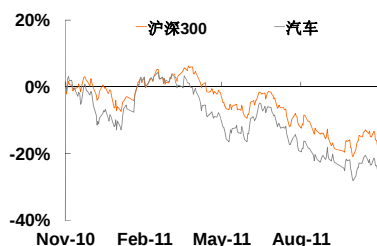


汽车行业2012年度投资策略

估值在底部、盈利在左侧

推荐（维持）

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **2011 年为调整年：**消化前期政策刺激，行业增幅仍在探底中；拖累行业销量增幅的主要为前期被政策透支的子行业。乘用车中 SUV 行业独领风骚；重卡行业大幅下跌仍未止；客车延续稳健增长。行业利润增幅及盈利能力下降，汽车行业利润增幅呈现出较强周期性，2011 前三年季度汽车行业收入增长 15%、利润总额增长 9%。

■ **下一轮周期起点在 2012：**汽车行业对宏观经济周期性波动反应较敏感。平安证券认为 2012 年流动性环境好于 2011 年，但经济增速下降。2012 年汽车行业将处于调整后期，并于下半年开始新一轮上升周期。我们测算 2012 年全年汽车行业销量增幅 7.2%，比 2011 年增幅提高 5 个百分点，行业销量同比“前低后高”。

■ **2012 年行业利润判断：**盈利增幅“抬头”或在 2012 年中。2011 上半年基数较高、3Q11 开始行业利润同比下降；预计 2012 年全年行业销量、利润增幅均呈现“前低后高”走势。

■ **2012 年汽车子行业观点：**1) 乘用车中 SUV 将长期处于成长期间，分国别看德美系稳健向上；2) 重卡行业同比略增，增幅前低后高；3) 2012 年客车将继续稳健增长、龙头表现更佳；4) 零部件 2011 增收不增利、业绩回升将滞后于整车。

■ **我们认为历次周期中汽车行业“估值”“预期”“基本面”之间遵循如下规律：**盈利增幅见顶——→估值回落——→盈利增幅下降——→市场下调盈利预测——→盈利增幅见底——估值回升——→盈利增幅上升——→市场上调盈利预测——→盈利增幅见顶。

■ **汽车股见底回升有赖于估值见底+盈利预期见底：**我们认为目前汽车股估值处于底部区域，但盈利预期仍有部分下调空间。市场对汽车股盈利预期见底时间点或在 2Q12。我们认为 2012 年是下一轮周期的起点年，从 2012 年下半年开始行业将重回上升通道，此过程将随之带来汽车股估值的提升。我们维持对汽车行业“推荐”评级。

■ **汽车行业个股推荐：**1) 悦达投资：SUV 行业最佳投资标的；2) 上海汽车：两大合资企业领航，业绩增长无忧；3) 威孚高科：商用车排放标准升级的最大受益者 4) 宇通客车：破除产能瓶颈、龙头加速前进。

■ **风险提示：**1) 主要原材料价格下降趋势未能延续；2) 经济下滑幅度较大；3) 投资增幅下滑幅度大于预期。

正文目录

一、2011 年为调整年	5
1.1 消化前期政策刺激，行业增幅仍在探底中	5
1.2 利润增幅及行业盈利能力下降	9
二、下一轮周期起点在 2012	11
2.1 宏观环境判断	11
2.2 汽车行业销量判断	12
2.3 汽车行业投资与产能判断	13
2.4 汽车行业盈利情况判断	14
2.5 汽车子行业判断	16
三、汽车股见底取决于估值与盈利预期	22
3.1 汽车股估值处底部区域	22
3.2 盈利预期尚未到底	24
四、投资建议与个股推荐	24
4.1 重点个股推荐	25
4.2 汽车股盈利预测	26
4.3 风险提示	27

图表目录

图表 1	汽车行业月销量及增幅	单位：万辆	5
图表 2	汽车行业 2011 前 10 月同比新增销量构成	单位：万辆	5
图表 3	汽车行业各子行业近年销量增幅		6
图表 4	汽车行业月度出口量	单位：万辆	6
图表 5	行业累计产销差（季）	单位：万辆	6
图表 6	乘用车各子行业 2011 年月度同比销量增幅		7
图表 7	轿车分排量销量同比		7
图表 8	狭义乘用车（轿车+SUV+MPV）月度销量	单位：万辆	7
图表 9	重卡全行业月度销量	单位：万辆	8
图表 10	重卡整车及底盘季度销量增幅		8
图表 11	半挂牵引车季度销量增幅		8
图表 12	2011 年 1-10 月重卡主要企业销量	单位：辆	8
图表 13	客车行业月度销量	单位：万辆	9
图表 14	宇通客车月度销量	单位：辆	9
图表 15	汽车全行业收入、利润变化		10
图表 16	汽车全行业税前利润率及费用率变化		10
图表 17	汽车全行业毛利率变化		10
图表 18	国产汽车均价变化		10
图表 19	国产汽车均价走势	单位：万元	10
图表 20	国产乘用车均价	单位：万元	11
图表 21	国产商用车均价	单位：万元	11
图表 22	城镇居民人均可支配收入	单位：万元	12
图表 23	消费者信心指数		12
图表 24	CPI、PPI 呈下降趋势	单位：%	12
图表 25	新增贷款	单位：万亿，%	12
图表 26	乘用车季度销量	单位：万辆	12
图表 27	商用车季度销量	单位：万辆	12
图表 28	汽车行业销量预计	单位：万辆	13
图表 29	汽车业固定资产投资额变化	单位：亿元	13
图表 30	汽车历年新增产能变化	单位：万辆	13
图表 31	汽车全行业历年新增产能/新增产量		14

图表 32	合资乘用车企产能	单位：万辆	14
图表 33	自主乘用车企产能	单位：万辆	14
图表 34	LME 现货铜价走势	单位：美元/吨	15
图表 35	LME 现货铅锌价走势	单位：美元/吨	15
图表 36	钢材价格指数		15
图表 37	石油天胶价格	单位：美元/桶、万元/吨	15
图表 38	汽车全行业税前利润率单季变化		16
图表 39	汽车工业重点企业集团收入利润		16
图表 40	汽车工业重点企业集团收入利润增幅比较		16
图表 41	SUV 年销量及其占比	单位：万辆	17
图表 42	轿车分国别市占率	单位：%	17
图表 43	2011 前 10 月各系汽车销量同比		18
图表 44	2011 年各系汽车月度销量同比		18
图表 45	重卡销量与新增贷款	单位：万辆、万亿	18
图表 46	重卡销量增幅与新增贷款	单位：万辆、万亿	18
图表 47	重卡整车及底盘销量与新开工项目个数关系		19
图表 48	2011 年重卡行业法规政策及其影响	单位：万辆	19
图表 49	重型车（GVW>3500kg）国四标准实施		19
图表 50	公路旅客周转量与客车销量的关系		20
图表 51	汽车零配件行业历年收入、利润增幅比较	单位：%	21
图表 52	零配件行业盈利能力变化		21
图表 53	零配件费用率呈下降趋势		21
图表 54	2011 前三季收入增幅		22
图表 55	2011 前三季净利润（扣除非经常）增幅		22
图表 56	2011 汽车各子版块涨幅		23
图表 57	09 年初以来汽车各子板块 PB 变化		23
图表 58	汽车业各板块 PB 估值比较		23
图表 59	汽车业各板块 ROE 比较		23
图表 60	2011 年初以来汽车股涨幅		24
图表 61	汽车股盈利预测与投资评级		26

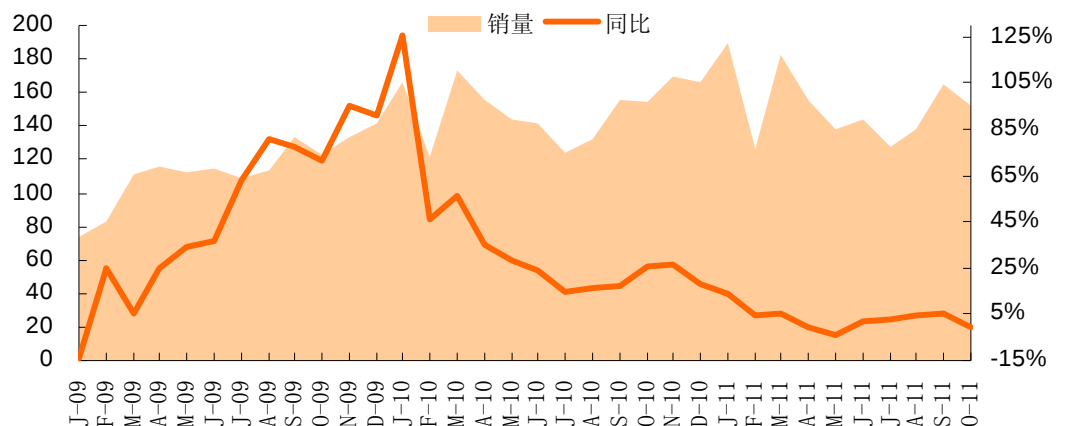
一、2011 年为调整年

本轮汽车行业周期自 09 年初开始，截至目前仍处于调整期，2011 年全年总体处于调整年，行业面临前期刺激政策退出、部分城市限购、日本地震、通胀高企、油价上涨等多重不利因素，行业销量同比低。

1.1 消化前期政策刺激，行业增幅仍在探底中

截至目前单月销量同比依然处于探底过程中：2011 前 10 月汽车行业销量 1516 万辆，同比增长 3.15%，前 10 月乘用车销量同比累计增长 5.86%，商用车同比累计下降 5.25%。

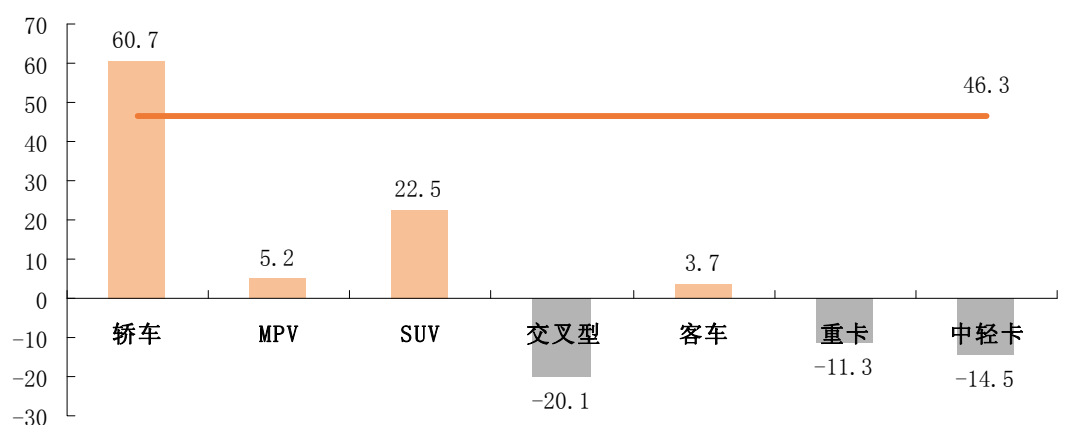
图表 1 汽车行业月销量及增幅 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

2011 前 10 月行业同比新增销量 46.3 万辆；其中轿车贡献增量 60.7 万辆，SUV 贡献增量 22.5 万辆，MPV 贡献增量 5.2 万辆，客车贡献增量 3.7 万辆，交叉型乘用车则同比减少 20 万辆，重卡同比减少 11.3 万辆，卡车总计同比减少 25.8 万辆。

