-17.08%	21.10%	-80.96%
	顺荣股份	27.86%	-2.19%	31.71%	-0.87%	45.88%	-9.89%
	万安科技	16.80%	16.78%	30.28%	11.89%	-26.51%	-44.76%
	世纪华通	18.47%	24.61%	-4.49%	2.73%	21.59%	-20.53%
	双林股份	17.97%	12.35%	54.02%	30.65%	15.21%	22.83%
	美晨科技	37.35%	-11.52%	-26.94%	10.22%	-59.29%	-65.79%
	东风科技	19.10%	-8.26%	23.10%	1.38%	-55.41%	-42.73%
	曙光股份	31.49%	8.67%	41.90%	32.74%	20.86%	-55.65%
	福耀玻璃	27.28%	13.64%	11.51%	-2.85%	-14.08%	-17.05%
	交运股份	19.16%	44.69%	15.88%	9.83%	5.83%	16.79%
	华域汽车	32.11%	23.19%	23.21%	31.73%	20.71%	12.92%
	一汽富维	58.32%	-2.81%	24.51%	21.76%	-34.61%	-27.24%
	星宇股份	59.76%	5.38%	21.78%	56.26%	-33.89%	16.97%
	潍柴动力	21.63%	0.67%	-22.92%	14.22%	2.29%	-31.07%

资料来源: 中原证券, CAAM

2.2 盈利能力普遍下滑

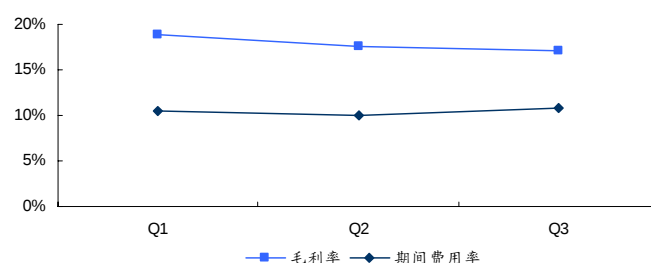
三季度，受成本上升、降价促销等因素影响，汽车板块普遍出现盈利能力下降情况。虽然整体毛利率 16.92% 与二季度基本持平，但期间费用率却环比上升了 1.08 个百分点至 10.32%，这其中促销费用、人员工资、利息支出的增加是主要原因。我们以毛利率与期间费用率的差值作为衡量盈利能力的指标之一。其中乘用车板块的这一差值从二季度的 7.68% 缩小到三季度的 6.41%；商用车板块变化较小，但今年以来整体表现不好；零部件板块下滑 1.34 个百分点，下滑趋势显著。

图 26：汽车板块毛利率与期间费用率



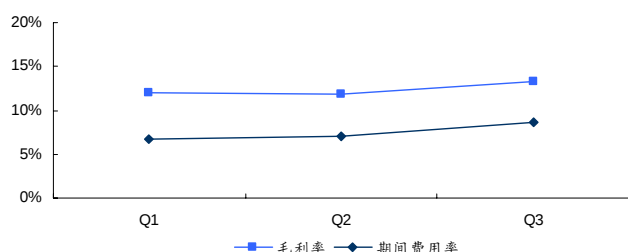
资料来源：中原证券，WIND

图 27：乘用车板块毛利率与期间费用率



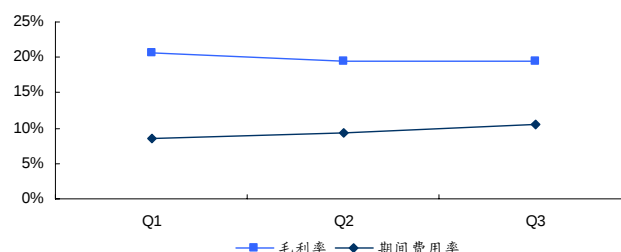
资料来源：中原证券，WIND

图 28：商用车板块毛利率与期间费用率



资料来源：中原证券，WIND

图 29：零部件板块毛利率与期间费用率



资料来源：中原证券，WIND

从具体上市公司来看，仍以毛利率-期间费用率为指标，大部分公司有所下降，其中万安科技、西泵股份、一汽轿车、天润曲轴、亚太股份、天汽模、世纪华通、双林股份、宁波华翔等均环比下滑超过 4 个百分点。仅有比亚迪、星宇股份等环比上升超过 1 个百分点，但仍低于一季度数值。

