

汽车行业 2012 年年度报告

评级：持有 维持评级

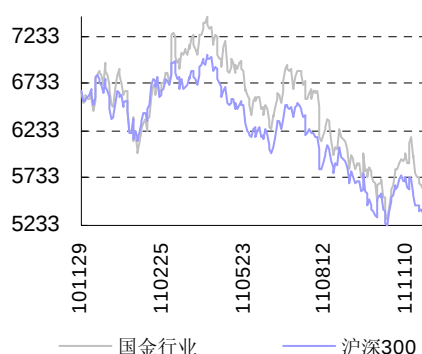
行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

销量增速回升 VS 产能大扩张

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	26.69
市场优化平均市盈率	22.26
国金能源指数	5612.95
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	5831.45



相关报告

- 1.《校车事故频发有望促进专用校车市场发展》，2011.11.20
- 2.《10 月销量出现同比下滑》，2011.11.14
- 3.《反弹有望延续,低估值是最大看点》，2011.11.7

投资建议

- **维持行业“持有”评级：**当前行业估值水平为整车 11 倍 PE，零部件 12 倍 PE，鉴于明年汽车行业可能增量不增利的判断，我们认为这一估值水平下行空间有限但也难以大幅提升。总体上，我们认为汽车板块 2012 年将缺少整体性、趋势性行情，配置建议为“标配”。
- **淡化行业、精选个股：**在缺乏整体性行情的背景下，汽车板块主要表现仍将为跟随大盘“随波逐流”，可把握的主要是市场过度悲观后的估值修复或者个别企业业绩超预期而带来的波段性、结构性机会，汽车行业比较适宜的策略只能是“淡化行业，精选个股”。
- **推荐组合：**长城汽车（601633）、宇通客车（600066）、上海汽车（600104）、庞大集团（601258）、亚夏汽车（002607）、物产中大（600704）、银轮股份（002126）、远东传动（002046）。

行业观点

- **2012 年汽车销量增速将有明显回升，但盈利增速可能赶不上销量增速：**受益于通胀水平回落以及宏观政策适度放松、北京限购等其它负面因素影响衰减，明年汽车行业增速有可能回升至 10%-15% 区间。但令人担忧的是，明年行业产能将有大幅增长，乘用车行业产能增速将达 23% 左右，由此行业整体盈利能力将难免下滑。两相权衡，我们判断明年汽车行业盈利增速将不及销量增速，部分公司难免出现增量不增利情况。
- **细分行业不乏结构性机会：**乘用车行业中，SUV 销量仍有望保持高速增长，长城等行业领先企业将可受益。商用车行业中，我们认为在宏观政策放松以及《公路安全保护条例》执行渐趋严格的条件下，重卡销量有望实现较快增长；大中型客车行业的快速增长仍有待于出口销量迸发，而受近期甘肃校车事故推动，专用校车市场有望加快发展，宇通客车有望充分受益。
- **汽车经销商仍可重点看好：**我国仍处在汽车消费普及期，汽车经销大有可为，且行业整合步伐正悄然加快。一方面，经销商可通过网点扩张实现外延式增长；另一方面，我国经销商的业务结构仍较为粗放，售后业务占比不高，随着我国汽车保有量迅速攀升，售后业务将大有潜力。
- **预测全年汽车销量增速约为 12%，销量约为 2090 万辆。预测整车板块全年总体业绩在下滑 1% 至增长 11% 之间，部分优质企业业绩增速仍可达 20% 以上。**

风险提示

- 国内通胀水平再度走高，宏观调控再度趋紧或者无实质性放松
- 国内经济增速严重下滑，导致汽车行业需求增长乏力
- 地方政府限购蔓延，汽车消费需求被人为抑制

吴文钊 分析师 SAC 执业编号：S1130511040006
(8621)61038231
wuww@gjzq.com.cn

内容目录

2012 年总体判断：盈利增速可能不及销量增速.....	4
多重因素叠加造成 2011 年增速大幅下滑	4
2012 年销量增速有望回升	6
产能大释放无法回避	8
总体预测：盈利增速可能不及销量增速	10
细分行业梳理：不乏结构性机会	11
乘用车：自主品牌压力加大，SUV 仍有望高速增长	11
重卡：调控放松及《条例》严格执行有望推动增速回升	12
大中客：出口仍为关键增长极，专用校车可能加快发展	15
汽车经销商：外延式、内涵式增长均仍大有空间	16
新能源汽车：2012 年仍将停留于主题炒作层面	18
投资策略	19
维持行业“持有”评级，建议“标配”	19
淡化行业，精选个股	19
重点公司简介	20
长城汽车：新车型放量在即，盈利能力有望保持稳定	20
上海汽车：2012 年仍有望保持较快增长	20
宇通客车：产能瓶颈解决+受益专用校车加快发展	21
庞大集团：行业增速回升有望带来公司业绩高速增长	21
亚夏汽车：区位优势得天独厚，成长空间难以限量	22
物产中大：汽贸业务积极扩张，盈利能力有望提升	22
银轮股份：可充分受益重卡行业回暖以及排放升级	22
远东传动：成长与盈利能力俱佳的非等速传动轴龙头	23