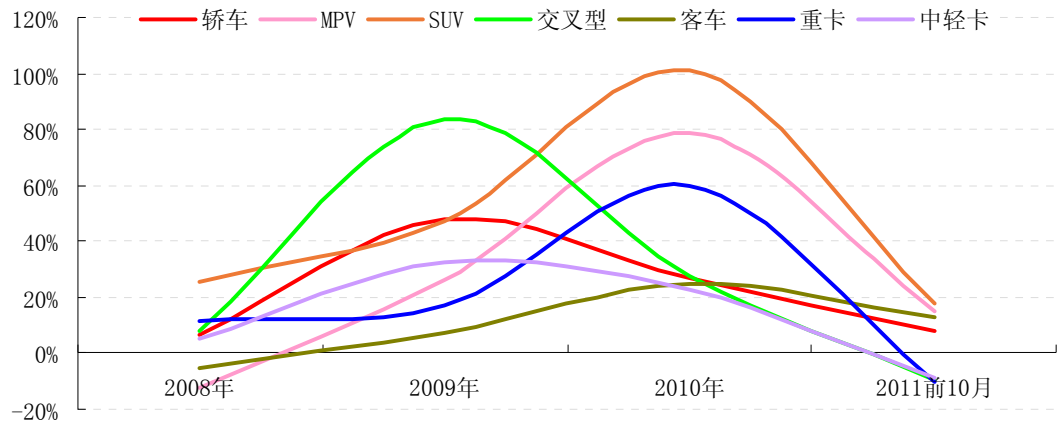
图表 2 汽车行业 2011 前 10 月同比新增销量构成 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

拖累行业销量增幅的主要为前期被政策透支的子行业：前 10 月重卡销量同比下降 10.5%，主要是受前期国家投资政策刺激所透支；交叉型乘用车同比下降 9.8%，主要是受前期汽车行业“汽车下乡”、“以旧换新”等政策刺激所透支。

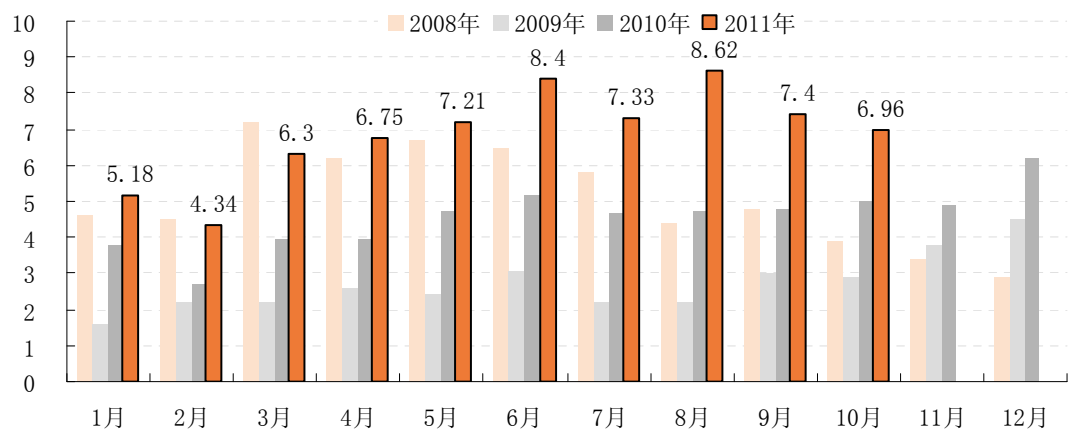
图 表 3 汽车行业各子行业近年销量增幅



资料来源：中国汽车工业协会

2011 前 10 月汽车出口 68.5 万辆，同比增长 57%，在国内车市低迷情况下，出口市场表现抢眼。

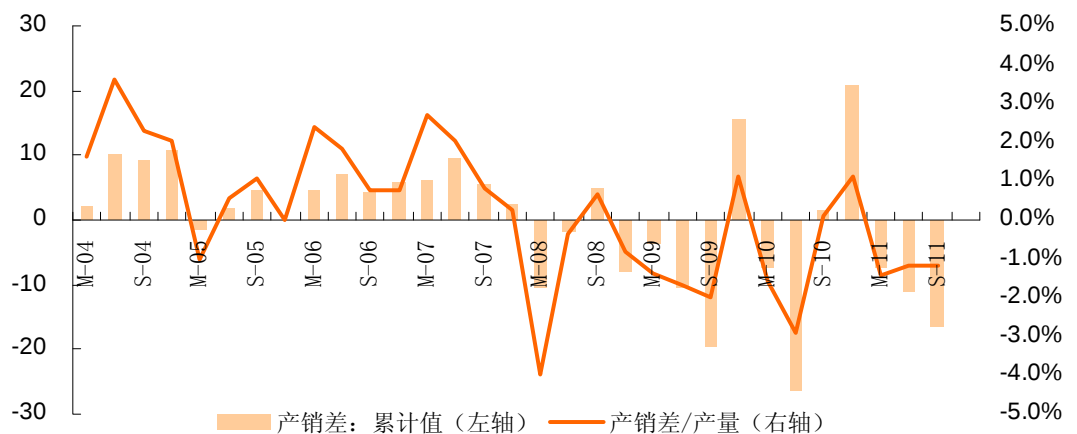
图 表 4 汽车行业月度出口量 单位：万辆



资料来源：国家统计局

行业总体库存正常：从 04 年至今，各车企对产销调节逐步理性，总体产销比较为正常。

图 表 5 行业累计产销差（季） 单位：万辆



资料来源：国家统计局

■ 乘用车：SUV 行业独领风骚

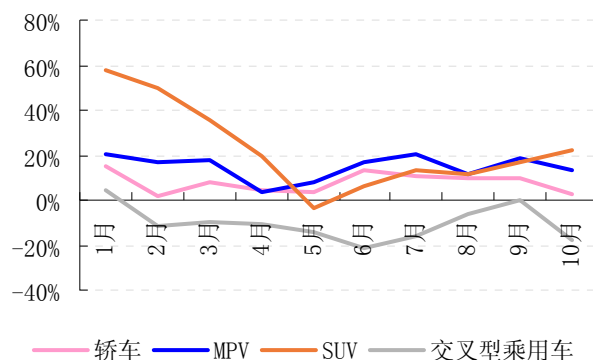
从各自行业前 10 月单月同比增幅看，SUV 行业除 2Q 受日本地震影响供货导致销量增幅低外一直保持较高增幅。与其它子行业不同，近几月月度增幅一直保持环比往上趋势。

轿车分排量看，受政策影响较大的 1.6L 排量以下车型波动幅度较大，9 月底节能政策旧政退出后同比下降尤为明显。

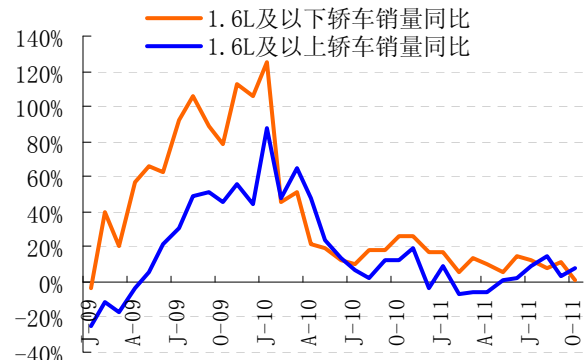
交叉型乘用车 2009 年、2010 年透支严重，2010 前 10 月同比下降 10%，我们预计 2011 全年同比下降 12%。

2011 年前 10 月狭义乘用车同比增长 9.8%，其中轿车同比增长 8%、MPV 同比增长 14.7%、SUV 同比增长 18%。

图表 6 乘用车各子行业 2011 年月度同比销量增幅 图表 7 轿车分排量销量同比



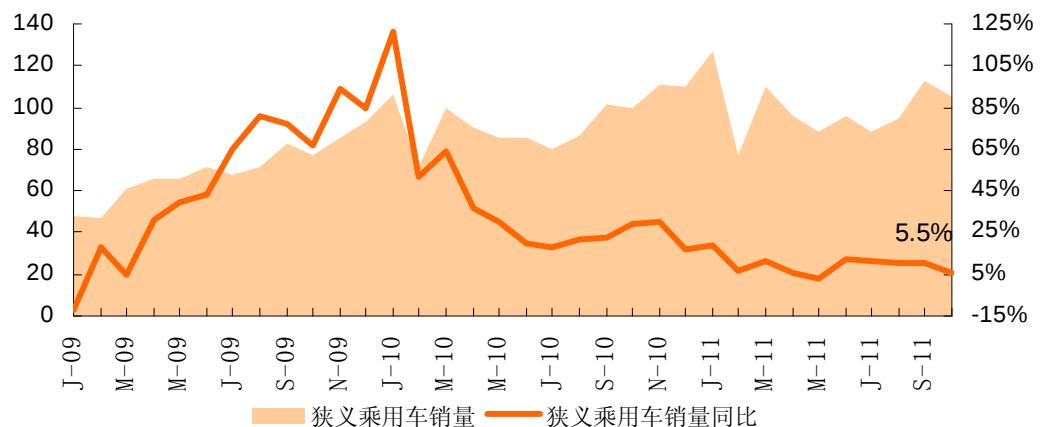
资料来源：中国汽车工业协会



资料来源：中国汽车工业协会

图表 8 狭义乘用车（轿车+SUV+MPV）月度销量

单位：万辆

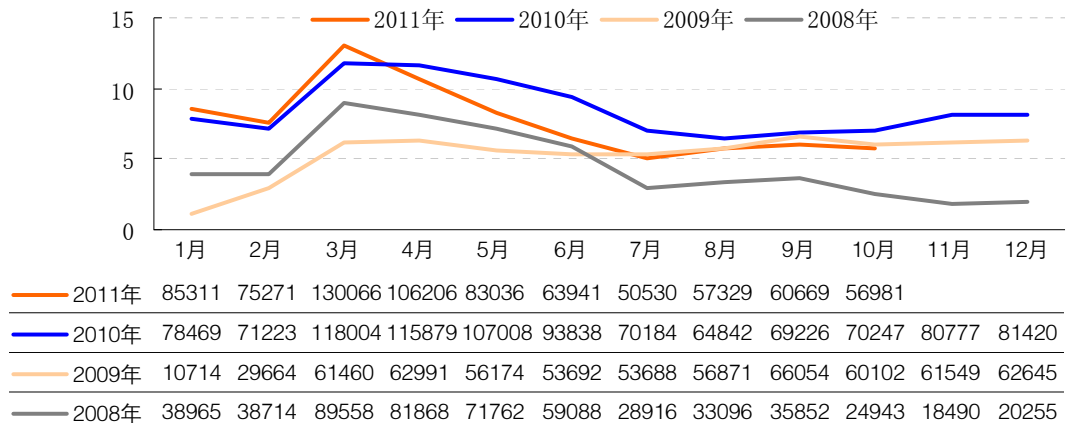


资料来源：中国汽车工业协会

■ 重卡行业：大幅下跌仍未止

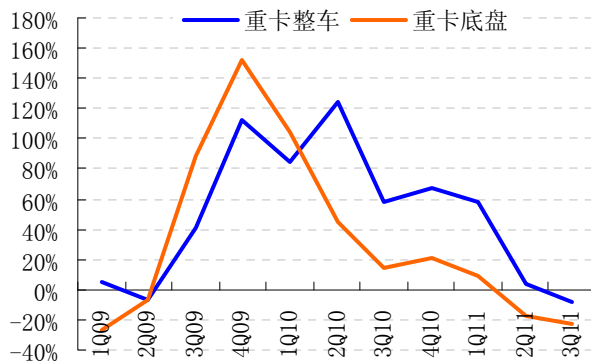
受前两年投资政策刺激重卡行业创造了百万年销量的历史高峰，2011 年重卡销量同比大幅下滑。上半年半挂牵引车低迷，下半年重卡底盘开始大幅下滑。