从一到三季度整体看，上海汽车、宇通客车、威孚高科、兴民钢圈、中原内配、华域汽车等表现稳定，盈利能力波动较小。

表 3: 上市公司季度毛利率与期间费用率

板块	上市公司	毛利率		期间费用率				毛利率-期间费用率		
		一季度	二季度	一季度	二季度	三季度	三季度	一季度	二季度	三季度
乘用车	长安汽车	13.42%	14.76%	10.82%	8.55%	17.00%	15.95%	4.87%	-2.24%	-5.13%
	一汽轿车	19.22%	19.19%	16.39%	10.19%	9.36%	14.32%	9.03%	9.83%	2.08%
	比亚迪	17.02%	14.39%	16.03%	12.50%	12.47%	12.44%	4.53%	1.92%	3.59%
	上海汽车	20.53%	18.85%	18.37%	10.89%	9.35%	10.01%	9.63%	9.50%	8.36%
	江淮汽车	14.04%	12.47%	12.97%	7.00%	8.39%	10.09%	7.04%	4.08%	2.87%
	力帆股份	16.73%	17.12%	16.22%	8.95%	10.51%	10.85%	7.78%	6.61%	5.37%
商用车	江铃汽车	23.26%	25.14%	24.79%	6.38%	8.20%	10.25%	16.88%	16.94%	14.55%
	东风汽车	10.98%	10.86%	11.43%	7.99%	9.03%	10.45%	3.00%	1.83%	0.99%
	宇通客车	17.16%	17.18%	17.55%	9.88%	8.70%	8.80%	7.28%	8.47%	8.75%
	福田汽车	9.11%	9.58%	9.40%	5.41%	7.40%	7.39%	3.70%	2.18%	2.01%
	金龙汽车	10.98%	10.82%	10.33%	7.71%	8.04%	8.23%	3.27%	2.78%	2.09%
	中国重汽	9.56%	8.33%	8.28%	6.46%	3.29%	6.74%	3.09%	5.04%	1.54%
零部件	威孚高科	26.76%	25.21%	26.82%	11.93%	10.06%	11.39%	14.83%	15.16%	15.43%
	中鼎股份	28.44%	29.57%	29.74%	11.63%	13.42%	15.49%	16.80%	16.15%	14.24%
	宁波华翔	22.53%	20.70%	19.83%	10.43%	10.60%	13.74%	12.10%	10.10%	6.09%
	银轮股份	25.85%	21.43%	23.24%	15.00%	12.62%	17.24%	10.86%	8.81%	6.00%
	天润曲轴	28.05%	28.81%	24.78%	10.04%	8.52%	10.51%	18.01%	20.29%	14.27%
	亚太股份	16.44%	15.42%	11.91%	7.73%	9.62%	11.07%	8.70%	5.80%	0.85%
	兴民钢圈	17.95%	15.10%	16.61%	7.61%	4.55%	5.21%	10.33%	10.55%	11.40%
	远东传动	35.87%	34.73%	33.85%	11.70%	10.86%	11.60%	24.17%	23.87%	22.24%
	中原内配	30.56%	30.53%	29.33%	14.29%	14.92%	14.08%	16.27%	15.60%	15.26%
	松芝股份	31.70%	33.09%	31.19%	10.48%	11.18%	12.08%	21.21%	21.91%	19.11%
	金固股份	31.12%	29.74%	29.27%	19.22%	16.23%	18.81%	11.90%	13.52%	10.46%
	天汽模	21.94%	19.91%	27.37%	13.91%	6.42%	18.56%	8.02%	13.49%	8.81%
	西泵股份	27.15%	26.11%	24.44%	18.29%	15.42%	22.16%	8.86%	10.69%	2.28%
	顺荣股份	30.24%	27.34%	19.97%	11.80%	18.97%	15.50%	18.44%	8.36%	4.47%
	万安科技	29.47%	28.34%	23.89%	16.49%	17.45%	21.33%	12.98%	10.89%	2.56%
	世纪华通	32.38%	30.65%	27.13%	11.63%	9.77%	10.71%	20.75%	20.88%	16.42%
	双林股份	30.12%	29.36%	26.22%	11.29%	12.46%	13.64%	18.82%	16.90%	12.57%
	美晨科技	29.71%	28.89%	26.46%	12.89%	19.84%	16.45%	16.82%	9.05%	10.01%
	东风科技	17.87%	16.16%	14.50%	9.01%	11.03%	12.15%	8.86%	5.13%	2.36%
	曙光股份	13.86%	16.99%	13.17%	8.16%	10.92%	9.57%	5.70%	6.06%	3.60%
	福耀玻璃	37.44%	36.74%	35.82%	17.56%	17.60%	18.63%	19.88%	19.14%	17.18%
	交运股份	12.75%	12.76%	11.67%	7.14%	7.62%	6.95%	5.60%	5.14%	4.72%
	华域汽车	16.33%	15.85%	16.32%	7.00%	7.24%	7.91%	9.33%	8.61%	8.42%
	一汽富维	6.72%	6.72%	6.33%	3.43%	4.18%	4.27%	3.29%	2.54%	2.06%
	星宇股份	32.68%	23.08%	26.63%	11.90%	10.13%	10.13%	20.79%	12.95%	16.51%
	潍柴动力	23.03%	20.06%	22.31%	7.56%	8.67%	11.18%	15.47%	11.39%	11.13%

资料来源: 中原证券, CAAM

2.3 库存控制良好，现金流有所改善

从存货项来看，今年以来汽车板块表现良好。受益于去库存过程，一季度相对较高的存货在二三季度有所下降，其中以商用车板块下降最为明显。

表 4：汽车板块存货变化

单位：亿元

板块	2009	2010	2011Q1	2011Q2	2011Q3
乘用车	210.47	342.79	362.51	369.62	367.51
商用车	143.81	222.30	257.17	207.23	195.13
零部件	190.70	265.39	294.02	272.23	277.98
合计	544.98	830.48	913.70	849.08	840.61

