

三季度综述，风险逐渐释放

报告要点

汽车行业占沪深 300 权重约 2-3%，是市场关注的热点板块。截至 10 月 31 日，汽车行业三季报已经披露完毕，我们根据市场关注度、主业是否变化、数据的可追溯性，扫描了汽车及零部件行业的 62 家公司，属于不完全统计，但也有了相当的代表性。本篇报告主要是财务报表分析，虽然滞后，但对前 3 季度汽车与零部件行业成长性、盈利能力、营运状况总结也是有价值的。

当汽车行业从高增长阶段进入目前的平稳期后，市场关注的重点从成长性转移到了盈利能力的变化。为此，我们延续上半年的分析框架，定量分析成本对于汽车行业盈利的影响，此外，我们将汽车零部件行业细分为核心零部件与非核心零部件分开研究。核心观点如下：

- 三季度情况来看，我们统计的公司中共有约 23 家股东户数上升，行业散乱度微降，板块收益恶化。板块在三季度相对收益为-0.41%。而重卡相关联的几家公司福田汽车、江淮汽车与乘用车整车企业长安汽车、上海汽车均出现了股东户数的上升，市场对于重卡行业和乘用车行业的看法趋于一致的谨慎。
- 三季度汽车行业营业收入同比增长 8.99%，较上半年 15.77% 的同比增速环比下滑，但比二季度 3.36% 的增速有所上升。汽车行业毛利率出现下滑，主要原因是需求不旺导致，而汽车行业三季度期间费用率回升说明我们上半年的得出期间费用率“伪下滑”结论开始应验。从行业运营效率上看，三季度各种运营指标延续上半年的下滑趋势，但下滑的速度趋缓。

投资建议：

- 对乘用车而言，由于政策退出对基数的影响，未来半年销量同比增速难言乐观，股票的投资机会主要跌出来的机会，板块估值降低后，可以布局盈利成长确定性和稳定性较强的行业优质龙头上海汽车、华域汽车、悦达投资。
- 对重卡行业来说，目前探底迹象在增强，我们判断 4 季度行业库存量虽已接近合理，但结构性风险仍在释放，在行业触底阶段，企业盈利能力将因为运营能力的差异而有较大的分化，建议投资者关注运营管理能力突出、弹性较大的福田汽车的左侧布局。

行业内重点公司推介

公司代码	公司名称	投资评级
------	------	------

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

- 《市场带领板块估值回升，优惠幅度有所下滑》2011-10-31
- 《板块大幅回调，行业优惠收窄》2011-10-23
- 《重卡行业跟踪报告：等待东风》2011-9-27

分析师：

张乐
(8621) 68751760
zhanle@cisc.com.cn
执业证书编号：S0490511060002
联系人：
谭焜元
(8621) 68751760
tanky@cjsc.com.cn

正文目录

汽车行业上市公司样本构成.....	4
三季度多数公司持股户数趋于集中	5
繁荣后期，行业景气度下滑状态在延续	5
营业收入维持小幅增长，净利润出现负增长	5
客车、乘用车防御性依然较佳，零部件分化	6
盈利能力整体下滑，行业疲软及成本转嫁困难压力凸显	8
不景气状态延续，盈利能力纷纷下探	8
期间费用率抬头，各板块分化加剧	9
存货周转率持平，应收账款周转率降幅趋缓	10
经营净现金流同比下滑幅度较上半年有所收窄	11
资产负债率延续上半年的下降趋势	12
汽车行业盈利能力展望	12
细分行业景气度继续分化，成本压力有所减缓	13
投资建议	14
乘用车行业：市场回归理性，更需要关注营运能力	14
重卡行业：企稳迹象明显，4 季度将结构性去库存	16

图表目录

图 1: 震荡市行业的的散乱度与收益的反向关系异常明显	5
图 2: 三季度汽车行业收入和归属于母公司净利润同比增速	7
图 3: 二季度收入与归属母公司利润同比增速	8
图 4: 上半年收入与归属母公司利润同比增速	8
图 5: 各板块三费占比较去年同期有升有降	9
图 6: 各板块三费占比季度环比分化延续	9
图 7: 长江汽车原材料综合价格指数	13
图 8: 高基数下, 四季度增速面临压力	15
图 9: 狭义乘用车月度终端优惠指数整体继续增加	15
图 10: 库存增速放缓是价格平稳的基础	16
表 1: 汽车细分行业所选代表公司	4
表 2: 2011 年三季度营业收入增速放缓	6
表 3: 2011 年三季度归属于母公司的净利润增长多数下滑	7
表 4: 汽车细分行业毛利率情况	8
表 5: 汽车细分行业净利率情况	9
表 6: 汽车细分行业期间费用率水平	10
表 7: 汽车细分行业存货周转率与应收账款周转率情况	10
表 8: 汽车细分行业现金净流量占营业利润情况	11
表 9: 汽车细分行业现金净流量同比情况	12
表 10: 汽车细分行业资产负债率情况	12
附件 1: 汽车行业前三季度股东户数变化情况一览表	17

汽车行业上市公司样本构成

汽车及零部件行业目前已经上市公司已经接近 100 家，在沪深 300 中有 11 支股票，在沪深 300 中的权重约 2%。在研究汽车行业的整体走势时，我们首先需明确样本的选择，主要的考虑点包括：1、数量要比较充分；2、数据要有可比性；3、市场关注程度；4、我们覆盖的情况。

据此，我们以申万二级行业指数汽车服务、汽车零部件、汽车整车中所包含的企业为基础，去掉 ST 的 3 家公司、已经资产重组不属于汽车股的湖北能源及数据不好追溯的新股，如力帆股份、南方轴承、星宇股份、顺荣股份、双林股份等，加入了威孚高科、星马汽车、悦达投资、云内动力、黔轮胎、上柴股份、银轮股份、青岛双星、S 佳通等公司，总计 62 家 A 股上市公司。

另外，汽车行业是一个较大的行业，各细分行业的驱动力也有所不同，这要求我们不仅要汽车及零部件行业作为一个整体研究，同时也要按照驱动力不同，分别从乘用车整车、商用车整车、商用车客、汽车销售、汽车零部件进行研究。考虑到今年成本上升的影响较大，我们将零部件拆分为核心和非核心零部件进行研究。核心零部件公司包括潍柴动力、上柴股份、威孚高科、东安动力、万里扬等具有关键技术的上市公司，由于潍柴动力公司合并报表包含了整车业务且权重较大，为了避免数据的干扰，在研究汽车行业核心零部件的公司时，我们以潍柴动力母公司财务报表替代合并报表公司进行研究。