图表 9 重卡全行业月度销量 单位：万辆



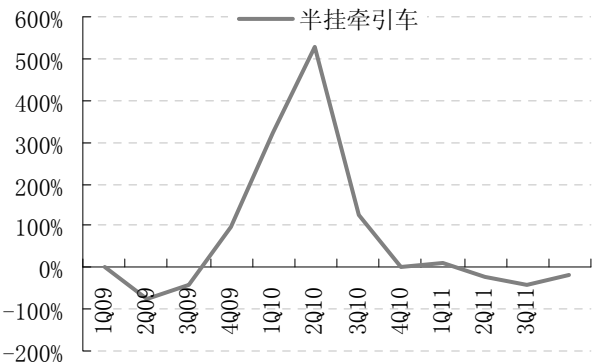
资料来源：中国汽车工业协会

图表 10 重卡整车及底盘季度销量增幅



资料来源：中国汽车工业协会

图表 11 半挂牵引车季度销量增幅



资料来源：中国汽车工业协会

2011 年一汽集团、重汽集团、北方奔驰累计同比下滑幅度较大，东风汽车市占率位居第一，一汽集团、重汽集团市占率下降较多。

图表 12 2011 年 1-10 月重卡主要企业销量 单位：辆

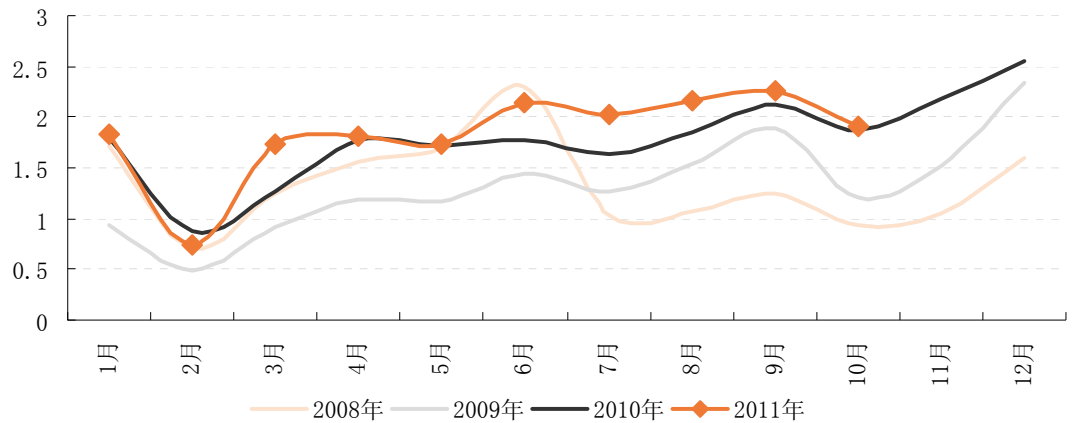
排序	企业名称	销量	累计同比	市占率	同比增加百分点
	重卡全行业	769340	-10.4%	100.0%	0.0
No.1	东风汽车	162047	-3.3%	21.1%	1.5
No.2	一汽集团	138641	-30.5%	18.0%	-5.2
No.3	中国重汽集团	127516	-19.8%	16.6%	-1.9
No.4	北汽福田	93002	5.8%	12.1%	1.9
No.5	陕汽集团	86467	-7.4%	11.2%	0.4
No.6	北方奔驰	34012	-10.0%	4.4%	0.0
No.7	江淮汽车	33266	55.7%	4.3%	1.8
No.8	上汽依维柯红岩	28448	2.6%	3.7%	0.5
No.9	华菱汽车	23338	-11.0%	3.0%	0.0

资料来源：中国汽车工业协会

■ 客车：延续稳健增长

2011 前 10 月客车行业销量同比增长 10%，其中宇通客车同比增长 12.2%为 3.5 万辆，市占率为 18.5%。

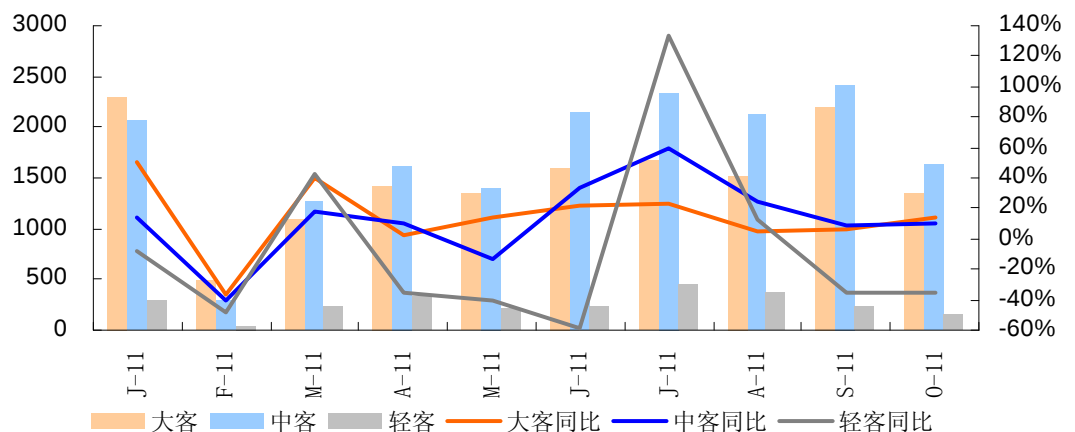
图表 13 客车行业月度销量 单位：万辆



资料来源：中客网

由于产能不足，宇通客车 2011 年调整产品结构，销量中大中客占比提高，轻客比例下降，从而提高了单车盈利能力。

图表 14 宇通客车月度销量 单位：辆



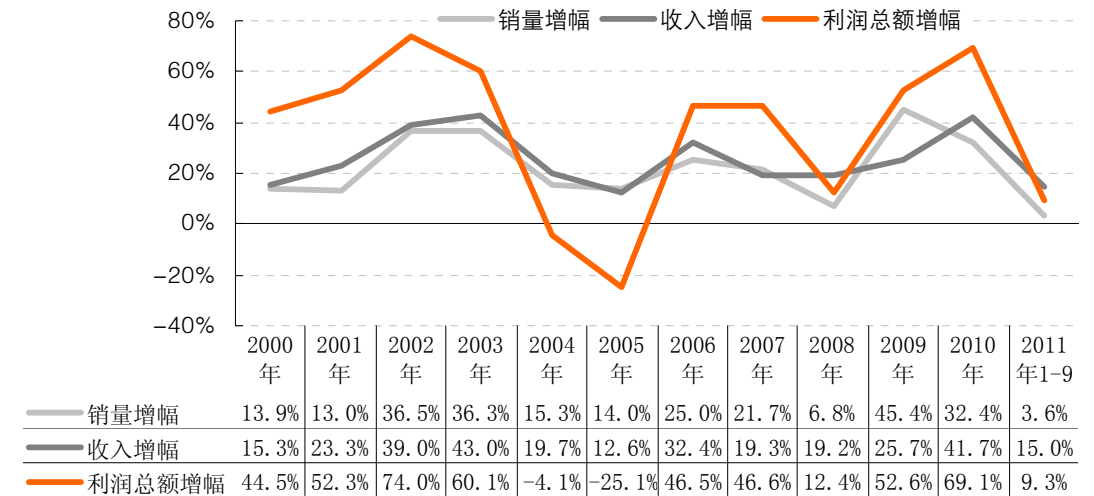
资料来源：中客网

1.2 利润增幅及行业盈利能力下降

汽车行业利润增幅呈现出较强周期性：观察历年行业三个指标（销量、收入、利润）增幅变化看，行业利润增幅围绕行业收入增幅呈现较大波动。就近 4 年情况看，2008 年行业利润增幅低于收入增幅，2009 年、2010 年受政策刺激汽车行业销量增幅高，行业利润增幅大幅高于行业收入增幅。

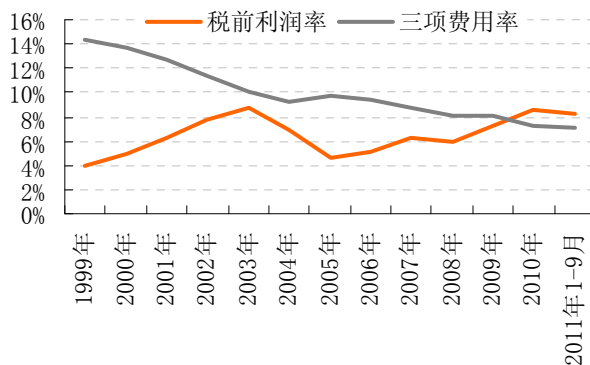
行业利润增幅下降从 3Q 开始，上升起步点或为 2012 年中：由于前两年的高增长，2011 年初各车企多“惯性”制订了较高的全年销量目标。随着月度销量增幅月趋下降，无论是商用车还是乘用车车企均进行了较多优惠促销活动，对商用车企而言三季度以消化库存为主，对乘用车企而言更多是为完成全年销量目标维持市占率。

图表 15 汽车全行业收入、利润变化



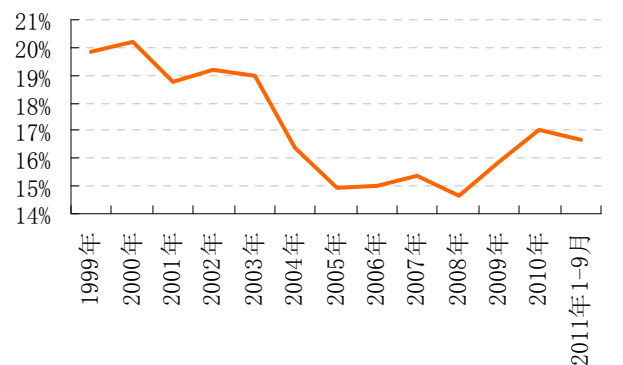
资料来源：国家统计局

图表 16 汽车全行业税前利润率及费用率变化



资料来源：中国汽车工业协会

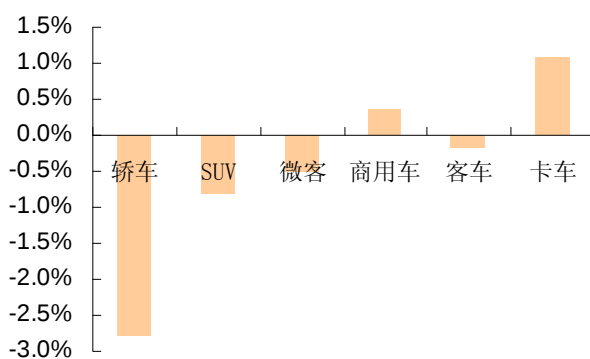
图表 17 汽车全行业毛利率变化



资料来源：中国汽车工业协会

价格变化：截至 11 年 9 月底，国产汽车均价较 2010 年底下降 0.89%，其中乘用车均价下降 1.6%，商用车均价上升 0.35%。总体看近年乘用车均价呈下降趋势，商用车均价逐步上升。

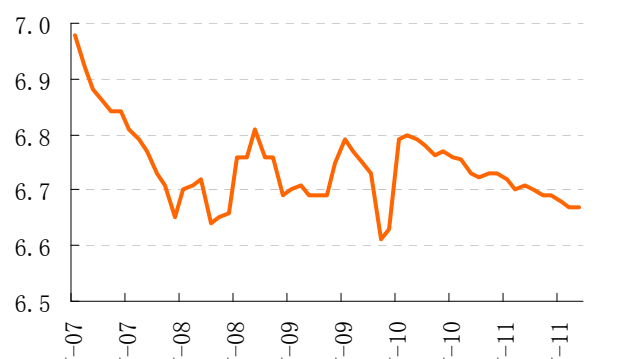
图表 18 国产汽车均价变化



资料来源：发改委价格监测中心

图表 19 国产汽车均价走势

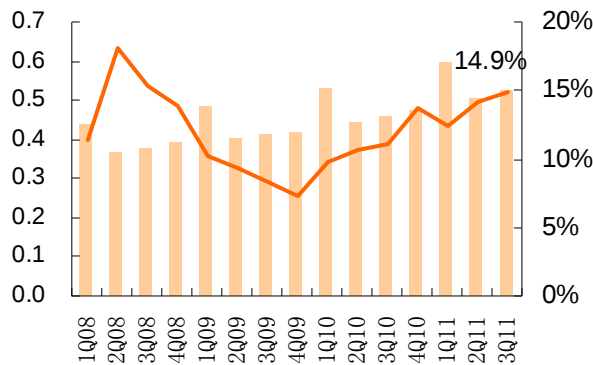
单位：万元



资料来源：发改委价格监测中心

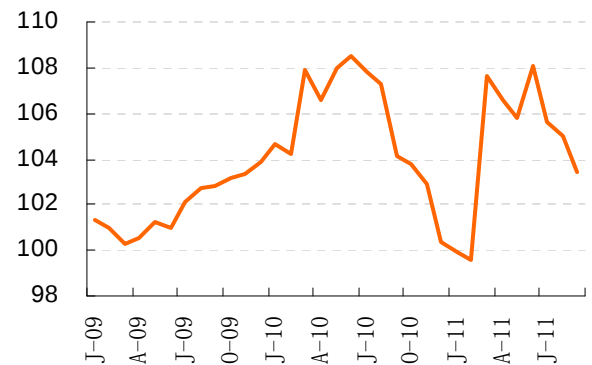
附注：图表 19 中国产汽车均价变化指 2011 年 9 月底相对于 2010 年底