图表目录

图表 1：2011 年 1-10 月销量及全年销量预测（万辆）	4
图表 2：CPI 处于高位时，汽车销量增速往往迅速下滑	5
图表 3：02 年以来我国的 CPI、PPI 月度走势	5
图表 4：02 年以来汽车行业销量增速运行态势	5
图表 5：09 年以来汽车行业主要政策变化情况	6
图表 6：我国通胀回落态势已基本确立	6
图表 7：尽管销量增速放缓，但我国汽车保有量仍迅速提高	7
图表 8：日本在汽车快速增长期的销量增速表现	7
图表 9：韩国在汽车快速增长期的销量增速表现	7

图表 10: 乘用车行业近年产能及增速预测	8
图表 11: 主要合资企业近年产能及预测 (辆)	8
图表 12: 主要自主品牌企业近年产能及预测	9
图表 13: 行业近年产能利用率及预测	9
图表 14: 2012 年分车型销量预测 (万辆)	10
图表 15: 乘用车板块近年净利润率走势 (归属母公司)	10
图表 16: 商用车板块近年净利润率走势 (归属母公司)	10
图表 17: 乘用车自主品牌市场份额变化情况	11
图表 18: 自主品牌主要企业 1-10 月份销量累计增速	11
图表 19: SUV 增速往往大幅超越乘用车整体水平	12
图表 20: SUV 占乘用车比例逐步提高	12
图表 21: 今年以来重卡销量增速走势	13
图表 22: 重卡销量增速与 M1、M2 增速高度相关	14
图表 23: 《公路安全保护条例》空前加大了治超限超载力度	14
图表 24: 近年重卡销量、保有量及预测	14
图表 25: 2011 年 1-10 月大中客行业主要企业销量及增速情况	15
图表 26: 客车月度出口量及增速	16
图表 27: 我国客车出口以亚洲、非洲为主要区域	16
图表 28: 2010 年前 10 大经销商市场份额	16
图表 29: 2010 年底国内各省 (市) 的 4S 店数量 (家)	17
图表 30: 中美日三国汽车经销商收入结构对比	17
图表 31: 国内外经销商收入结构对比 (2010)	18
图表 32: 国内外经销商毛利结构对比 (2010)	18
图表 33: 近年来我国新能源乘用车月度销量及增速	18
图表 34: 近年来我国新能源商用车月度销量及增速	18
图表 35: 汽车板块估值水平已处于历史最低位附近	19
图表 36: 汽车板块重点公司最新估值与投资评级	24

2012 年总体判断：盈利增速可能不及销量增速

多重因素叠加造成 2011 年增速大幅下滑

- 今年以来，我国汽车销量增速出现了大幅下滑，4、5、10 月份更出现了极为罕见的负增长局面。毫无疑问，今年我国汽车行业的低速增长已成定局，我们预测 2011 年全年销量将为 1864 万辆左右，增速约为 3.3%。具体到上市公司业绩，我们预测全年整车板块净利润基本将为 0 增长，其中乘用车板块净利润增长约 8%，商用车板块则可能下滑 17%。