表 1：汽车细分行业所选代表公司

核心零部件 (5)		非核心零部件 (36)		商用客车 (6)	商用货车 (6)	乘用车 (7)	汽车销售 (2)
上柴股份	万向钱潮	银轮股份	福耀玻璃	安凯客车	江铃汽车	海马股份	特力 A
潍柴动力	襄阳轴承	特尔佳	华域汽车	中通客车	中国重汽	长安汽车	中华控股
威孚高科	模塑科技	西仪股份	一汽富维	宇通客车	东风汽车	一汽轿车	
东安动力	天兴仪表	天润曲轴	云内动力	亚星客车	福田汽车	一汽夏利	
万里扬	长春一东	亚太股份	黔轮胎 A	曙光股份	江淮汽车	上海汽车	
	东风科技	新朋股份	青岛双星	金龙汽车	星马汽车	广汽长丰	
	中鼎股份	隆基机械	S 佳通			悦达投资	
	金马股份	远东传动	风帆股份				
	宁波华翔	凌云股份	万丰奥威				
	中航精机	松芝股份	全柴动力				
	风神股份	兴民钢圈	双钱股份				
	贵航股份	宗申动力	ST 黄海				

资料来源：长江证券研究部

由于我们的样本几乎覆盖了所有的细分子行业，甚至囊括了一些不为市场所关注的冷门公司和一些极有特色的零部件子行业的公司如威孚高科、青岛双星、松芝股份、亚太股份，因此研究的结果应该是有相当的代表性的。

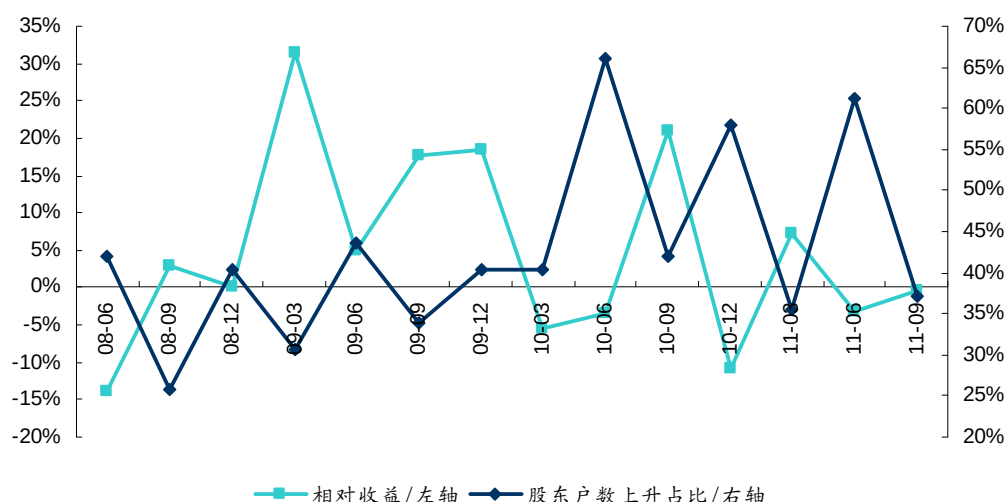
不过，由于汽车销售子行业可持续跟踪的上市公司仅有 2 家，且特力 A 的营业收入远远小于中华控股，因此汽车销售这一子行业的数据更多的反映了中华控股的情况，未来待庞大集团、亚夏汽车等有连续披露较长时间的单季度数据后，我们会考虑纳入，使得我们的研究能够更有代表性。

三季度多数公司持股户数趋于集中

我们以 62 家公司为样本，统计了单个季度股东户数环比上个季度上升的公司占 62 家公司的比重（行业散乱度），并以此数据与汽车与零部件行业指数（882105）进行了对比。

从市场表现来看，行业处于如 08、09 年的单边市场表现时，股东持股集中度上升与股价表现关联度不大，股价主要取决于汽车行业收益变化的趋势，此时股东数或下降不再说明看法的分歧，反应的是市场的一致预期。而当 2010 年至今的震荡市出现时，行业散乱度则可以较好的解释了股价指数的收益情况。

图 1：震荡市行业的散乱度与收益的反向关系异常明显



资料来源：Wind、长江证券研究部

三季度我们统计的 62 家公司(为了更好研究行业走势我们新加了万里扬、全柴动力、风神股份、兴民钢圈、双钱股份、贵航股份、宗申动力、ST 黄海)中有 23 家公司上升，以三季度样本统计上半年股东户数上升的公司有 24 家，行业散乱度微降，板块收益出现恶化。三季度 wind 汽车及零部件指数绝对收益约为-14.36%，相对收益约为-0.41%；前三季度 Wind 汽车及汽车零部件指数绝对收益约为-13.16%，相对收益为 2.37%。重卡行业内的福田汽车、江淮汽车与乘用车整车行业内企业长安汽车、上海汽车均出现了股东户数的上升，说明市场对于重卡行业和乘用车行业的看法趋于一致的谨慎。

繁荣后期，行业景气度下滑状态在延续

营业收入维持小幅增长，净利润出现负增长

营业收入能够大致反映行业的景气度。三季度单季度汽车行业营业收入同比增速 8.99%，与二季度的 3.36%相比略有回升，但仍比上半年同比增速 15.77%要慢。不过，归属于母公司的净利润同比增速三季度却下降 13.44%，相对于二季度的 0.92%同样有大幅下滑，上半年累计增长约 8.51%。

三季度净利润同比下滑与营业收入同比增长形成鲜明对比，我们认为最主要的原因有：

1) 三季度商用客车稳定的增长以及乘用车市场在节能车政策门槛提高之前放量增长是维持汽车行业营业收入增长的两大动力。2) 竞争加剧导致成本传导失灵，导致三季度各子行业毛利率出现不同程度的下降，其中核心零部件和乘用车毛利率分别下降 1.69 个百分点、1.33 个百分点；3) 三季度汽车行业整体费用控制力减弱，三费占营业收入之比整体较去年同期上升 0.25%。

净利润与营业收入反向走势对于我们的启示：

资本市场对于汽车行业批发销量增速较为关注，但我们最应该关注的其实是利润的增速，利润的相关影响因素，比如，价格、库存、终端实销的跟踪同样重要，大量的草根、专家交流是较为重要的研究方法，这将是明年我们工作的重要组成部分。

客车、乘用车防御性依然较佳，零部件分化

从细分行业来看，除了汽车销售细分行业因统计口径原因（仅统计了 2 家公司，且两家公司收入相差悬殊）三季度增速达 29.54%，仍然处于各行业之首，考虑到现在汽车销售细分行业由于标的原因并不能反应行业真实状况，因此可以暂时加以忽略。

其他细分行业中营业收入增速领跑的是商业客车行业，增速达 27.34%，其次是非核心零部件与乘用车，增速依次为 18.05%和 11.87%；表现最差的是核心零部件和商用货车，同比分别下跌 24.7%和 6.52%。

统计口径中的核心零部件大多与商用车，尤其是商用货车有较高的配套比例，可以反映出商用货车企当前的排产情况。在之前的相关报告中，我们指出货车行业今年的运营情况可以总结为二季度降价去库存，三季度减产去库存，核心零部件子行业三季度大幅下滑约 24.7%，较商用货车-6.52%的表现更为弱势，验证了之前我们的判断。