图表 22 城镇居民人均可支配收入 单位: 万元



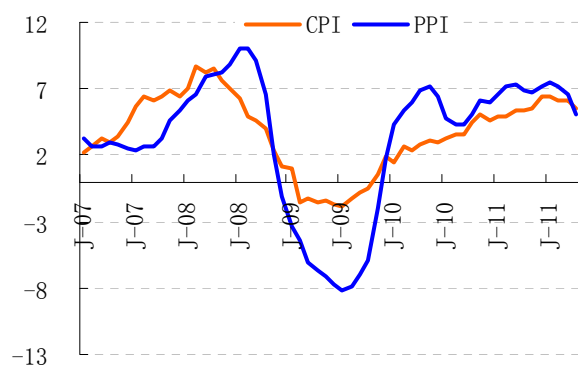
资料来源: 国家统计局

图表 23 消费者信心指数



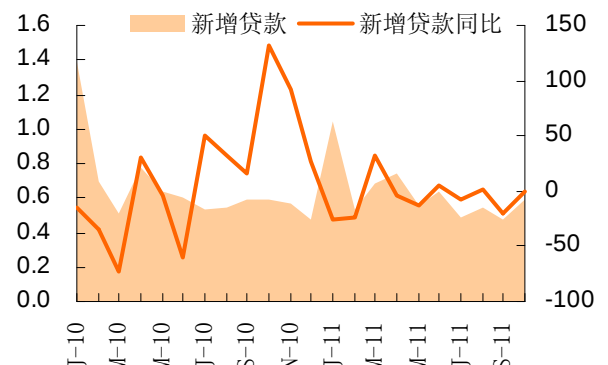
资料来源: 国家统计局

图表 24 CPI、PPI 呈下降趋势 单位: %



资料来源: 国家统计局

图表 25 新增贷款 单位: 万亿, %



资料来源: 国家统计局

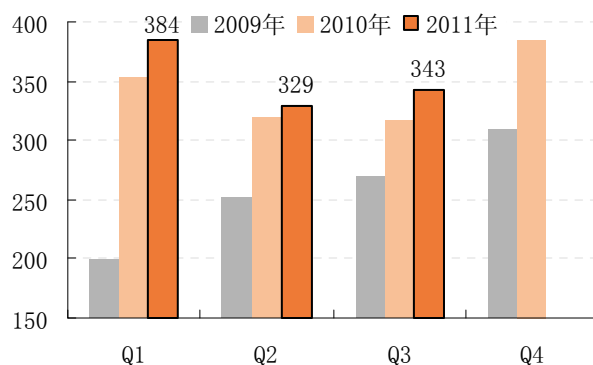
2.2 汽车行业销量判断

我们认为: 2012 年汽车行业将处于调整后期, 并于下半年开始新一轮上升周期。

2011 年第四季度、2012 年第一季度销量同比负增长是大概率事件。主要原因有:

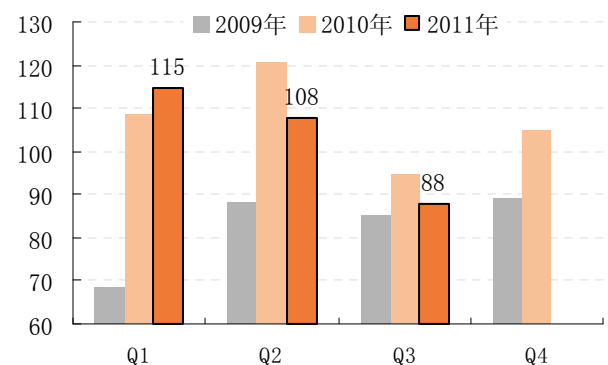
- 2011 年一季度基数较高, 其中有相当一部分为车企 2010 年底销量转移至次年所致。
- 2012 年春节在 1 月, 节前消费将现在 2011 年, 而 2010 年、2011 年春节均在 2 月份。

图表 26 乘用车季度销量 单位: 万辆



资料来源: 中国汽车工业协会

图表 27 商用车季度销量 单位: 万辆



资料来源: 中国汽车工业协会

我们测算，2011 年全年汽车行业销量增幅 2.2%，2012 年全年汽车行业销量增幅 7.2%。

由于 2011 年前高后低的销量走势，2012 年行业销量同比增幅有望前低后高并最终实现比 2011 年略高的同比增幅。

分子行业看，我们认为 2012 年 SUV 依然保持高增幅，客车仍将稳健增长，重卡行业同比持平，若 2013 年 1 月实施国四排放标准，则有望于 2012 年产生重卡提前购买从而拉高重卡行业销量增幅。

图表 28 汽车行业销量预计 单位：万辆

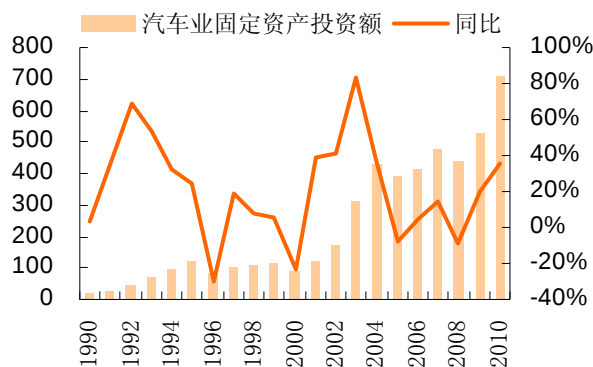
车型	2010 年	2011E	2012E
汽车	1804.2	1843.2	1976.2
YOY	32.6%	2.2%	7.2%
乘用车	1374.9	1438.5	1551.9
YOY	33.5%	4.6%	7.9%
其中：轿车	949.4	1009.4	1090.1
YOY	27.4%	6.3%	8.0%
MPV	44.5	49.9	53.9
YOY	79.1%	12.0%	8.0%
SUV	131.8	159.7	188.5
YOY	100.7%	21.2%	18.0%
交叉型	249.2	219.5	219.5
YOY	28.0%	-11.9%	0.0%
商用车	429.3	404.7	424.2
YOY	29.8%	-5.7%	4.8%
其中：客车	44.3	49.7	55.7
YOY	25.1%	12.2%	12.0%
重卡	101.5	89.4	89.7
YOY	59.7%	-11.9%	0.3%
中轻卡	283.5	265.6	278.8
YOY	22.4%	-6.3%	5.0%

资料来源：中国汽车工业协会、平安证券研究所

2.3 汽车行业投资与产能判断

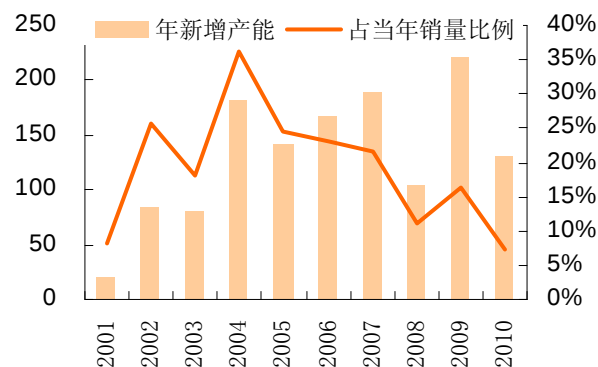
观察近 10 年数据，汽车行业年新增产能占行业当年销量 17% 左右。本轮汽车行业投资额自 2008 年下降较多，后逐年攀升，预计投资增幅仍处在继续上升过程中。

图表 29 汽车业固定资产投资额变化 单位：亿元



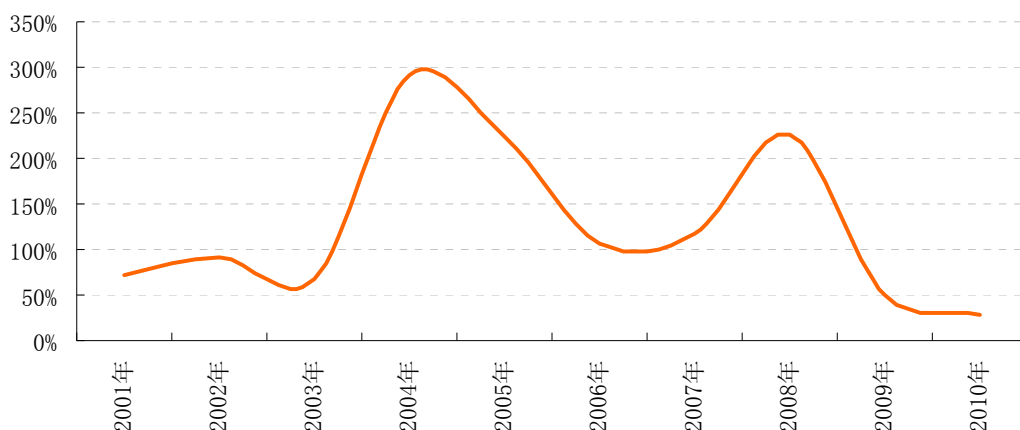
资料来源：中国汽车工业年鉴

图表 30 汽车历年新增产能变化 单位：万辆



资料来源：国家统计局

图表 31 汽车全行业历年新增产能/新增产量

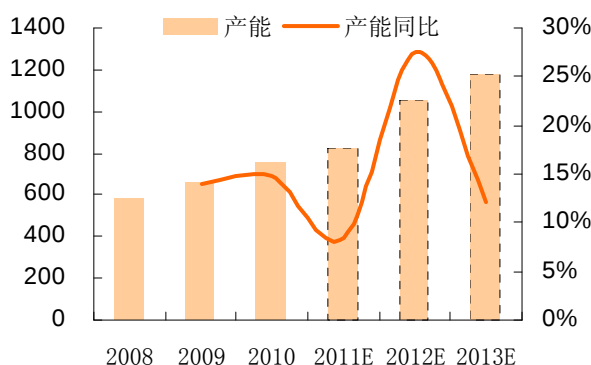


资料来源：国家统计局

合资车企新增产能多于 2012 年底或 2013 年初投放：2009 年、2010 年汽车行业“井喷”，合资乘用车企业产能利用率多超过 100%。一般合资企业投建全新车厂需要 1.5—2 年时间，结合汽车行业近年投资额及各车企在公开场合发布的讯息，本轮行业投资所产生的新增产能主要于 2012 年底 2013 年初投放，预计新增产能占 2013 年乘用车行业销量的 25%。

图表 32 合资乘用车企产能

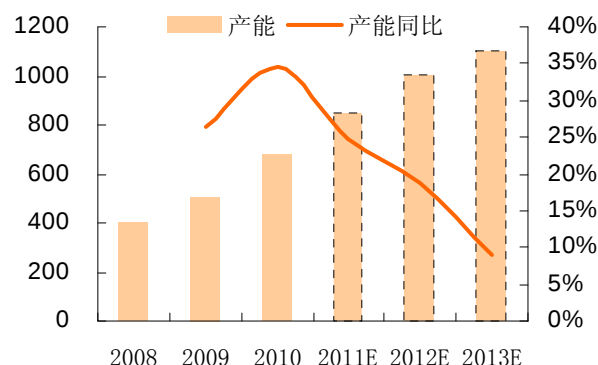
单位：万辆



资料来源：平安证券综合研究所整理

图表 33 自主乘用车企产能

单位：万辆



资料来源：平安证券综合研究所整理

2.4 汽车行业盈利情况判断

■ 2012 年车价稳定性将提高

2011 年乘用车均价有所下滑，我们认为主要是年初乘用车企制订了较高年销量规划所致，尤其在第三季度乘用车行业有较多优惠、促销措施。

由于 2011 年行业较为低迷，各车企在制定 2012 年计划时将采取谨慎保守的原则，有利于 2012 年车价的稳定。截至 2011 年 9 月底国内乘用车均价为 10.4 万元/辆（其中轿车均价 12.58 万元、SUV 均价 14.63 万元、交叉型乘用车均价 4.08 万），降价空间不大，在合理的年销量规划下我们认为车企没有动力“保量不保利”。