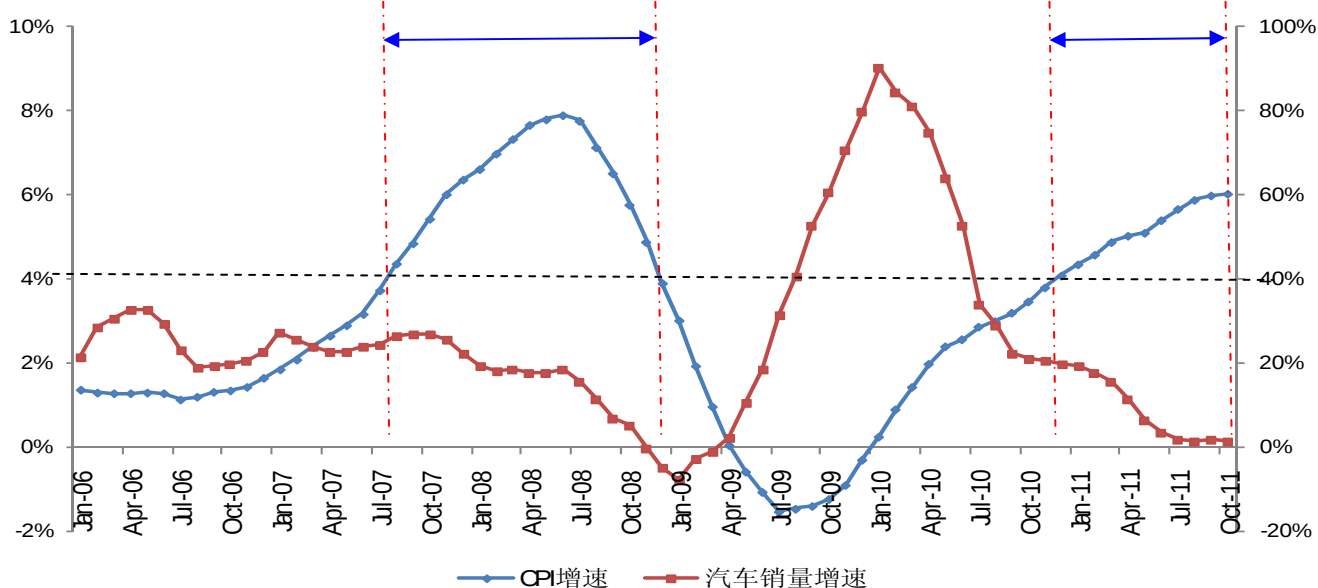
图表1：2011 年 1-10 月销量及全年销量预测（万辆）

	2010年销量	11年前10月销量	11年前10月增速	销量2011E	增速2011E
汽车合计	1,804.2	1,518.8	3.5%	1864	3.3%
乘用车合计	1,374.9	1,178.6	6.2%	1474	7.2%
轿车	949.4	824.9	8.0%	1035	9.0%
MPV	44.5	40.6	14.6%	51.3	15.2%
SUV	131.8	128.4	21.3%	162	23.0%
交叉车型	249.2	184.7	-9.8%	226	-9.3%
商用车合计	429.3	340.4	-4.9%	390	-9.1%
重型卡车	101.5	76.9	-10.4%	90	-11.3%
中型卡车	27.3	24.0	3.1%	29.0	6.3%
轻型卡车	195.3	159.1	-2.1%	173	-11.3%
微型卡车	60.9	40.7	-19.0%	48	-20.5%
大型客车	6.9	5.6	5.5%	7.00	1.8%
中型客车	9.0	7.1	-0.2%	9.50	5.6%
轻型客车	28.4	27.0	14.8%	33.0	16.1%

来源：CAAM、国金证券研究所

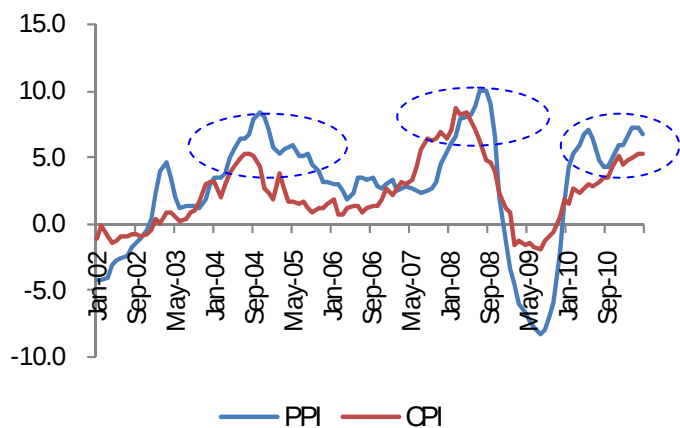
- 我们一直认为，造成今年汽车行业大幅下滑的根本原因是高通胀以及由此引起的紧缩性调控。我们将这一判断逻辑重述如下：
 - 从理论上而言，汽车行业是产值很高、产业链很长的国民经济支柱产业，其景气状况与宏观经济形势必然密不可分，两者的景气周期也高度一致。当宏观经济因高通胀以及紧缩政策面临下滑时，汽车行业也必然遭遇景气下滑。一方面，从需求角度，高通胀和紧缩政策将直接削弱消费者的购买力和购买意愿，从而影响乘用车需求，紧缩政策通常也意味着信贷收紧和投资的抑制从而也将直接影响商用车需求；另一方面，从成本角度，高通胀将直接增大汽车厂商的成本上升压力，而且这一压力较难转嫁，由此汽车行业的盈利能力也必然受到削弱。
 - 从近 10 年来汽车行业的实际运行态势中也可看出汽车行业与宏观经济形势的高度相关性。02 年以来，汽车行业在 04-05 年、08 年都出现了大幅下滑状况，其中 04-05 年的宏观背景就是高通胀以及持续的、严厉的宏观调控，08 年上半年也是如此，下半年则又增加了国际金融危机的影响。