表 2：2011 年三季度营业收入增速放缓

	10Q2 同比	10H1 同比	10Q3 同比	11Q2 同比	11H1 同比	11Q3 同比
核心零部件	65.99%	88.07%	34.82%	-9.58%	5.67%	-24.70%
非核心零部件	45.08%	70.33%	27.52%	14.71%	19.95%	18.05%
汽车销售	131.98%	81.49%	144.77%	54.03%	88.24%	29.54%
商用客车	50.94%	61.05%	26.50%	10.56%	16.08%	27.34%
商用货车	44.90%	57.03%	16.37%	-1.50%	5.78%	-6.52%
乘用车	104.07%	106.74%	81.06%	1.31%	18.51%	11.87%
零部件合计	49.35%	74.18%	28.95%	9.19%	16.60%	9.29%
整车合计	79.73%	87.02%	55.85%	1.11%	14.82%	8.63%
汽车合计	72.17%	83.80%	49.13%	3.36%	15.77%	8.99%

资料来源：Wind，长江证券研究部

从归属于母公司净利润的增速来看，商用客车一枝独秀，第三季度同比增长 21.17%，略高于上半年的增速 20.53%；而其它商用货车、核心零部件、非核心零部件以及乘用车细分行业三季度的同比增速，环比上半年均有不同程度的下滑，依次为-48.66%、-30.53%、-10.51%、

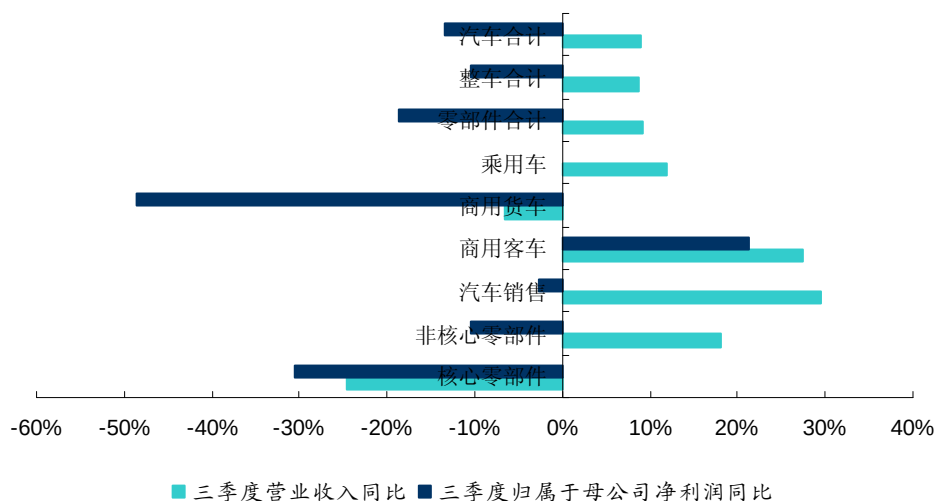
-0.06%，这分别体现的是较为稳定的客车行业销量、商用货车、零部件企业特别是核心零部件较高程度配套比例在货车，以及货车行业不景气拖累导致整个零部件行业净利润双双下滑。

表 3：2011 年三季度归属于母公司的净利润增长多数下滑

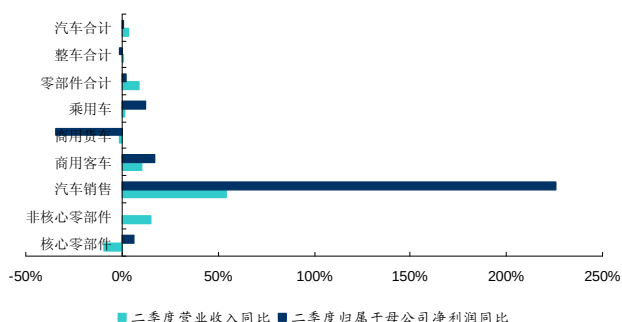
	10Q2 同比	10Q3 同比	10H1 同比	11Q2 同比	11Q3 同比	11H1 同比
核心零部件	57.40%	39.69%	149.79%	6.22%	-30.53%	15.09%
非核心零部件	37.47%	6.43%	83.55%	-0.20%	-10.51%	4.01%
汽车销售	44.00%	-227.29%	97.25%	225.79%	-2.60%	198.76%
商用客车	96.79%	36.04%	145.28%	17.00%	21.17%	20.53%
商用货车	106.39%	62.98%	174.17%	-34.18%	-48.66%	-18.82%
乘用车	167.13%	48.35%	270.70%	12.40%	-0.06%	17.63%
零部件合计	44.50%	17.88%	106.03%	2.27%	-18.68%	8.57%
整车合计	141.92%	50.85%	231.84%	-1.04%	-10.45%	7.88%
汽车合计	95.24%	36.32%	171.28%	0.92%	-13.44%	8.51%

资料来源：Wind，长江证券研究部

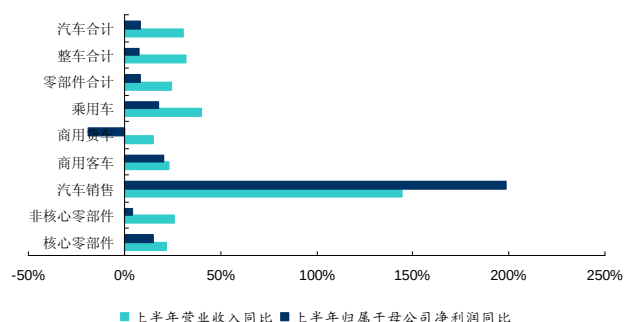
图 2：三季度汽车行业收入和归属于母公司净利润同比增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：二季度收入与归属母公司利润同比增速


资料来源：公司公告、长江证券研究部

图 4：上半年收入与归属母公司利润同比增速


资料来源：公司公告、长江证券研究部

盈利能力整体下滑，行业疲软及成本转嫁困难压力凸显

不景气状态延续，盈利能力纷纷下探

汽车行业 2011 年三季度净利润率与去年同期相比下降 1.13 个百分点，其中毛利率下滑了 1.46%，期间费用率上升了 0.25%。

从毛利率和净利率方面来看，除汽车销售外（样本太少，不深入探究），其它汽车各细分行业盈利能力均出现不同程度的下滑，其中商用货车表现最差，毛利率和净利率分别下降 1.13、1.87 个百分点；受货车板块影响较大的是零部件板块，特别是核心零部件企业，受累毛利率净利率分别下降 1.71、0.97 个百分点；非核心零部件板块尽管营业收入有所增长，但向下游传导成本的压力比较大，毛利率、净利率分别下降 0.60、1.51 个百分点，净利润下降幅度反而更大。受影响的还有商用客车板块和乘用车板块。

我们认为，对汽车行业盈利能力短期影响较大的是库存水平，中期则是产能周期，中长期是需求周期。今年以来毛利率的下滑主要原因是在行业增速放缓时，成本的压力难以向下游传导，具体分析参见我们的中期策略《繁荣后期，结构分化》的行业展望部分。商用货车全都处于去库存的过程中，表现最差属于意料之中。