■ 原材料大幅下降

从宏观层面看，通胀得到遏制，CPI、PPI 均掉头向下，PPI 降幅较 CPI 更大，有利于企业盈利好转。

从汽车主要原材料价格走势看，汽车行业主要原材料如铜、铝、锌、天胶、钢材等大宗商品原材料价格近期下跌幅度加大、下跌速度加快，但原油价格近期表现出大幅反弹走势。

图表 34 LME 现货铜价走势

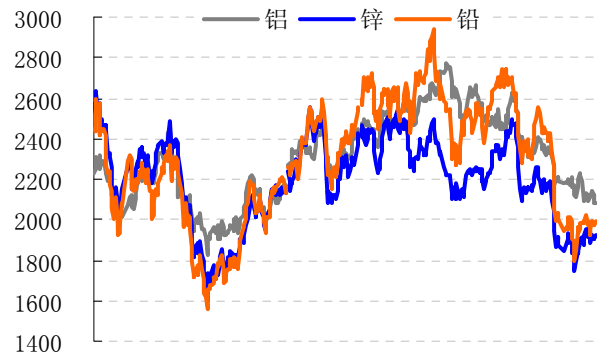
单位：美元/吨



资料来源：LME

图表 35 LME 现货铅锌价走势

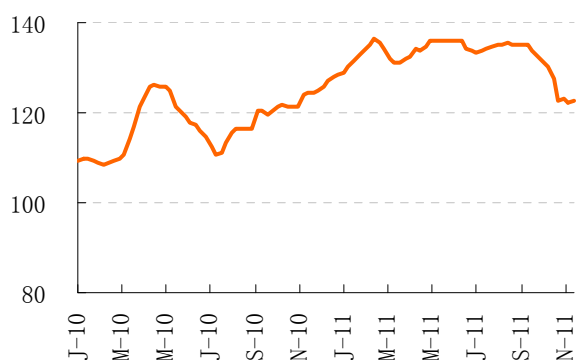
单位：美元/吨



资料来源：LME

附：价格时间范围 2010 年初至 2011 年 11 月 18 日

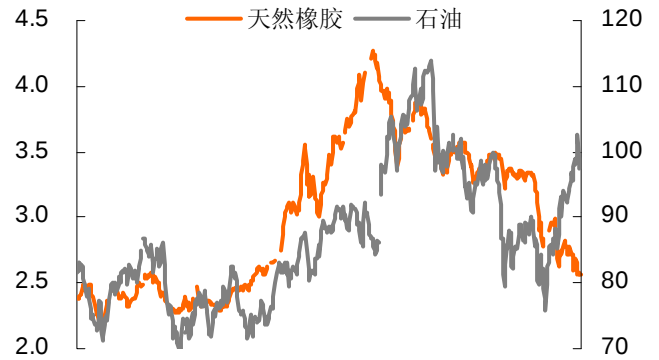
图表 36 钢材价格指数



资料来源：中国钢铁工业协会

图表 37 石油天胶价格

单位：美元/桶、万元/吨



资料来源：Nymex、上海期货交易所

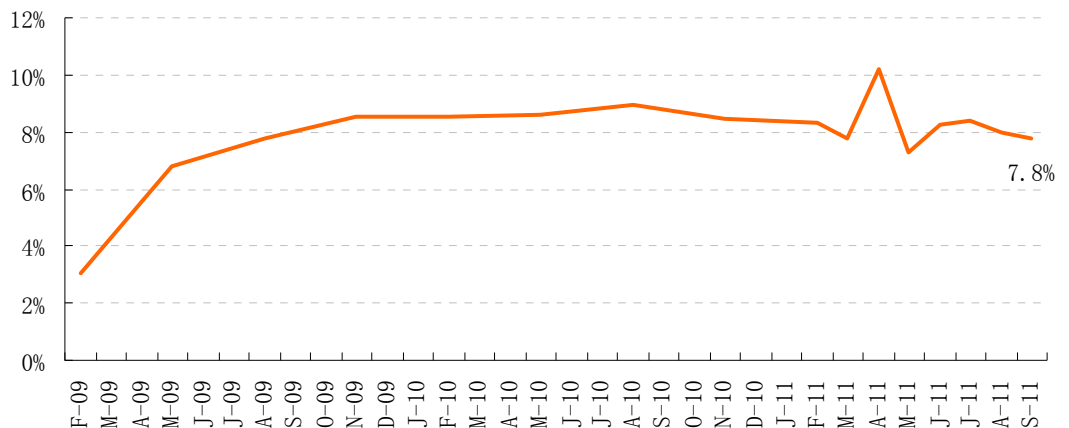
附：价格时间范围 2010 年初至 2011 年 11 月 18 日

■ 2012 年行业利润增幅呈“前低后高”走势

据国家统计局数据：2011 前三季度汽车全行业收入 3.4 万亿，同比增长 16.3%，利润总额 2818 亿元，同比增长 9%；行业税前利润率 8.25%。

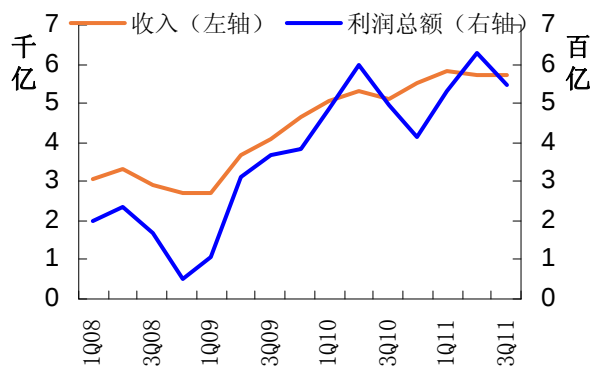
据中国汽车工业协会统计数据，2011 前三季度汽车工业重点企业（集团）实现收入 1.7 万亿，同比增长 9.7%，实现利润总额 1704 亿；税前利润率 10%。

图表 38 汽车全行业税前利润率单季变化



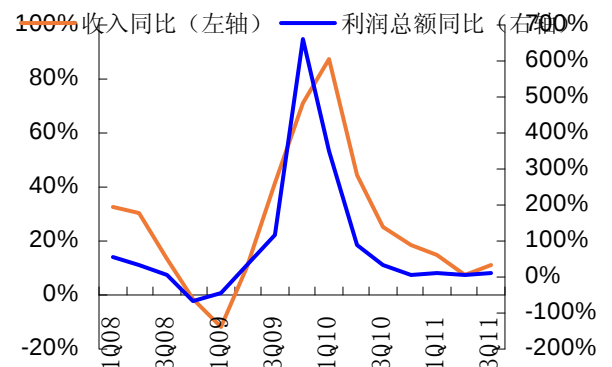
资料来源：国家统计局

图表 39 汽车工业重点企业集团收入利润



资料来源：中国汽车工业协会

图表 40 汽车工业重点企业集团收入利润增幅比较



资料来源：中国汽车工业协会

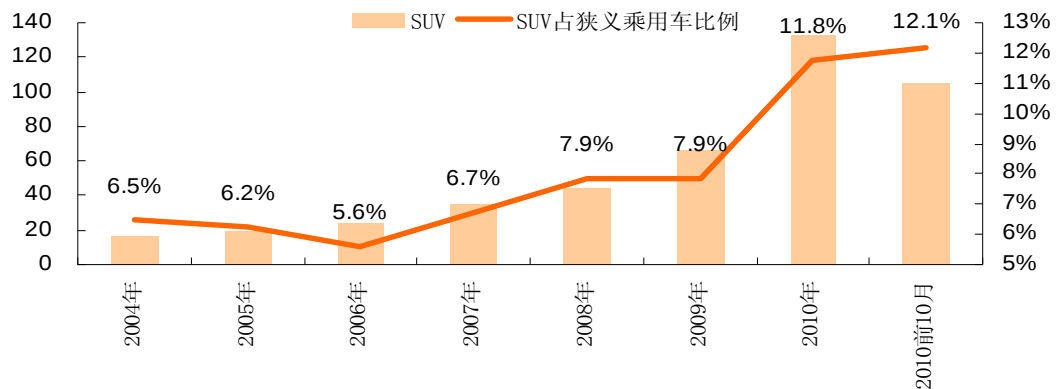
我们判断 2012 年汽车行业在整车价格稳定及原材料价格下降的双重利好下利润有望同比略增；本轮周期中行业盈利增幅于 4Q09、1Q10 达到峰值，2011 年上半年基数亦较高，我们预计 2012 年行业利润增幅将呈现“前低后高”走势，2012 年上半年行业利润同比为负、2012 年下半年行业利润同比为正。

2.5 汽车子行业判断

■ 乘用车——SUV 成长、德美系稳健

SUV 将长期处于成长期，目前占狭义乘用车比例偏低；对消费者而言，SUV 与轿车为替代关系，但 SUV 品牌相较于轿车品牌数量少得多，目前国内 SUV 占狭义乘用车比例为 12%，我们认为 SUV 占狭义乘用车比例至少为 20%以上，占有率至少有 8 个百分点的提高空间。

图表 41 SUV 年销量及其占比 单位：万辆



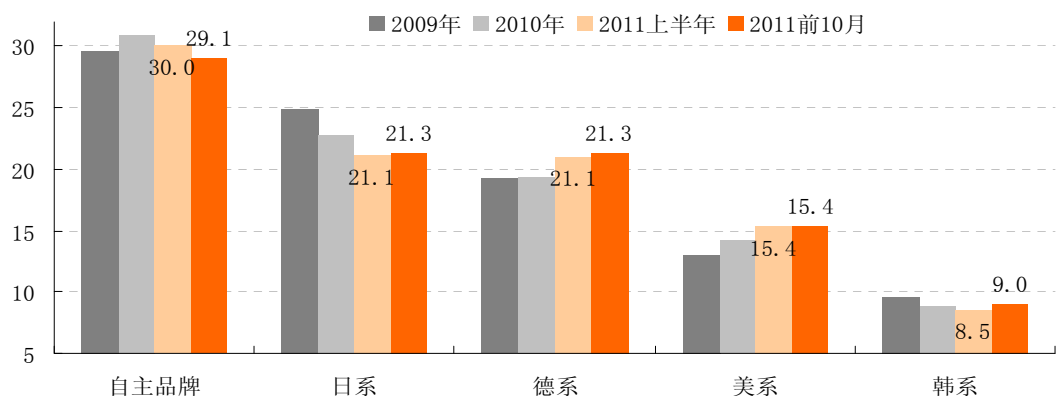
资料来源：中国汽车工业协会

分国别看乘用车，我们认为：自主品牌将处调整期，德美系发展日趋稳健，韩系崛起，日系复苏艰难。

2011 年前 10 月，德系车同比增长 21.3%、美系车同比增长 16.6%、韩系车同比增长 10.4%。与 2010 年比较，德系轿车市占率提高 2 个百分点、美系轿车市占率提高 1.1 个百分点、韩系轿车市占率提高 0.14 个百分点；市占率下降较多的国别车系为自主轿车、日系轿车。