图表2: CPI 处于高位时, 汽车销量增速往往迅速下滑



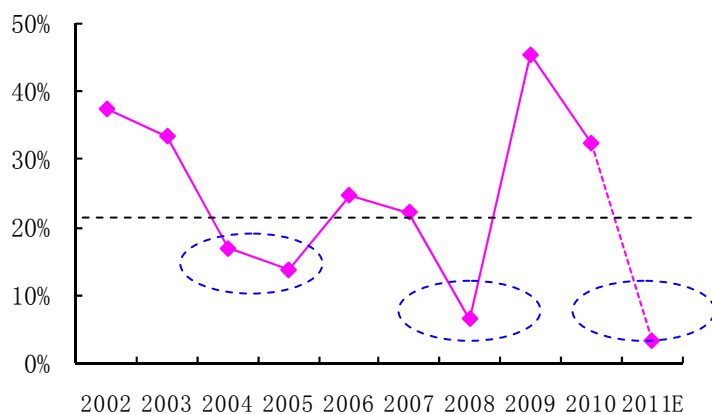
来源: wind、国金证券研究所

图表3: 02 年以来我国的 CPI、PPI 月度走势



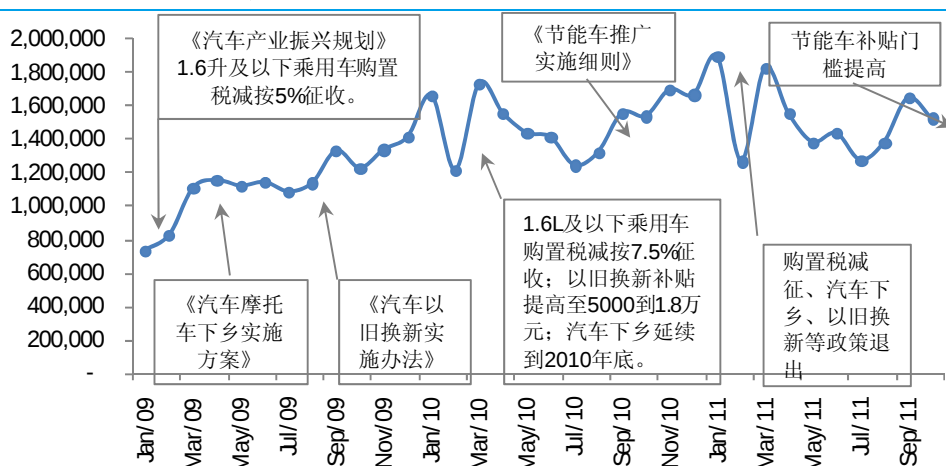
来源: CAAM、国金证券研究所

图表4: 02 年以来汽车行业销量增速运行态势



- 刺激政策退出、北京限购、日本地震等因素加剧了行业的调整幅度。购置税减征、汽车下乡、“以旧换新”等一系列政策无疑是促进过去两年汽车行业高速增长的重要原因, 而这些政策在去年底的悉数退出自然也加剧了今年汽车行业的调整幅度。此外, 北京限购、日本地震也在客观上影响了今年行业销量。我们测算, 政策退出造成的今年行业销量减少量为 20-30 万辆, 北京限购的影响量也为 20-30 万辆, 日本地震的则为 10-20 万辆, 以上三者合计为 50-80 万辆, 影响行业增速为 2.8-4.3%。正是高通胀以及上述多重因素的叠加造成了今年汽车行业增速的大幅下滑。