表 4：汽车细分行业毛利率情况

	2010Q2	2010Q3	2010H1	2011Q2	2010Q3	2011H1
核心零部件	24.90%	28.49%	26.76%	26.06%	26.78%	28.47%
非核心零部件	17.15%	17.02%	17.22%	16.99%	16.42%	16.89%
汽车销售	7.96%	4.14%	8.40%	6.12%	4.62%	5.68%
商用客车	13.82%	15.46%	13.97%	13.81%	13.50%	13.70%
商用货车	13.78%	13.41%	14.13%	11.67%	12.28%	11.93%
乘用车	19.36%	19.31%	19.19%	18.44%	17.63%	18.96%
零部件合计	18.91%	19.37%	19.46%	18.70%	17.88%	19.35%
整车合计	17.46%	17.65%	17.46%	16.29%	16.20%	16.83%
汽车合计	17.71%	17.92%	17.86%	16.74%	16.46%	17.30%

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 5：汽车细分行业净利率情况

	2010Q2	2010Q3	2010H1	2011Q2	2010Q3	2011H1
核心零部件	13.63%	16.54%	15.27%	16.14%	15.57%	16.70%
非核心零部件	8.10%	8.00%	8.40%	7.25%	6.49%	7.57%
汽车销售	3.11%	-1.50%	2.35%	5.35%	-0.85%	3.08%
商用客车	3.99%	4.10%	3.78%	4.23%	3.41%	3.92%
商用货车	4.92%	4.78%	4.85%	3.43%	2.92%	3.78%
乘用车	7.00%	7.34%	7.33%	7.21%	6.66%	7.44%
零部件合计	9.35%	9.75%	10.01%	8.93%	7.77%	9.51%
整车合计	6.23%	6.51%	6.42%	5.98%	5.63%	6.28%
汽车合计	6.91%	7.18%	7.24%	6.67%	6.05%	7.01%

资料来源：Wind，长江证券研究部

期间费用率抬头，各板块分化加剧

三季度汽车行业三费占营业收入之比整体较去年同期上升 0.25%，上半年较去年同期下降 0.47%，三费占比开始回升。我们认为，相比二季度的“伪下滑”，更能反映行业整体实际状况。

从各细分行业期间费用率来看，上半年各细分子行业的期间费用率有所分化，三季度则延续了这种分化。

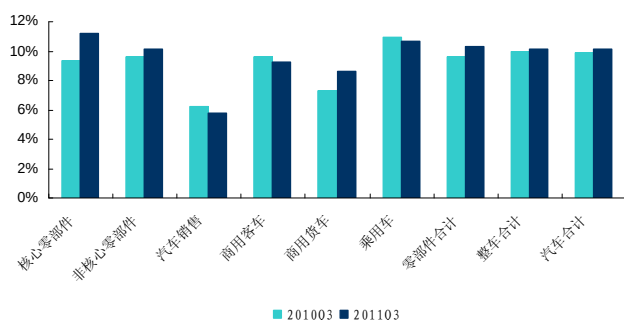
其中核心零部件子板块的期间费用率从二季度的 12.97%下降至三季度的 11.17%，与行业整体表现有一定反差，估计与费用的确认有关，不排除 4 季度期间费用率仍有上升。

乘用车子板块的期间费用率从上半年的 9.88%上升至三季度的 10.64%，这其中最主要的是由于上海汽车这样的龙头企业表现较差，期间费用率从二季度的 9.35%上升至三季度的 10.01%，还有其他自主品牌企业如长安、一汽轿车、一汽夏利、广汽长丰等均出现了期间费用率 1%-5%的大幅上升。

其他细分行业期间费用均出现不同程度的上升，其中商用货车上升最快，受行业不景气度影响，期间费用从二季度的 6.89%上升到 8.60%，从公司层面分析，行业龙头表现稳定，其它如重汽、东风及江铃汽车表现较差，出现 1%-3%的上升幅度。

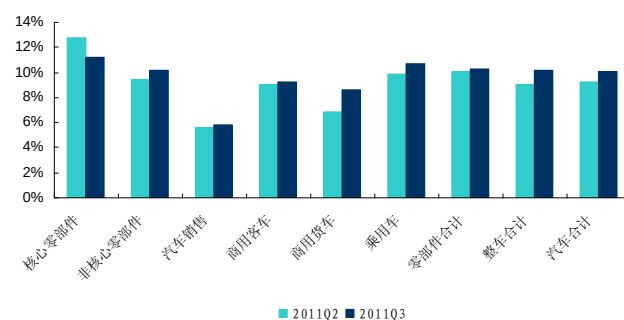
商用客车由于行业的稳定增长使得费用能够维持在一个稳定水平。

图 5：各板块三费占比较去年同期有升有降



资料来源：公司公告、长江证券研究部

图 6：各板块三费占比季度环比分化延续



资料来源：公司公告、长江证券研究部

表 6：汽车细分行业期间费用率水平

	销售费用率				管理费用率				财务费用率			
	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3	2011 H1	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3	2011 H1	2011 Q1	2011 Q2	2011 Q3	2011 H1
核心零部件	3.81%	4.50%	4.36%	4.11%	5.71%	8.40%	6.84%	6.88%	0.02%	-0.11%	-0.03%	-0.03%
非核心零部件	2.92%	2.92%	3.07%	2.92%	5.23%	5.57%	5.89%	5.40%	0.79%	0.99%	1.18%	0.89%
汽车销售	1.40%	1.09%	1.13%	1.24%	2.54%	3.14%	3.13%	2.85%	1.42%	1.40%	1.52%	1.41%
商用客车	4.83%	5.10%	4.67%	4.97%	4.12%	3.79%	3.82%	3.94%	-0.13%	0.09%	0.77%	-0.01%
商用货车	3.57%	3.91%	4.89%	3.74%	2.70%	2.84%	3.45%	2.77%	0.05%	0.14%	0.26%	0.10%
乘用车	6.55%	5.50%	6.26%	6.05%	3.88%	4.31%	4.28%	4.08%	0.17%	0.07%	0.10%	0.12%
零部件合计	3.13%	3.22%	3.26%	3.17%	5.35%	6.10%	6.03%	5.72%	0.61%	0.79%	1.01%	0.70%
整车合计	5.73%	5.04%	5.85%	5.39%	3.61%	3.88%	4.07%	3.74%	0.13%	0.09%	0.19%	0.11%
汽车合计	5.07%	4.56%	5.19%	4.82%	4.00%	4.40%	4.52%	4.20%	0.25%	0.27%	0.40%	0.26%

资料来源：Wind，长江证券研究部

存货周转率持平，应收账款周转率降幅趋缓

在经历汽车行业增速放缓及上半年去库存的同时，三季度库存趋于平稳，但应收账款继续增加。存货周转率从去年同期的 2.54 倍下降到今年二季度的 2.28 倍，直到三季度维持在 2.27 的水平。应收账款周转率则一直从今年一季度的 4.89 倍下降至三季度的 3.86 倍。