资料来源：中原证券，WIND

从经营性现金流来看，乘用车板块现金流表现稳定；商用车板块由负转正；零部件板块虽然在一季度出现负值，但从二季度开始即转为正值，且回升态势良好。整体看，汽车板块经营性现金流状况改善明显。

表 5：汽车板块季度经营性现金流净额变化

单位：亿元

板块	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
乘用车	123.01	9.13	134.50	92.58	55.43	34.49	61.85
商用车	4.03	30.03	28.45	11.76	-19.45	-10.25	23.29
零部件	21.65	54.27	42.96	78.29	-0.22	32.29	50.87
合计	148.69	93.44	205.91	182.63	35.75	56.54	136.02

资料来源：中原证券，WIND

3. 总结与展望

受政策退出调整和经济增长趋缓等因素影响，今年以来汽车市场表现较低迷，全年销量增速预计在 3% 左右，但部分细分行业表现较好。在此基础上，受成本上升、降价促销等因素影响，企业盈利能力普遍下降。但部分企业受益于新产品上市、产品结构调整等因素影响，盈利能力保持稳定。因此出现上市公司业绩严重分化的局面。

从上述分析来看，汽车板块收入增速下降，盈利能力下滑，处于景气下降周期中。节能汽车补贴政策调整给市场增长带来较大压力，汽车降价促销正进一步蔓延，即使原材料成本有所下降，但难以弥补产品销售价格下降带来的负面影响，未来板块盈利能力存进一步下降可能。

4. 投资策略

节能汽车补贴政策调整后，汽车行业受政策影响较小，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和三季报情况，我们建议关注以下投资机会：一是业绩相对稳定的行业龙头，存在估值修复机会，如上海汽车等。二是增长态势良好的 SUV、客车、汽车销售与服务等细分行业，如亚夏汽车等。

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 6：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	8.32	15.89	10.74	8.41	7.53	1.91	买入
	一汽轿车	1.14	0.55	0.75	5.47	10.28	8.99	18.69	13.71	1.88	观望
	江淮汽车	0.90	0.55	0.68	4.38	7.50	8.33	13.64	11.03	1.71	增持
	长安汽车	0.42	0.25	0.34	3.05	4.39	10.45	17.56	12.91	1.44	观望
	平均						9.63	14.58	11.30	1.74	
商用车	星马汽车	1.43	1.50	1.72	6.55	15.26	10.67	10.17	8.87	2.33	增持
	金龙汽车	0.53	0.50	0.61	4.13	7.49	14.13	14.98	12.28	1.81	观望
	中国重汽	1.60	1.18	1.52	8.97	16.54	10.34	14.02	10.88	1.84	观望
	江铃汽车	1.98	2.02	2.24	8.02	21.36	10.79	10.57	9.54	2.66	增持
	福田汽车	0.78	0.57	0.68	4.08	7.87	10.09	13.81	11.57	1.93	增持
	平均						11.20	12.71	10.63	2.11	
零部件	宁波华翔	0.77	0.59	0.70	4.75	10.26	13.32	17.39	14.66	2.16	增持
	福耀玻璃	0.89	0.80	0.91	2.94	8.85	9.94	11.06	9.73	3.01	增持
	华域汽车	0.97	1.16	1.32	6.22	10.07	10.35	8.68	7.63	1.62	增持
	中鼎股份	0.52	0.65	0.83	2.28	11.29	21.71	17.37	13.60	4.95	增持
	天润曲轴	0.40	0.47	0.58	5.17	14.00	35.00	29.79	24.14	2.71	观望
	一汽富维	2.70	2.37	2.81	11.48	21.54	7.98	9.09	7.67	1.88	增持
	银轮股份	1.00	1.00	1.25	5.57	18.28	18.28	18.28	14.62	3.28	增持
	万里扬	0.44	0.34	0.39	5.39	10.88	24.73	32.00	27.90	2.02	观望
	威孚高科	2.36	2.41	3.02	8.31	33.00	13.98	13.69	10.93	3.97	增持
	潍柴动力	4.07	3.67	4.47	13.21	37.77	9.28	10.29	8.45	2.86	增持
	平均						16.46	16.76	13.93	2.85	
销售与服务	亚夏汽车	0.86	1.21	1.76	8.88	33.44	38.88	27.64	19.00	3.77	增持
	庞大集团	0.47	0.37	0.51	3.73	10.21	21.72	27.59	20.02	2.74	观望
	物产中大	0.76	0.98	1.12	5.01	9.42	12.39	9.61	8.41	1.88	增持
	平均						24.33	21.61	15.81	2.80	
全部平均							15.10	16.11	12.96	2.47	

注：股价为 2011 年 11 月 7 日收盘价

资料来源：中原证券研究所

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。