图表5：09年以来汽车行业主要政策变化情况

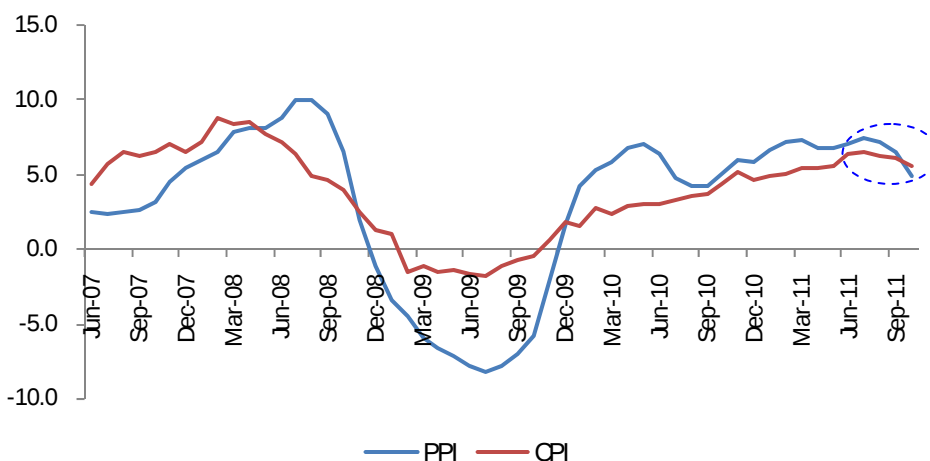


来源：国金证券研究所

2012 年销量增速有望回升

- **通胀逐渐回落，紧缩政策调整可期。**今年 10 月份我国 CPI 已降至 5.5%。至此我国 CPI 已连续 3 个月回落，通胀下行的趋势已经基本确立。按照国金宏观团队的预测，2012 年我国通胀形势将较为温和，全年 CPI 将为 3% 左右。此外，10 月份开始国家已明确将对宏观政策进行预调微调，紧缩性政策的适度调整已经开始。由此可见，高通胀以及紧缩性调控这一压制汽车行业的根本性制约力量已趋于衰减，明年汽车行业所处的宏观环境将远好于今年，这无疑有助于汽车销量增速的回升。

图表6：我国通胀回落态势已基本确立



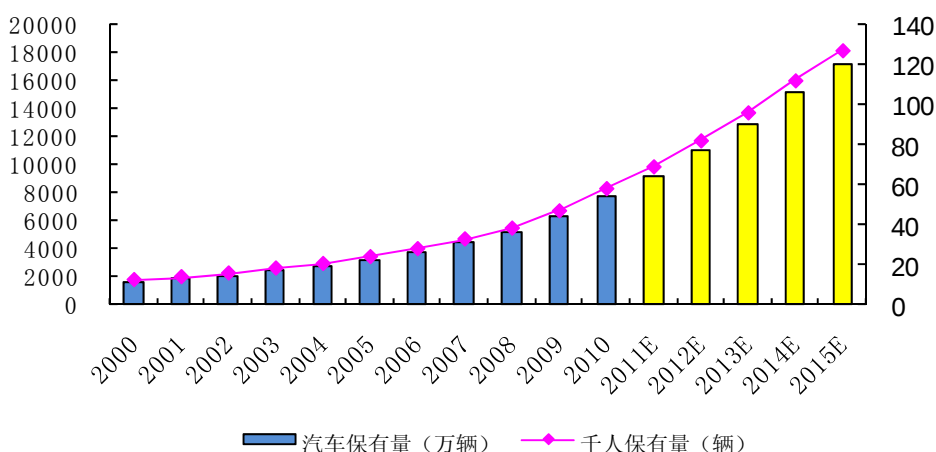
来源：wind、国金证券研究所

- **政策退出、北京限购、日本地震等方面的影响将基本消除。**随着时间推移，任何政策或突发事件的影响都将逐渐衰减，汽车行业刺激政策的退出以及日本地震都不例外。目前，节能车补贴政策门槛虽已提高但仍可对行业销量增长起到一定的促进左右，而日系车的市场供应则已在 8、9 月份基本恢复正常。就北京的限购政策而言，这一政策虽仍难以取消但今年 8 月份开始实行的鼓励老旧汽车更新淘汰政策已经大为减轻限购对北京汽车销量的影响。目前，北京每月的老旧汽车置换更新量已达到约 1.1 万辆，