从细分行业来看，受不同因素影响该指标出现分化。

我们曾在中报总结中分析了商用货车行业的去库存行动，在第二季度的存货周转率较一季度有所提升，但应收账款周转率反而下降这个现象表明商用货车去库存还未完成，第三季度商用货车的存货周转率继续下降则印证了我们中报的观点。与之配套的核心零部件行业则更明显，前三季度的存货周转率和应收账款周转率一直在下降，估计这种趋势会延续到今年年底；而乘用车行业，受政策退出影响，一部分需求提前释放，造成三季度乘用车存货和应收账款周转率分别上升 0.17 个百分点和 2.85 个百分点，这也体现了乘用车企业“资源前置”，即向经销渠道传递压力的能力，但考虑到批发数据与零售数据略有背离，这种趋势在四季度估计会回调。

表 7：汽车细分行业存货周转率与应收账款周转率情况

	存货周转率				应收账款周转率			
	2010Q3	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2010Q3	2011Q1	2011Q2	2011Q3
核心零部件	2.51	2.42	2.05	1.45	2.05	2.55	1.79	1.64
非核心零部件	1.66	1.59	1.60	1.58	1.68	1.74	1.62	1.57
汽车销售	2.99	3.77	2.61	2.04	11.29	12.41	8.47	8.76
商用客车	2.38	1.87	2.26	2.56	1.66	1.45	1.52	1.46
商用货车	1.91	1.60	1.78	1.51	7.44	9.09	6.90	4.42
乘用车	3.71	3.75	3.26	3.43	13.36	17.72	13.71	16.56
零部件合计	1.77	1.71	1.66	1.57	1.74	1.88	1.65	1.58
整车合计	2.91	2.67	2.57	2.64	7.92	9.56	7.53	6.84
汽车合计	2.54	2.38	2.28	2.27	4.34	4.89	4.08	3.86

资料来源：Wind，长江证券研究部

经营净现金流同比下滑幅度较上半年有所收窄

三季度汽车行业经营净现金流量同比下跌-28.74%意味着行业整体的经营风险较高的状态仍然在延续，但是第三季度同比下跌-28.74%较上半年的-67.10%表现有所好转。且经营净现金流占营业利润的比重从二季度的 13.91%上升到三季度的 38.01%，较上半年的 7.03%也有较大幅度的提升，纸面财富的逐步兑现使得行业整体的经营性风险开始较上半年有所好转。

各细分行业中，分化依然存在，但情况较上半年有所好转。其中三季度核心零部件行业受结算周期影响经营净现金流量与去年同期比较止跌回升，主要推动力为行业龙头潍柴动力经营净现金流大幅上升；其他细分行业也都有不同程度的反弹，乘用车受需求提前释放影响，净现金流量占营业利润比例从上年的 8.52%上升到三季度的 36.21%；商用货车行业三季度去库存推进，经营性现金压力逐渐得到缓解，二季度和三季度占比都维持在正的水平；商用客车行业也在三季度扭负为正，占比达到 88.22%，其中行业领头金龙汽车和宇通客车受行业稳定的销量增长影响特别是下半年大中客车销量增长迅速的作用，经营现金流量大幅增长，显示出强劲的增长力。然而与去年同期行业喷发式增长相比，今年的整体表现仍然较差。

值得警惕的是汽车销售行业，尽管三季度营业收入仍维持 29.54%的增速，但经营净现金流占净利润之比只有-62.72%；且该比例从二季度的-93.45%以来一直在下降，且营业收入同比也从上半年的 88.24%下降到三季度的 29.54%。在经济通胀的情况下，汽车销售行业历来是“通缩”的，即存货不但不能升值，反而面临减值的风险，弱势市场大大加大了其经营风险，值得投资者警惕。

我们判断，随着年底的到来，此前通过增加应收账款和短贷等方式来减小汇兑损失和其他经营调节目的的企业可能面临财务结构调整的压力，企业现金流可能在年末情况转好，但实际经营风险仍为释放。

表 8：汽车细分行业现金净流量占营业利润情况

	2010H1	2010Q2	2010Q3	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011H1
核心零部件	29.85%	66.42%	61.57%	-14.53%	67.77%	137.54%	18.29%
非核心零部件	30.48%	41.76%	43.02%	6.54%	33.88%	23.39%	20.50%
汽车销售	77.52%	-51.06%	63.48%	89.73%	-93.45%	-62.72%	-10.76%
商用客车	55.41%	99.20%	128.36%	-32.30%	-14.93%	88.22%	-22.80%
商用货车	22.77%	49.43%	47.45%	-36.23%	8.32%	6.14%	-13.81%
乘用车	25.95%	-3.47%	50.74%	11.97%	4.47%	36.21%	8.52%
零部件合计	30.27%	49.14%	48.61%	-1.01%	42.77%	47.53%	19.81%
整车合计	26.68%	13.23%	54.98%	1.81%	4.08%	35.19%	2.88%
汽车合计	27.77%	21.62%	53.39%	1.36%	13.91%	38.01%	7.30%

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 9：汽车细分行业现金净流量同比情况

	2011Q1 同比	2011Q2 同比	2011Q3 同比	2011H1 同比
核心零部件	-223.44%	-4.49%	58.12%	-26.59%
非核心零部件	-31.84%	-21.53%	-38.07%	-25.00%
汽车销售	-52.11%	-116.96%	-242.63%	-117.64%
商用客车	-3248.41%	-116.62%	-23.58%	-146.85%
商用货车	-316.57%	-85.96%	-88.92%	-154.17%
乘用车	-71.60%	180.96%	-27.13%	-54.04%
零部件合计	-65.04%	-14.75%	-1.36%	-25.45%
整车合计	-94.76%	-59.04%	-36.17%	-85.72%
汽车合计	-90.36%	-34.25%	-28.74%	-67.10%

资料来源：Wind，长江证券研究部

资产负债率延续上半年的下降趋势

经历了汽车行业连续的高增长，行业整体及各细分行业的资产负债率出现了普遍的下降，财务风险下降。2011 年三季度全行业资产负债率的加权平均值为 56.36%，较去年同期期末的 57.42% 出现了下降。分季度来看，上半年资产负债率较同期整体下降 1.09 个百分点至 56.89%，三季度则延续了这种下降趋势，较同期下降 1.06 个百分点至 56.36%。

不过汽车销售的资产负债率出现了上升，由于汽车并不保值，在行业增速放缓和通胀的大环境下，对汽车销售这一细分行业提出了更高的要求。

表 10：汽车细分行业资产负债率情况

	2010H1	2010Q3	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011H1
核心零部件	47.63%	45.14%	43.59%	42.37%	41.44%	42.37%
非核心零部件	50.55%	48.97%	50.42%	51.34%	50.09%	51.34%
汽车销售	64.12%	67.20%	71.09%	66.23%	64.36%	66.23%
商用客车	71.58%	73.33%	69.15%	69.54%	70.15%	69.54%
商用货车	68.75%	65.15%	67.12%	66.42%	64.84%	66.42%
乘用车	60.38%	58.94%	59.46%	57.41%	57.42%	57.41%
零部件合计	49.84%	48.04%	48.73%	49.17%	48.02%	49.17%
整车合计	63.23%	61.54%	61.83%	60.31%	60.01%	60.31%
汽车合计	58.98%	57.42%	57.95%	56.89%	56.36%	56.89%