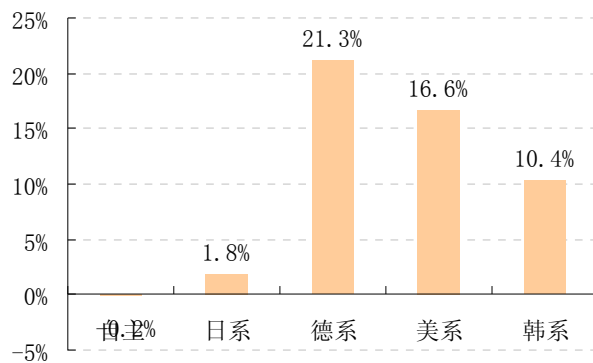
- **德美系车稳健发展，优势日渐突出：**凭借稳定的质量、有序的新车推出节奏、成熟的营销网络、应用动力总成新技术等优势德美系车将继续保持稳健增长。
- **日系轿车积重难返、复苏艰难：**自 2008 年市占率达到 30.8% 高点后逐年下降，2011 年更是偶然必然因素交织，市占率达到数年来低位。我们预计日系车复苏之路较为艰难，其新车动力总成应用保守、新车推出节奏偏慢且仅以高端为主、质量形象不佳、零配件链条较为封闭等不利因素逐步爆发，我们观察国内日系合资车企未来几年投产规划，我们判断除日产外其它日系品牌后续新增产能极少，日系车占比下降应是长期现象。
- **韩系车崛起：**近年来韩系车携有竞争力的产品、合理的产品结构，及有序换代的动力总成配置呈强劲崛起之势。我们看好现代、起亚在华后期的成长性。
- **自主品牌的市场份额恢复需要半年或一年时间：**主要原因有：1) 前期政策刺激，自主品牌车企受益较多；2) 2010 年自主车企新增产能较多，自主品牌之间的竞争有所加剧；3) 自主乘用车消费群体对经济预期较为敏感；4) 大城市的限购最先影响到自主品牌。

图表 42 轿车分国别市占率 单位：%



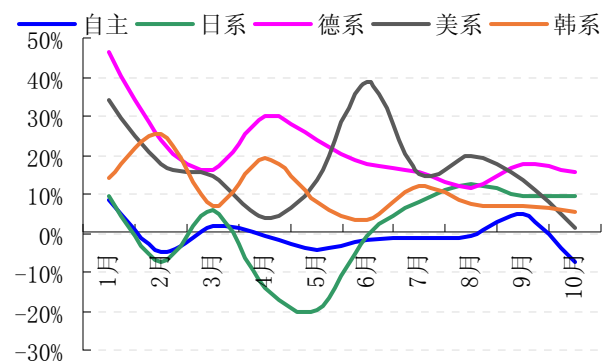
资料来源：中国汽车工业协会

图表 43 2011 前 10 月各系汽车销量同比



资料来源：中国汽车工业协会

图表 44 2011 年各系汽车月度销量同比



资料来源：中国汽车工业协会

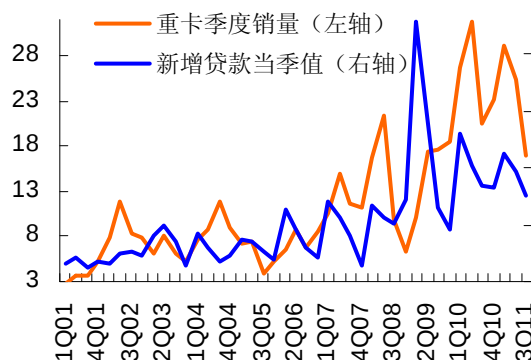
■ 重卡一同比略增、前低后高

我们预计 2012 年重卡行业销量同比持平或略增。全年同比增幅呈现前低后高走势。

信贷增幅是重卡行业的前瞻性指标：无论是购买重卡的行为（首付 30%）还是重卡的终端用途，都受信贷环境影响较大，2011 年前 10 月我国新增贷款额度同比下降 8.8%，同期重卡行业销量同比下降 10.5%。

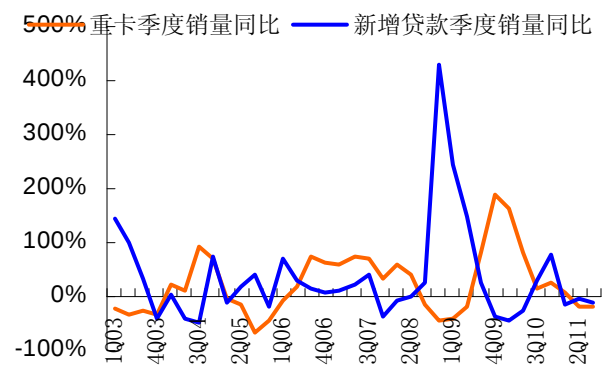
根据平安证券宏观经济观点，2012 年资金面较 2011 年转松，M2 增速提高及新增贷款的增加有利于重卡行业。

图表 45 重卡销量与新增贷款 单位：万辆、万亿



资料来源：中国人民银行、中国汽车工业协会

图表 46 重卡销量增幅与新增贷款单位：万辆、万亿

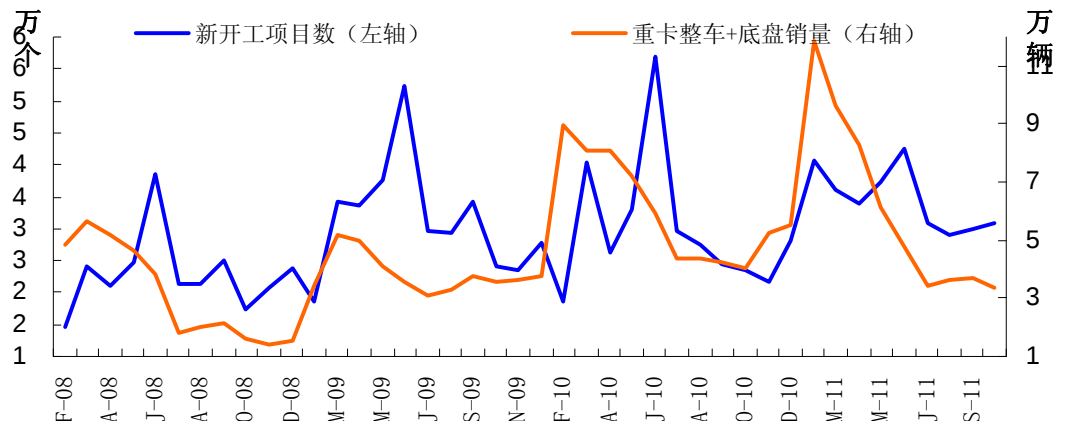


资料来源：中国人民银行、中国汽车工业协会

重卡分为重卡整车、重卡底盘、半挂牵引车，其中重卡底盘多用作投资用途、半挂牵引车一般用于物流。固定资产投资与公路货运是重卡行业主要下游用途。

四万亿投资等刺激政策导致重卡行业 2010 年以 60% 增幅创造了百万年销量的历史高峰。2011 年信贷收紧、新开工项目数增幅低，导致重卡整车及底盘销量下滑。

图表 47 重卡整车及底盘销量与新开工项目个数关系



资料来源：国家统计局、中国汽车工业协会

重卡亦受行业政策影响较大，历年来，治理超载、排放标准提高等政策影响着重卡行业波动与增长。2011 年重卡行业政策法规出台较多，2013 年国四排放标准将全面执行，这些政策将在较长时期内影响重卡行业发展。

图表 48 2011 年重卡行业法规政策及其影响 单位：万辆

时间	政策法规	影响
20110608	物流“国八条”	改善物流运输环境、促进物流业发展，有利于牵引车载货车等公路用车
20110620	五部委联合治理收费公路	针对降低过路过桥收费的具体措施，有利于牵引车载货车等公路用车
20110701	《公路安全保护条例》	产品结构变化：转向轻量化、车速及可靠性，承载性要求降低；用车行为变化，运价可能提高
推迟至 2013 年执行是大概率事件	国四排放标准	对整车而言存在国四排放标准实施前的提前购买；政策有利于相关核心部件供应商：高压共轨装配比例提高；新增百亿规模尾气处理市场

资料来源：平安证券研究所整理

其中《公路安全保护条例》第五章第 66 条：对 1 年内违法超限运输超过 3 次的货运车辆，由道路运输管理机构吊销其车辆营运证；对 1 年内违法超限运输超过 3 次的货运车辆驾驶人，由道路运输管理机构责令其停止从事营业性运输；道路运输企业 1 年内违法超限运输的货运车辆超过本单位货运车辆总数 10% 的，由道路运输管理机构责令道路运输企业停业整顿；情节严重的，吊销其道路运输经营许可证。这是法规中处罚最为严格，影响最大的一项内容。若严格执行，通过控制营运证来治理超载的效果会非常显著。

关于国四排放标准：重型车面临更严格的排放标准，亦将带来新的零配件市场。我们预计国四排放标准将再次推迟并最终于 2013 年全面执行。标准实施前存在重卡提前购买、标准实施后重卡产业链核心配件（如高压共轨、尾气处理产品）将迎来新的增量市场。

图表 49 重型车（GVW>3500kg）国四标准实施

全国				地方〔提前实施〕			
燃料种类	调整前(标准规定)	环保部调整后	工信部前期建议	北京	上海	珠三角	南京
柴油	20110101	20120101	2012年7月1日后，视国四油品供应情况再定	2008年7月1日〔公文、环卫、邮政〕，其它同全国	2009年11月1日〔公文、环卫、邮政、市政〕，其它同全国	自全面供应国四柴油之日起全面实施国四	计划2011年6月30日供应国四柴油，供油后实施国四〔实际未实施〕
气体燃料	20110101	20110101		2008年7月1日〔公文、环卫、邮政〕	2009年11月1日〔公文、环卫、邮政、市政〕	20100901	2011年1月1日
汽油	20130701	20130701	未明确意见	同全国	同全国	同全国	同全国

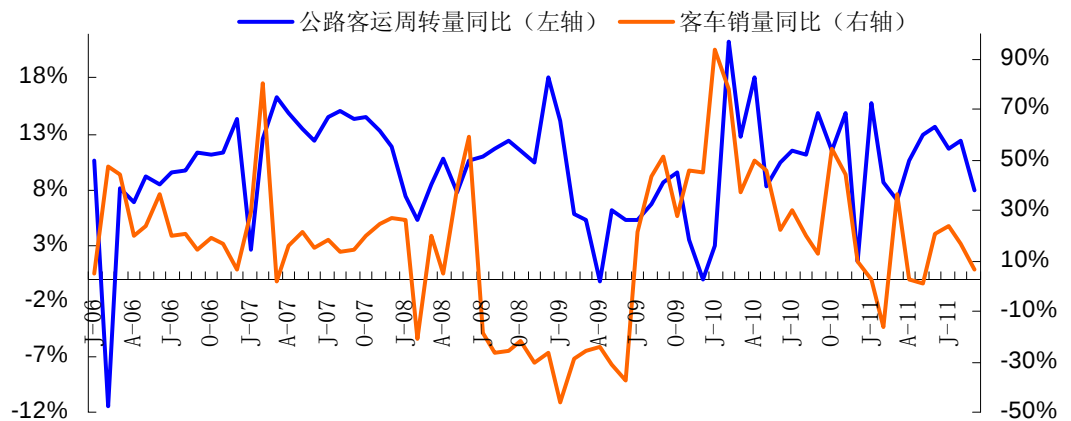
资料来源：平安证券研究所整理

■ 客车—行业稳健、不乏新增长点

客车行业主要用途为公路客运车辆、公交用车。长期受益于公路网络扩张及城市化进程。此外，客车行业出口比例较高，据中国汽车工业协会数据，2011 前三季客车行业出口 7.7 万台，同比增 39%，占客车行业总销量的 21.6%。

2011 前 10 月客车行业销量同比增长 10%，表现稳健。主要原因是：1）前期汽车行业刺激消费政策对客车行业影响小；2）2010 年公交车处调整期导致其基数较小，而公交车占据客车行业销量 29% 左右，2011 年公交客车同比增长 10.5%。

图表 50 公路旅客周转量与客车销量的关系



资料来源：国家统计局

2011 年 9 月交通运输部发布了《关于积极推进城乡道路客运一体化发展的意见》，客车专家认为长远看该政策将对客车市场的发展产生深远的影响，具体表现在 4 个方面：1）城际、城市、城乡、镇村四级客运网络的形成将成倍扩大客车市场规模。2）逐步实现将城乡客运发展纳入公共财政保障体系，将大大缓解客车市场的资金压力。3）实现客运班线公交化，不仅明确了未来道路客运网络的运营模式，而且对未来客车产品的发展指出了明确的方向。4）政策表示“镇村公交”可参照城市公共管理的相关法律法规和标准规范实施，将真正打开农村客车的市场空间。由此判断未来的道路客运，是以城镇为节点、以公交化客运模式为主体、用介于长途客车和城市公交客车的新车型为载体的城乡客运一体化的网状结构，城乡道路客运一体化发展政策将推动未来的道路客运网络的逐步形成。