明年则有望达到约 2 万辆，由此北京明年的汽车销量将较今年有所增长，北京汽车销售对全行业销量增长的贡献也将由负转正。

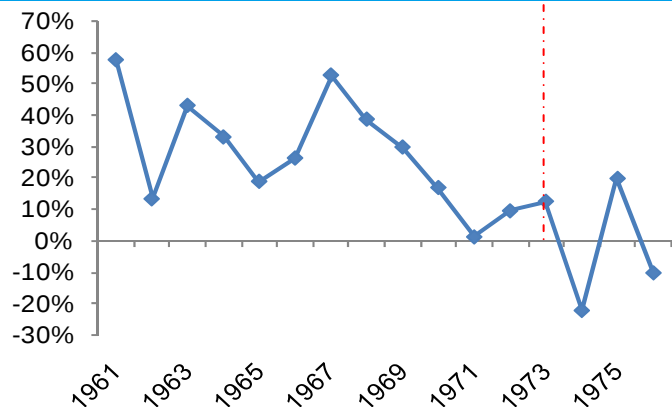
- **增速将有回升但难以重现高速增长。**从以上两点来看，明年我国汽车销量增速将有所回升。但需说明的是，我们认为回升的幅度不至于特别迅猛，2012 年汽车行业难以重现 20% 以上的高增长，10-15% 则是大概率区间。
 - 尽管今年我国汽车销量增速已大幅下滑，但庞大的销量规模仍将使汽车保有量大幅增加。我们预测今年底我国汽车保有量将达到约 9200 万辆，千人保有量则将达 68 辆。未来数年内，即使汽车销量仅保持 10% 左右的复合增速，到 2015 年我国汽车保有量也将达 1.6 亿辆左右，千人保有量则将达到约 120 辆，届时我国汽车行业的快速增长长期或将结束，这也是日韩等国汽车行业发展的历史经验。由此可见，我国当前已处于汽车行业快速增长的中后期。
 - 无论从行业发展的正常规律还是日韩等汽车发达国家的历史经验出发，都可看出在经历高速增长之后汽车销量增速逐渐回落都是大势所趋。由此可见，我国汽车行业高速增长的时代也已渐行渐远。2002-2010 年间，我国汽车销量复合增速约为 22%，未来数年的销量增速必然低于这一数值，我们预测 10-15% 为大概率区间，2012 年增速也不例外。

图表7：尽管销量增速放缓，但我国汽车保有量仍迅速提高



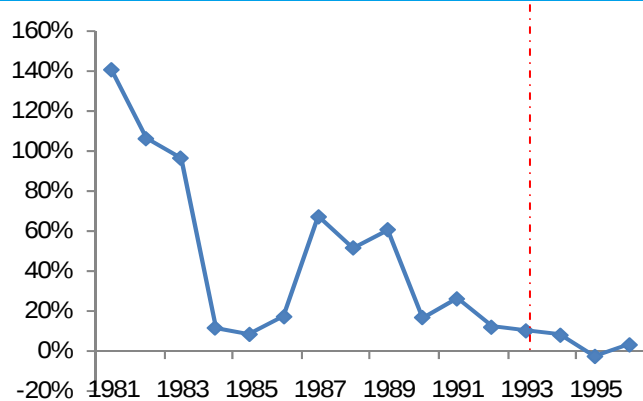
来源：CAAM、国金证券研究所

图表8：日本在汽车快速增长期的销量增速表现



来源：CEIC、国金证券研究所

图表9：韩国在汽车快速增长期的销量增速表现



产能大释放无法回避

- 09-10 年汽车行业超预期的高速增长使不少企业都遭遇了产能瓶颈，从而也刺激了企业的产能扩张欲望。尤其在 2010 年，几乎所有企业都开始了颇为宏伟的产能扩张步伐，随着 2 年左右的建设期结束，行业新增产能将在 2012 年开始集中释放。根据我们测算，2012 年仅乘用车行业产能就将达到 2007 万辆，较 2011 年净增 381 万辆，增速达 23%。
- 根据我们对 42 家主流企业（涵盖乘用车行业总销量 95% 以上，有充分代表性）的产能统计，自主品牌 2012 年产能将为 1036 万辆，较今年增加 130 万辆，增速仅为 14%。合资企业明年产能则为 971 万辆，较今年增加 251 万辆，增速约为 35%。
- 与市场普遍认识不同的是，从以上数据可以发现 2012 年产能增加最为显著的是合资企业而非自主品牌。究其原因，自主品牌企业近几年扩张一直较为激进，2010、2011 年其产能已有大幅增加，2012 年增幅倒不显著，而合资企业普遍在去年才开始产能扩张，产能的集中释放也就集中在了 2012 年。

图表10：乘用车行业近年产能及增速预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
乘用车行业总产能	1230	1439	1626	2007	2184
增速		16.99%	13.00%	23.43%	8.82%
其中：自主品牌	584	737	906	1036	1113
增速		26.20%	22.93%	14.35%	7.43%
其中：合资企业	646	702	720	971	1071
增速		8.67%	2.56%	34.86%	10.30%