资料来源：Wind，长江证券研究部

汽车行业盈利能力展望

我们曾在《2011 年度中期策略：繁荣后期，结构分化》中提到，从盈利水平观察当前景气程度，汽车板块目前处于增速下滑、成本上升转嫁无力的状况中；而从增长波动、利润波动与库存周期来判断，汽车行业当前整体上处于繁荣后期的概率较大。

细分行业景气度继续分化，成本压力有所减缓

整个汽车行业三季度的景气度仍在延续上半年下滑的状态，各细分行业则明显出现分化。

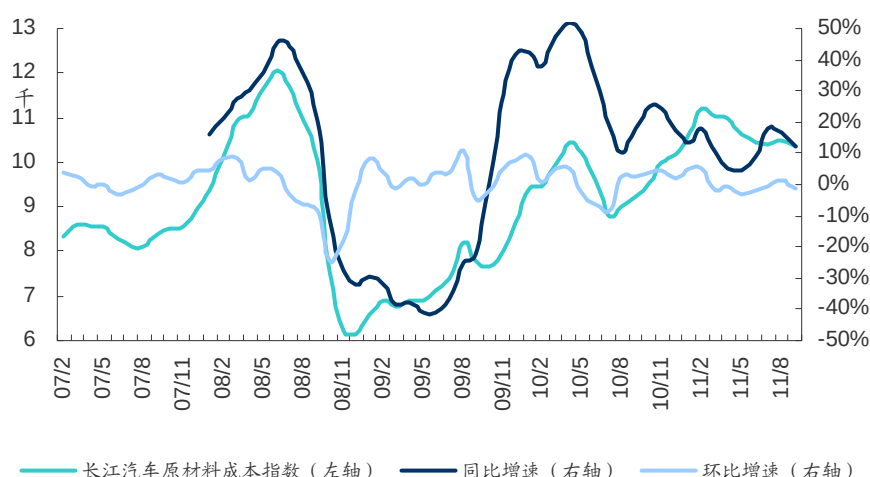
受宏观经济及去库存压力影响，商用货车三季度下滑趋势扩大，营业收入同比下降 6.52%，并累及核心零部件行业下滑导致营业收入下降 24.70%，对于最后一个季度，从经销商反馈来看，不景气状态仍是主旋律，尽管主流企业的库存量整体已经到一个比较合理的水平，但库存中多是“滞销车”，商用车品种多、小批量的特点决定了，最后一个季度产销量难以出现正增长，商用货车和核心零部件四季度的营业收入数据不会有靓丽的表现，在目前订单表现平稳的情况下，我们甚至认为，如果 4 季度商用货车行业营业收入若表现不佳，反而为明面轻装上阵打下了良好基础。

商用客车是唯一一个在行业不景气状态下保持稳定增长的子行业，从以往的经验来看，第四季度是商用客车传统的销售旺季，稳定向上增长确定性较强，从防御的角度出发，可以关注能分享行业增长收益以及产品结构升级的龙头企业宇通客车。

乘用车在三季度节能政策调高门槛之前放量增长，三季度收入有了明显改善，但这种增长也许并不具有可持续性。从公布的第七批节能车型名单来看，仅有一成的车型仍然享有节能补贴，短期对于消费具有一定的影响，因为具有消费属性的乘用车，其价格敏感性要比货车高的多。同时，从 10 月份乘用车的销售数据来看，批发和零售的差异体现了库存的进一步加大，在行业优惠已经收窄的情况下，终端需求并未实现大幅回暖。四季度延续至明年一季度乘用车的同比增速不容乐观。但是我们仍然可以关注行业优质龙头企业上海汽车，这类企业往往会凭借品牌、规模和渠道优势取得高于行业平均水平的收益。

在汽车行业景气度没有明显改善的状况下，行业盈利水平受成本的影响依然存在，但在二季度开始，该压力已经出现了一定的趋缓，并且三季度正在延续这种趋势。根据我们统计的长江汽车原材料价格指数，三季度汽车原材料成本价格指数环比下降 0.3%，同比增加 17.7%，1-9 月份汽车行业原材料价格指数同比上升 13.55%。三季度该压力已经在进一步放缓。

图 7：长江汽车原材料综合价格指数



资料来源：长江证券研究部

最后一个季度,对于企业盈利能力影响较大的需求周期、库存周期及产品售价需要重点关注。

行业增速对应的规模增长不仅决定了企业的成本转嫁能力,同时配合产品售价更是决定了直接决定了企业的盈利水平。

从企业运营而言,在淡季没有量做支撑的时候,优惠的提升很多时候刺激效果很有限。这也是投资品属性较强的重卡行业今年进行了二季度“提前降价去库存”而三季度进行“减产去库存”的重要原因。但作为消费品的乘用车和作为生产资料的商用车不同,需求的弹性属性对于价格的敏感度较高,价格的大幅松动为淡季同比数据的良好表现做出了重要贡献。

企业三季报已经较为明显的体现了全行业淡季“降价去库存”及“减产去库存”的行业运行规律。

我们认为当前行业的成本状况与 08 年上半年向 08 年下半年过渡较为相似,成本前期持续上涨,而弱势的行业表现将在接下来的一个季度至半年中有效抑制原材料的进一步提价。下一阶段主要是密切关注终端市场的表现,这将直接影响行业进一步的利润水平变化。

值得注意的是,乘用车市场的优质企业对行业整体数据的拉动效应需单独分析,而商用车企业与非核心零部件公司的配套价格并不是一年不变的,成本对商用车企业盈利的影响可能变数更大。

投资建议

汽车行业的投资逻辑主要还是自上而下去研究,只有先准确把握行业的趋势,再筛选标的公司,才能在投资中取得相对优势。

汽车行业的股价三季度绝对收益为负,下跌 14.36%,相对于大盘相对收益 0.84%,我们认为,股价的下跌伴随的是风险的释放,这是最大的利好。而股价的波动主要是对“变化”的反映,因此对行业基本面紧密的跟踪在任何时间都是必不可少的。

三季报显示营业收入与利润延续上半年的下滑趋势,但下滑速度趋缓,且相关的运营指标环比还有小幅提升,我们认为,当前正处于筑底过程,但尚未出现明确的反转迹象。

投资者对乘用车“关注量更要关注利”,尤其是要关注价格。乘用车板块前期下跌主要是对行业 10-12 月同比数据可能不佳、竞争加剧对企业盈利损害及后续限制性政策出台的预期,目前板块估值进一步降低后,可以关注盈利成长确定性、稳定性和超预期可能性较强的行业优质龙头上海汽车、华域汽车、悦达投资等;风险在于行业政策对于板块的压制。