校车将成为未来快速增长的客车细分行业：近期校车事故引发了社会广泛讨论，我们预计未来专用校车将成为客车行业快速成长的细分子行业。美国目前有 44 万辆校车，每天接送 2500 万中小学生，平均一辆车要送 56 个人，占有中小学生的 54%。若以美国为参照系，我国未来的校车总数达到 106 万辆，近年来，宇通、苏金、大金龙等主流客车生产企业纷纷把目光投向了专用校车的研发和生产。作为国内最早进入专用校车市场的企业，2011 年前 8 月宇通校车销量已突破 1000 辆。宇通客车董事长汤玉祥此前曾经公开表示，我国校车的需求将超过 100 万辆，每年的更新数量将达到 10 万至 15 万辆规模。

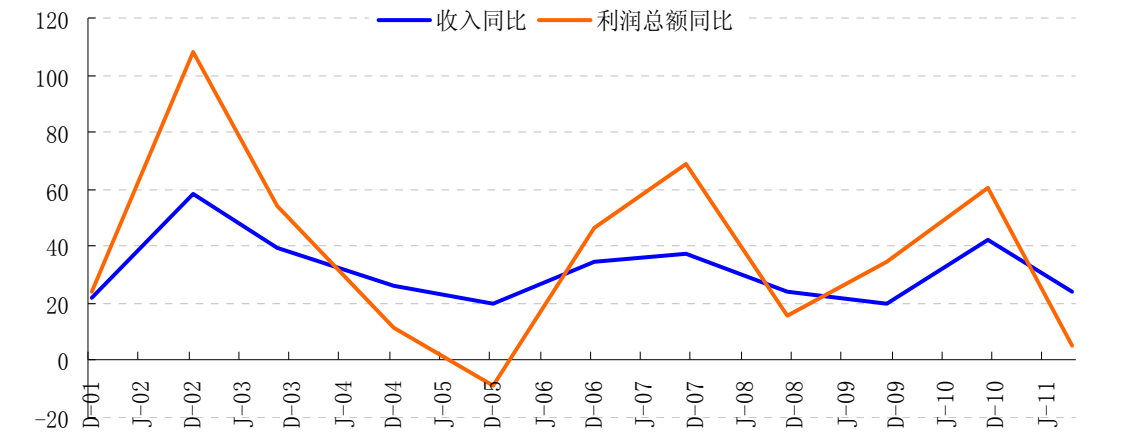
■ 零配件—2011 增收不增利、业绩回升将滞后于整车

2011 前三季零部件行业“增收不增利”：零配件行业实现收入增长 24.4%，高于整车收入增幅 14.4 个百分点；零配件行业实现利润总额增幅 5%，低于整车利润增幅 5.8 个百分点。

零配件行业利润增幅围绕收入增幅呈周期性上下波动，由于行业三项费用率一直呈下降趋势，零配件行业盈利能力变化主要来自于毛利率变化。

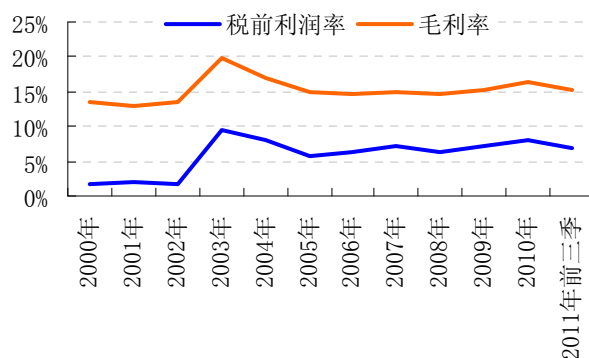
相较于整车，零配件承受更多原材料变化影响；这是 2011 年零配件增收不增利的主要原因。根据国家统计局数据，2011 年前三季度，与汽车整车行业毛利率同比略增相反的是，零部件行业毛利率比 2010 年下降了 1.1 个百分点，为 15.3%。

图表 51 汽车零配件行业历年收入、利润增幅比较 单位：%



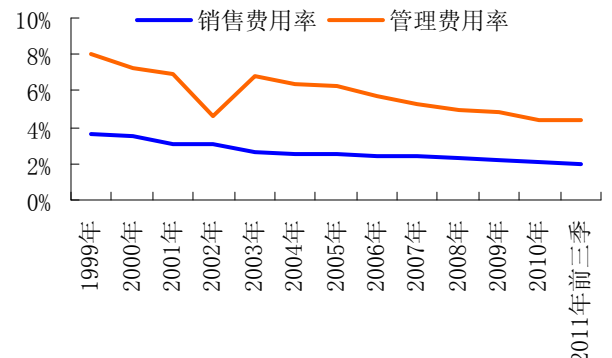
资料来源：国家统计局

图表 52 零配件行业盈利能力变化



资料来源：国家统计局

图表 53 零配件费用率呈下降趋势

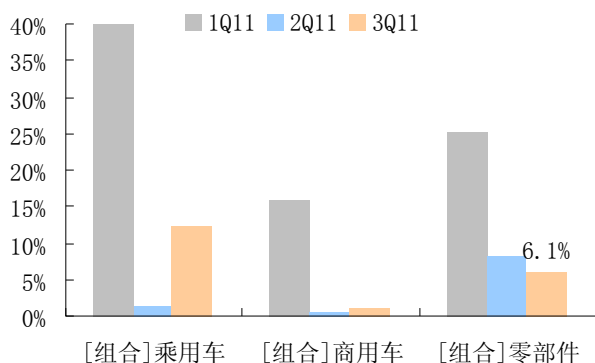


资料来源：国家统计局

A 股零部件组合 2011 前三季度收入同比增长 12.8%，归属于母公司股东净利润（扣除非经常性损益）同比增长 0.7%。而同期 A 股整车组合收入同比增长 12.6%、归属于母公司股东净利润（扣除非经常性损益）同比增长 15%。

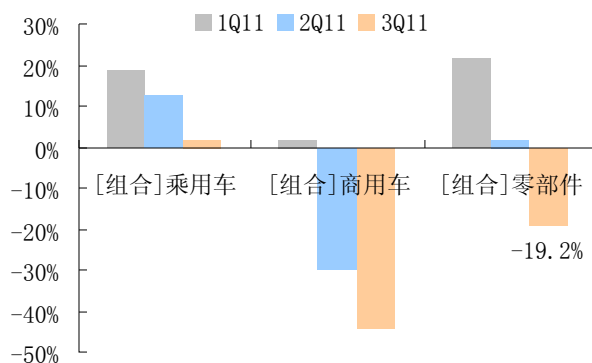
2011 年零配件行业呈现出较为明显的“增收不增利”态势，到第三季度这种趋势更为明显，零部件组合净利润同比大幅下滑 19.2%。

图表 54 2011 前三季收入增幅



资料来源: wind、平安证券研究所

图表 55 2011 前三季净利润（扣除非经常）增幅



资料来源: wind、平安证券研究所

毛利率改善、行业收入将跟随下游复苏：乘用车销售过程中，流通环节需有约相当于 1—1.5 个月销量的库存，下游景气度反映至零配件厂需要一定周期，因此，乘用车的零配件配套商将滞后于整车反映行业景气度。

- 我们认为零部件行业盈利增幅将于 3Q12 明显改善，这是基于我们对整车行业 2012 年走势的判断，零部件企业业绩波动一般滞后于对应的下游整车车企。
- 零部件行业毛利率自 4Q11 开始改善，后期有望逐季提升，主要由于原材料近期多有较大跌幅，预计 2012 上半年原材料跌幅将延续。
- 对零部件股的估值调整或未结束：与整车不同，我们认为市场对零部件个股的盈利预期尚未见底，部分个股估值调整尚未结束，2012 年上半年部分零部件类个股还有进一步下跌空间。

三、汽车股见底取决于估值与盈利预期

我们认为汽车行业“估值”“预期”“基本面”之间遵循如下变化规律：

盈利增幅见顶——→估值回落——→盈利增幅下降——→市场下调盈利预测——→盈利增幅见底——
——估值回升——→盈利增幅上升——→市场上调盈利预测——→盈利增幅见顶。

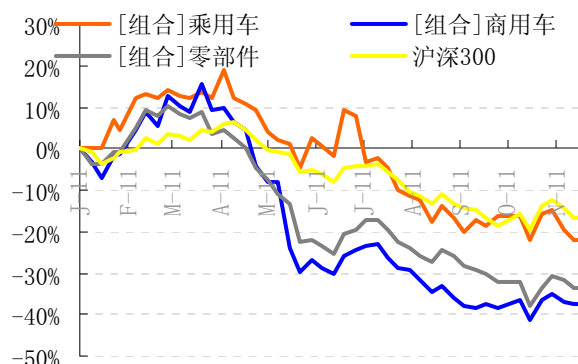
汽车股见底回升有赖于估值见底+盈利预期见底，我们认为目前汽车股估值处于底部区域，但盈利预期仍有部分下调空间。我们判断市场对汽车股盈利预期见底时间点 2012 年第二季度。

3.1 汽车股估值处底部区域

截至 11 月 18 日，2011 年汽车板块跑输沪深 300 指数，其中，商用车板块较年初跌幅为 37%、零配件板块较年初跌幅为 34%、乘用车板块较年初跌幅为 22%。各子板块的不同跌幅与各子行业基本面表现吻合。

从 PB 估值看，目前乘用车板块 PB 为 1.8，相当于 09 年初 PB 的 1.4 倍；目前商用车板块 PB 为 2，相当于 09 年初 PB 的 1.3 倍；目前零配件板块 PB 为 2.5，相当于 09 年初 PB 的 1.3 倍。

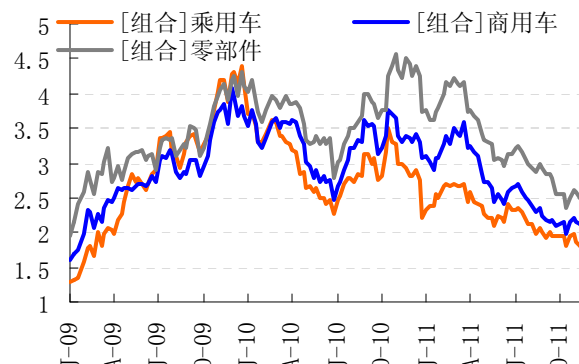
图表 56 2011 汽车各子版块涨幅



资料来源: wind、平安证券研究所

附注：涨幅为 11 月 18 日收盘价相对于 2011 年初

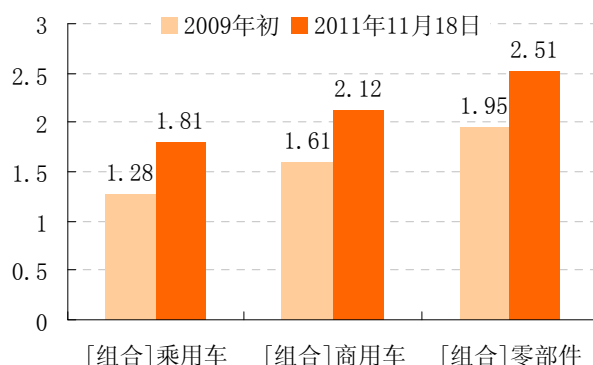
图表 57 09 年初以来汽车各子板块 PB 变化



资料来源: wind、平安证券研究所

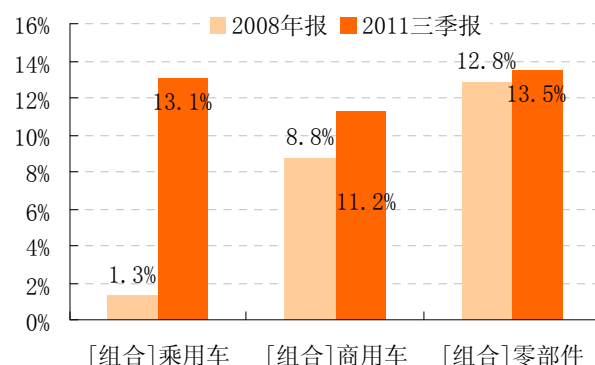
我们认为汽车行业估值处于底部区域：本轮汽车股周期始于 08 年底 09 年初，相较于 08 年，行业目前 ROE 均有提升，近年汽车行业新增资产不多，新一轮的资产形成应始于 2012 年下半年，因此在 ROE 较 09 年初改善的情况下行业 PB 已较 09 年初有所溢价。目前汽车各板块 PB 估值相较于 09 年初有 30%—40%溢价属于合理水平。