来源：国金证券研究所

图表11：主要合资企业近年产能及预测（辆）

公司	2009	2010	2011	2012E	2013E
一汽大众	680,000	810,000	810,000	1,010,000	1,410,000
上海通用	760,000	760,000	760,000	1,000,000	1,000,000
上海大众	700,000	700,000	700,000	1,260,000	1,260,000
北京现代	600,000	600,000	600,000	900,000	900,000
一汽丰田	495,000	510,000	510,000	610,000	710,000
东风日产	460,000	480,000	480,000	780,000	780,000
广州本田	360,000	360,000	480,000	480,000	480,000
东风神龙	450,000	450,000	450,000	450,000	600,000
东风悦达起亚	280,000	330,000	430,000	430,000	430,000
长安福特马自达	410,000	410,000	410,000	600,000	600,000
广州丰田	380,000	380,000	380,000	380,000	380,000
昌河铃木	260,000	310,000	310,000	310,000	310,000
东风本田	200,000	240,000	240,000	300,000	360,000
郑州日产	86,000	206,000	206,000	286,000	380,000
长安铃木	200,000	200,000	200,000	200,000	350,000
华晨宝马	40,000	75,000	100,000	200,000	200,000
北京奔驰	100,000	100,000	100,000	150,000	200,000
东风裕隆	-	-	30,000	120,000	120,000
广汽菲亚特	-	-	-	140,000	140,000
广汽三菱	-	-	-	100,000	100,000
合资品牌小计	6,461,000	6,921,000	7,196,000	9,706,000	10,710,000
增幅		7.1%	4.0%	34.9%	10.3%

来源：国金证券研究所

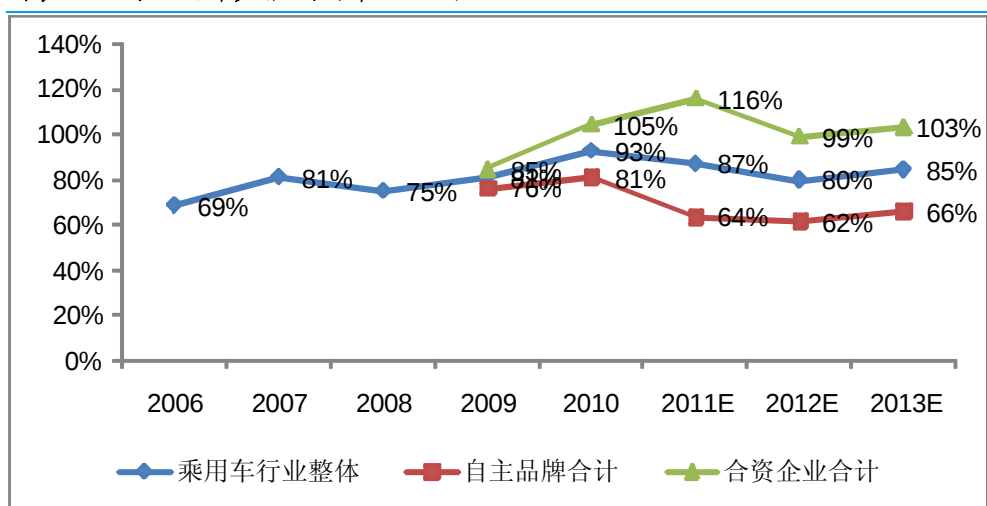
图表12: 主要自主品牌企业近年产能及预测

公司	2009	2010	2011	2012E	2013E
长安汽车	860,000	1,400,000	1,680,000	1,950,000	1,950,000
通用五菱	652,000	652,000	902,000	1,102,000	1,222,000
奇瑞汽车	650,000	700,000	900,000	1,270,000	1,320,000
比亚迪	440,000	760,000	810,000	810,000	810,000
吉利汽车	450,000	550,000	680,000	740,000	790,000
华晨中华	260,000	290,000	440,000	440,000	440,000
长城汽车	210,000	280,000	420,000	520,000	520,000
海马汽车	360,000	360,000	360,000	360,000	510,000
一汽夏利	200,000	200,000	350,000	350,000	350,000
上汽乘用车	250,000	340,000	340,000	340,000	340,000
一汽轿车	200,000	300,000	300,000	400,000	400,000
哈飞汽车	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
江淮汽车	240,000	240,000	300,000	300,000	500,000
众泰汽车	120,000	200,000	300,000	300,000	400,000
华泰汽车	70,000	120,000	270,000	270,000	270,000
东南汽车	150,000	150,000	180,000	300,000	300,000
力帆汽车	140,000	140,000	140,000	220,000	320,000
北汽制造	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
广州汽车	-	100,000	100,000	100,000	100,000
广汽长丰	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
江铃控股	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
一汽集团	40,000	40,000	40,000	40,000	40,000
自主品牌小计	5,842,000	7,372,000	9,062,000	10,362,000	11,132,000
增幅		26.2%	22.9%	14.3%	7.4%