重卡行业底部企稳的迹象日渐明显,但反转尚需时日,可以关注优质公司的左侧布局,建议关注运营管理能力突出、弹性较大的福田汽车。

乘用车行业:市场回归理性,更需要关注营运能力

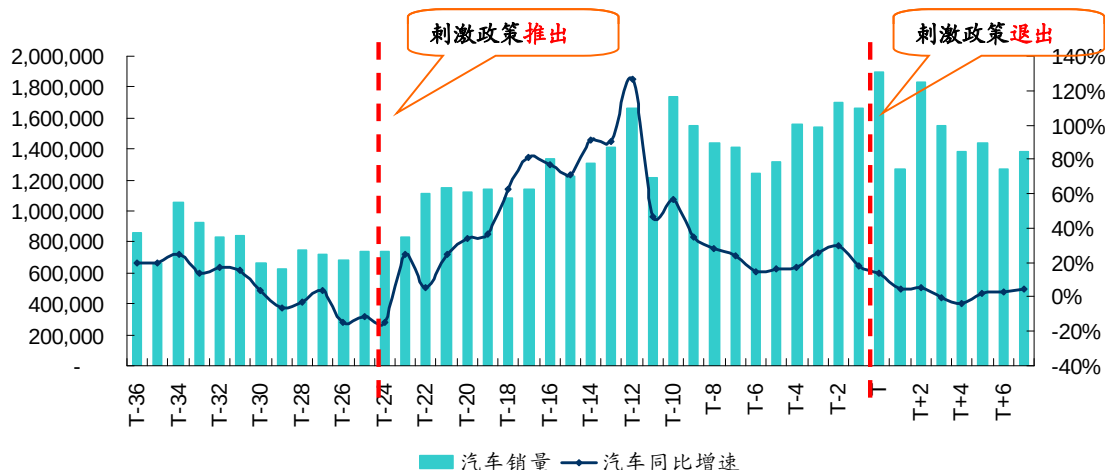
根据我们早期的时候的判断,今年乘用车会经历一个“淡季不淡、旺季不旺”的走势,年中 6-8 月份淡季走势和 9 月份旺季销量同比增速走势大致符合我们此前的判断,今年最后一个季度,政策门槛提高,市场理性增长是主旋律,这个时候应该更加关注行业内营运能力强的企业。

进入四季度以来,行业重要的基本面变化包括:

1、高基数下增速压力加大

去年四季度到今年一季度的高基数对今年四季度到明年一季度行业的增速将呈现高压状态，同时从批发和零售数据的差异看，批发量的增长并不能较好的反应终端需求的增长。

图 8：高基数下，四季度增速面临压力

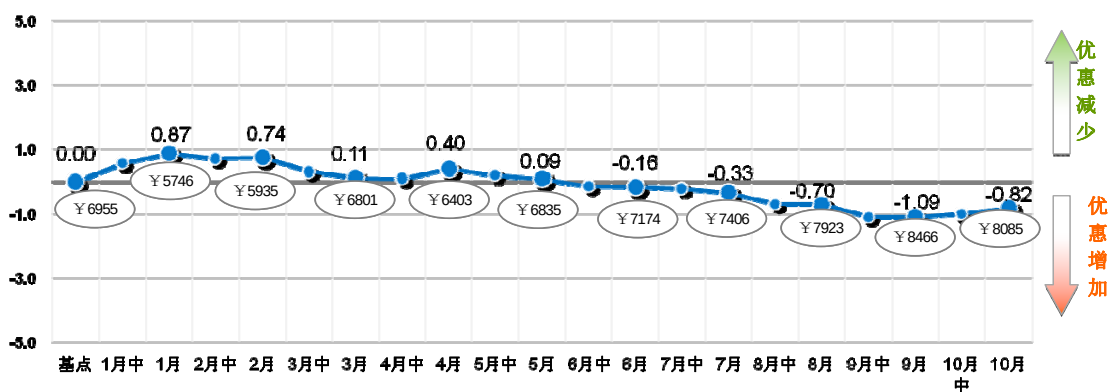


资料来源：安路勤，长江证券研究部

2、优惠水平减小，企业盈利有望稳定

据安路勤统计，狭义乘用车市场优惠水平在十月份之后有所减小，截止十月底，单车平均优惠为 8085 元，优惠幅度单月环比出现四月份以来首次减小。

图 9：狭义乘用车月度终端优惠指数整体继续增加



资料来源：安路勤，长江证券研究部

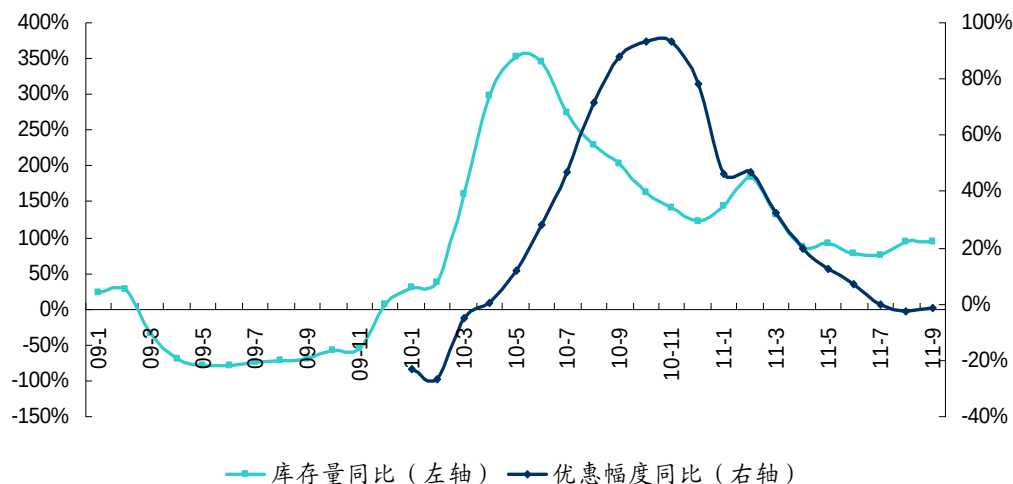
价格对企业盈利的杀伤较增速下滑更为直观而明显，随着优惠幅度减少，企业盈利四季度有望稳定。