图表 58 汽车业各板块 PB 估值比较



资料来源: wind、平安证券研究所

图表 59 汽车业各板块 ROE 比较



资料来源: wind、平安证券研究所

从个股表现看，零配件股普遍有较大跌幅，其下跌的不同程度与其所配套下游有较为密切的关系。整车股中，广汽长丰、悦达投资、宇通客车、上海汽车涨幅居前，跌幅较大的整车股有亚星客车、中国重汽、一汽轿车、福田汽车等。

结合前三季度各公司盈利情况，截至目前个股涨跌幅之间的分化与各上市公司基本面之间的分化基本吻合。

图表 60 2011 年初以来汽车股涨幅

整车股	绝对涨幅	相对涨幅	零部件股	绝对涨幅	相对涨幅
广汽长丰	13.3%	30.0%	曙光股份	23.6%	40.2%
悦达投资	12.5%	29.1%	万丰奥威	0.4%	17.0%
宇通客车	7.3%	24.0%	华域汽车	-3.0%	13.7%
上海汽车	3.3%	20.0%	威孚高科	-8.2%	8.5%
比亚迪	-1.3%	15.4%	福耀玻璃	-15.4%	1.3%
长城汽车	-2.3%	14.4%	兴民钢圈	-15.4%	1.2%
中通客车	-10.6%	6.1%	美晨科技	-16.0%	0.6%
安凯客车	-12.9%	3.8%	日上集团	-17.5%	-0.8%
长安汽车	-16.3%	0.4%	星宇股份	-18.6%	-1.9%
金龙汽车	-19.9%	-3.2%	天润曲轴	-19.2%	-2.5%
江铃汽车	-20.0%	-3.3%	万向钱潮	-25.0%	-8.4%
一汽夏利	-21.5%	-4.8%	精锻科技	-25.3%	-8.6%
东风汽车	-22.9%	-6.2%	宁波华翔	-26.3%	-9.7%
海马汽车	-31.1%	-14.4%	潍柴动力	-31.2%	-14.5%
力帆股份	-31.9%	-15.3%	一汽富维	-32.2%	-15.5%
江淮汽车	-32.8%	-16.2%	新朋股份	-32.3%	-15.7%
宗申动力	-33.4%	-16.7%	银轮股份	-33.0%	-16.3%
福田汽车	-38.1%	-21.5%	宗申动力	-33.4%	-16.7%
一汽轿车	-38.2%	-21.5%	中原内配	-33.5%	-16.8%
中国重汽	-40.9%	-24.3%	东安动力	-35.4%	-18.7%
亚星客车	-43.7%	-27.0%	万里扬	-35.9%	-19.2%
			远东传动	-37.3%	-20.6%
			中鼎股份	-37.4%	-20.7%
			特尔佳	-41.9%	-25.3%
			松芝股份	-42.0%	-25.3%
			亚太股份	-45.6%	-28.9%

资料来源：WIND

附：收盘价截至 2011 年 11 月 18 日，相对的大盘指数为沪深 300 指数

3.2 盈利预期尚未到底

3Q11 的盈利下滑低于此前市场的普遍预期，在三季报公布后市场普遍下调了对汽车股的 2011 年业绩预测。

由于基数原因，4Q11 与 1Q12 行业销量难有同比增长，因此利润同比下降幅度可能更甚。我们认为市场对汽车股未来 6—12 个月的盈利预期尚未达到底部，待 2011 年汽车股年报公告后仍将有相当部分汽车股面临业绩下调。

四、投资建议与个股推荐

综合分析汽车行业基本面、行业估值、市场对其盈利预期等三方面，我们认为 2012 年是下一轮周期的起点年：从 2012 年下半年开始行业将重回上升通道，此过程将随之带来汽车股估值的提升。

我们认为：汽车股将从 2Q12 开始相对于大盘有相对收益，在此之前汽车股面临的风险是市场预期的下调，我们认为下调预期的时间区间可能是 2012 年 3 月中旬至 4 月底，下调预期的依据主要是对 2011 年上市公司年报业绩的预判。我们判断：市场对下调业绩预期的幅度可能为 10%—20%，下调幅度由大到小依次为：零部件、卡车、乘用车。

我们维持对汽车行业“推荐”评级。

- 汽车行业基本面：盈利增幅“抬头”或在 2012 年中。2011 上半年基数较高、3Q11 开始行业利润同比下降；预计 2012 年全年行业销量、利润增幅均呈现“前低后高”走势。
- 行业估值：汽车股估值处于底部区域：目前 PB 估值相对于 08 年底、09 年初有 30%—40%溢价，由于近年行业新资产形成较少，ROE 较 08 年底有较大提高，我们认为估值溢价合理，汽车股 PB 估值不会向 08 年底“看齐”。
- 市场预期有进一步下调可能：市场对汽车股的盈利预期还有进一步下调的空间，市场对汽车股盈利的预期自 3Q11 开始下调，我们认为待 2011 年年报、2012 季报公布，多数汽车股还将有进一步下调空间。

4.1 重点个股推荐

■ 我们的选股逻辑基于我们对各汽车子行业的判断。

■ 悦达投资（600805）——SUV 行业最佳投资标的

东风悦达起亚的汽车业务成为悦达投资主要利润来源。2010 年东风悦达起亚初破销量规模门槛迎来盈利能力上升期。2011 年公司销量、盈利能力均有较高增长。

2012 年东风悦达起亚看点在于产品结构调整：东风悦达起亚主要利润来源为 SUV 产品，狮跑、智跑两款 SUV 对公司利润边际贡献大，2012 年两款 SUV 占总销量比将提高从而进一步提高。

长远看，随着东风悦达起亚三工厂在 2013 年底的投产，公司汽车业务规模将进一步增长，产品结构逐渐丰富，盈利能力有较大上升空间。

我们维持对公司 2011 年、2012 年业绩预测为每股 1.68 元、2.09 元及“强烈推荐”的投资评级。

■ 上海汽车（600104）——两大合资企业领航，业绩增长无忧

公司利润主要来自上海大众、上海通用。凭借卓越的管理和营销能力、有序的新品推出节奏、稳定的质量及口碑、新动力总成的应用等优势，上海大众、上海通用在汽车消费日渐成熟的我国表现出超群的增长稳定性。

我们认为两合资公司 2012 年销量增幅保持在 10%—15%，单车盈利能力并不会见顶回落，主要原因有：新产能将于 2012 年底达产，2012 年产能利用率仍将高企；产品结构还在上移，单车盈利将随之进一步提高。

我们维持对公司 2011 年、2012 年业绩预测为每股 1.87 元、2.26 元及“强烈推荐”的投资评级。

■ 威孚高科（000581）——商用车排放标准升级的最大受益者

公司及参控股公司是国内最大的发动机燃油喷射系统供应商，特别是在柴油机领域优势明显。随着柴油机国Ⅳ排放标准实施，公司及其参控股公司将是最大受益者。

公司开发的 WAPS 系统和参股企业博世汽柴高压共轨系统高低结合，将会占据高压燃油喷射配套市场绝对领导地位。国 IV 标准实施也将为公司尾气后处理业务带来巨大发展机遇，预计中重型柴油车国 IV 标准实施后，公司尾气处理业务将会出现快速增长。

我们维持对公司 2011 年、2012 年、2013 年业绩预测为每股 2.35 元、2.95 元、3.74 元及“强烈推荐”的投资评级。

■ 宇通客车（600066）——破除产能瓶颈、龙头加速前进

公司是客车行业龙头企业，产品技术先进，市场地位强，将会长期分享客车行业增长。

2011 年底 5000 辆专用车产能和 2012 年节能与新能源客车基地投产后，一直困扰公司的产能问题将得到解决，打开公司快速增长通道。随着公司加大对新能源客车和出口两项业务投入，预计公司未来在新能源客车和出口上将取得较大突破。同时，公司是国内最早投入专用校车生产的企业之一，并是相关标准的制定者。校车事故或促使政府加大校车资源投入力度，公司将会在未来校车市场占据有利地位。

我们维持对公司 2011 年、2012 年、2013 年业绩预测为 2.05 元、2.43 元和 3.01 元及“推荐”的投资评级。

4.2 汽车股盈利预测

图表 61 汽车股盈利预测与投资评级

公司简称	EPS			PE			PB	投资评级
	2010 年	2011E	2012E	2010 年	2011E	2012E		
悦达投资	1.01	1.68	2.09	12.4	7.4	6.0	3.0	强烈推荐
上海汽车	1.49	1.87	2.26	10.1	8.0	6.6	1.8	强烈推荐
威孚高科	2.36	2.35	2.95	14.3	14.3	11.4	4.1	强烈推荐
宇通客车	1.65	2.05	2.43	13.5	10.9	8.5	4.0	推荐
潍柴动力	4.07	3.65	4.23	8.8	9.8	8.4	2.7	推荐
江铃汽车	1.98	2.09	2.67	10.8	10.3	8.0	2.7	推荐
一汽轿车	1.14	0.57	0.96	8.5	17.2	10.2	1.8	推荐
中鼎股份	0.52	0.61	0.88	20.9	17.7	12.3	4.8	推荐
宁波华翔	0.74	0.53	0.67	13.3	18.7	14.8	2.1	推荐
松芝股份	0.73	0.78	1.01	18.2	17.0	13.2	2.3	推荐
福田汽车	0.78	0.53	0.78	9.5	13.9	9.5	1.8	推荐
星马汽车	0.66	1.48	1.83	21.1	9.4	7.6	2.1	推荐
江淮汽车	0.90	0.65	0.82	7.8	10.8	8.6	1.6	推荐
福耀玻璃	0.89	0.79	1.00	9.3	10.6	8.3	2.8	推荐
华域汽车	0.97	1.18	1.40	10.0	8.2	6.9	1.6	推荐
一汽富维	2.70	2.17	2.66	7.5	9.3	7.6	1.8	推荐
亚夏汽车	0.86	1.20	1.67	38.6	27.6	19.8	3.7	推荐
一汽夏利	0.19	0.16	0.32	33.9	39.6	19.7	2.8	中性
中国重汽	1.60	1.11	1.64	10.0	14.5	9.8	1.8	中性
力帆股份	0.40	0.41	0.50	23.2	22.7	18.6	1.9	中性
比亚迪	1.07	0.38	0.54	23.4	69.8	46.5	2.9	中性
庞大集团	0.47	0.41	0.53	20.3	23.5	18.2	2.6	中性
长安汽车	0.42	0.31	0.43	10.5	14.2	10.2	1.4	中性
东风汽车	0.29	0.19	0.25	12.7	18.8	14.6	1.2	中性
金龙汽车	0.53	0.51	0.62	13.6	14.2	11.7	1.7	中性

资料来源：wind、平安证券研究所

附：收盘价截至 2011 年 11 月 21 日

4.3 风险提示

- 主要原材料价格未能延续下降趋势，大宗商品价格出现反弹。
- 经济下滑幅度较大、消费者对前景悲观影响购车欲望，推迟购车行为。
- 投资增幅下滑幅度大、与之相关的卡车产品复苏步伐减慢。

汽车行业研究团队简介：

平安证券汽车行业研究团队上榜 2010 年“新财富”。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业高级分析师。

彭勇：吉林大学车辆工程专业学士；中山大学管理学硕士。曾就职于中国三江航天集团特种车辆技术中心。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

侯世震：中南大学化学工程与工艺专业学士；兰州大学工商管理硕士。三年锂电正极材料研究经验。现为平安证券研究所汽车行业助理分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN
平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257