3、库存增速回落，但绝对量依然在上升

从历史统计来看，库存的增增速与优惠幅度的增速呈现同向，且滞后约一个季度的走势规律，

当前库存量仍然在持续增长，但同比增速已经出现平稳。据此判断，我们认为四季度库存的绝对压力依然存在，但库存周期短期对于行业优惠压力的传导有望同样放缓。

图 10：库存增速放缓是价格平稳的基础



资料来源：CAAM，安路勤，长江证券研究部

重卡行业：企稳迹象明显，4 季度将结构性去库存

进入三季度以来，行业基本面的变化主要包括以下几个方面：

- 1、我们之前的草根调研显示，截止 9 月底重卡全行业的总库存量大约 21 万辆（包括厂商的库存还包括了经销商及改装厂的在途库存，是最全面的口径），按去年的月销量计算勉强接近 2.5 个月的合理库存量，其中重庆红岩、中国重汽等自卸车库存较多、库存量不足的轻量型企业风险较大，而运营管理好、库存小的福田汽车风险较小。
- 2、行业销量同比增速不断收窄，6-7 月的同比跌幅可能是年内跌幅的高点，8-9 月份同比跌幅开始逐渐收窄，分别为 11.6%、12.4%，由于主流厂商 4 季度采取了谨慎的运营策略，4 季度销量估计同比仍为负增长，但将为明年轻装上阵打下了良好的基础。
- 3、行业内降价的压力在环比改善，2 季度行业主要依靠降价去库存，而 3 季度主要是减产去库存。在最后一个季度，降价的压力主要体现在库存车上。
- 4、成本端仍在持续改善。天胶的价格在持续下跌，对于行业的成本压力有缓解的作用。
- 5、7 月份重卡子行业的订单较 6 月环比微幅正增长，8 月的订单数环比继续增加，9 月、10 月与 8 月基本持平，尤其是物流车为主的企业改善非常明显。
- 6、重卡零部件公司 3 季度整体进入低谷，这主要是行业大幅降产去库存造成的，属于“滞后的不好”；4 季度以来市场对商用车零部件关注的一个热门话题——核心零部件补库存的弹性其实并不大，这主要是因为核心零部件的品种相对整车来说相对较少，正常的库存水平大约 2-4 周，补库存的弹性不大，而下游行业订单整体未现持续大幅改善，因此，持续性也欠佳。

7、物流运价出现了企稳的迹象，我们的临沂草根调研及厂商的全面调研都说明了这一点。部分区域反映环比有 10%-20%的反弹，但尚未恢复到让用户乐意立即购车的程度。

附件 1：汽车行业前三季度股东户数变化情况一览表

板块	公司	2011-3-31	2011-6-30	2011-9-30	前三季度股东 户数变化比例	三季度股东户 数变化比例
核心零部件	上柴股份	39,216	39,325	38,924	-9.57%	-1.02%
	潍柴动力	181,399	187,740	183,538	12.86%	-2.24%
	威孚高科	42,816	37,230	36,506	1.11%	-1.94%
	东安动力	54,752	58,794	57,024	8.33%	-3.01%
	万里扬	17,982	13,735	13,504	-26.61%	-1.68%
非核心零部件	万向钱潮	76,829	84,590	88,037	27.28%	4.07%
	襄阳轴承	39,276	41,994	40,511	0.88%	-3.53%
	模塑科技	35,482	35,168	35,349	-9.07%	0.51%
	天兴仪表	17,248	17,831	16,776	-10.62%	-5.92%
	长春一东	15,850	15,955	15,265	-13.79%	-4.32%
	东风科技	30,391	32,033	30,736	7.04%	-4.05%
	中鼎股份	13,181	20,346	19,470	124.80%	-4.31%
	金马股份	32,555	29,519	29,404	-4.52%	-0.39%
	中航精机	22,564	24,434	31,356	16.73%	28.33%
	宁波华翔	59,213	70,468	69,212	29.61%	-1.78%
	万丰奥威	14,925	13,984	14,414	-24.56%	3.07%
	特尔佳	18,854	16,516	17,586	2.67%	6.48%
	西仪股份	24,021	23,536	21,902	-13.83%	-6.94%
	天润曲轴	28,192	34,197	32,355	120.13%	-5.39%
	亚太股份	19,272	21,906	21,141	2.35%	-3.49%
	新朋股份	20,055	20,154	18,124	-13.84%	-10.07%
	隆基机械	14,717	14,671	14,040	-3.58%	-4.30%
	远东传动	17,500	17,313	17,140	-8.68%	-1.00%
	松芝股份	19,349	18,203	18,151	-15.38%	-0.29%
	凌云股份	28,868	33,524	31,929	14.87%	-4.76%
	风帆股份	83,401	73,864	77,549	-8.36%	4.99%

	福耀玻璃	149,714	180,047	165,019	10.40%	-8.35%
	华域汽车	107,153	108,975	109,964	-9.43%	0.91%
	一汽富维	23,521	26,200	23,425	-5.80%	-10.59%
	云内动力	69,553	74,343	77,444	115.52%	4.17%
	黔轮胎 A	60,768	61,861	63,985	13.05%	3.43%
	银轮股份	14,917	15,233	14,928	12.18%	-2.00%
	青岛双星	90,750	90,651	91,181	-3.26%	0.58%
	S 佳通	39,374	37,565	37,085	-9.22%	-1.28%
	兴民钢圈	17,331	15,897	15,416	-24.42%	-3.03%
	全柴动力	21,947	20,596	21,557	-12.27%	4.67%
	风神股份	40,069	34,257	38,131	-18.05%	11.31%
	双钱股份	60,610	60,933	61,159	-1.87%	0.37%
	贵航股份	20,346	23,531	25,563	7.44%	8.64%
	宗申动力	91,356	98,444	94,774	12.44%	-3.73%
	ST 黄海	13,086	12,195	11,535	-29.49%	-5.41%
汽车销售	特力 A	17,869	18,892	17,614	-7.00%	-6.76%
	中华控股	287,409	286,650	264,268	-9.80%	-7.81%
商用客车	安凯客车	55,927	51,683	45,111	-20.98%	-12.72%
	中通客车	38,190	34,069	33,634	-21.73%	-1.28%
	宇通客车	33,087	32,935	33,193	-15.82%	0.78%
	亚星客车	15,191	15,499	15,579	18.05%	0.52%
	曙光股份	42,922	58,779	76,707	65.71%	30.50%
	金龙汽车	43,653	46,251	44,966	-8.01%	-2.78%
商用货车	江铃汽车	18,166	21,833	25,727	-1.19%	17.84%
	中国重汽	45,165	52,027	50,377	30.75%	-3.17%
	东风汽车	185,627	186,506	183,764	-4.98%	-1.47%
	福田汽车	82,222	112,182	121,914	124.61%	8.68%
	江淮汽车	73,581	102,721	120,357	10.72%	17.17%
	星马汽车	19,500	19,812	20,930	6.00%	5.64%
乘用车	海马股份	89,511	84,165	79,478	-16.06%	-5.57%

长安汽车	249,600	253,647	274,088	17.23%	8.06%
一汽轿车	113,510	129,919	127,529	-3.34%	-1.84%
一汽夏利	64,335	65,215	50,412	-23.53%	-22.70%
上海汽车	193,773	157,889	159,286	-30.19%	0.88%
广汽长丰	20,791	16,713	15,326	-14.23%	-8.30%
悦达投资	45,010	59,404	55,429	-14.68%	-6.69%
股东数增加家数				26	23
总家数				62	62
增加占比				41.94%	37.10%
同期板块绝对收益				-13.16%	-14.36%
同期板块相对收益（相对于全 A 指数）				2.37%	-0.41%

资料来源：Wind，长江证券研究部

分析师介绍

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。