来源: 国金证券研究所

- 根据上节分析, 明年汽车销量增长幅度将在 10-15%之间, 这显然不及行业产能的扩张幅度。由此明年行业产能利用率将出现明显下滑, 这也意味着行业整体盈利能力有可能出现明显下降。根据我们测算, 明年行业整体产能利用率将约为 80%, 较今年下降 7 个百分点。值得注意的是, 尽管合资企业明年产能扩张较大, 但其产能利用率仍将远高于自主品牌企业, 我们测算其产能利用率仍高达约 99%, 供应仍然偏紧, 而自主品牌企业则仅为 62%。

图表13: 行业近年产能利用率及预测



来源: 国金证券研究所

总体预测：盈利增速可能不及销量增速

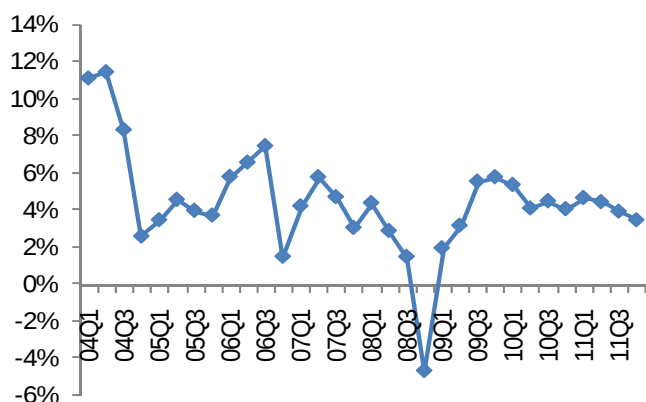
- 综合前面分析，我们认为明年行业将有喜有忧，机遇与挑战并存。最为可喜的是行业销量增速将有所回升，而最值得担忧的则是乘用车产能的扩张幅度将远超需求增长，行业整体盈利能力将有所下降。两相权衡，我们预测明年汽车行业盈利增速可能赶不上销量增速，部分公司难免出现增量不增利情况。
- 我们预测明年乘用车行业销量增速将达约 13%，但行业整体净利率有可能下滑 0.3-0.5 个百分点，由此乘用车板块全年业绩增速将在 0 至 11%之间。
- 预测 2012 年商用车行业销量增速仍将低于乘用车，增速约为 10%。尽管商用车行业的产能扩张不如乘用车突出，但迄今为止其盈利水平仍处于历史较高水平，我们预测这一盈利水平在未来 1-2 季度内仍将面临下滑，随后则将有所回升。总体预测明年商用车板块整体盈利能力将与今年基本持平或略有下滑，由此预测商用车板块全年业绩在下滑 2%与增长 12%之间。
- 综合来看，我们预测 2012 年全年汽车销量将达到 2093 万辆，增长 12%，全年整车板块总体业绩增长将在下滑 1%至增长 11%之间。

图表14：2012 年分车型销量预测（万辆）

	2010年销量	销量2011E	增速2011E	销量2012E	增速2012E
汽车合计	1,804.2	1864	3.3%	2093	12.27%
乘用车合计	1,374.9	1474	7.2%	1665	12.92%
轿车	949.4	1035	9.0%	1159	12.00%
MPV	44.5	51.3	15.2%	59	15.00%
SUV	131.8	162	23.0%	203	25.00%
交叉车型	249.2	226	-9.3%	244	8.00%
商用车合计	429.3	390	-9.1%	428	9.79%
重型卡车	101.5	90	-11.3%	99	10.00%
中型卡车	27.3	29.0	6.3%	31	7.00%
轻型卡车	195.3	173	-11.3%	191	10.00%
微型卡车	60.9	48	-20.5%	52	8.00%
大型客车	6.9	7.00	1.8%	8	8.00%
中型客车	9.0	9.50	5.6%	10	5.00%
轻型客车	28.4	33.0	16.1%	38	15.00%

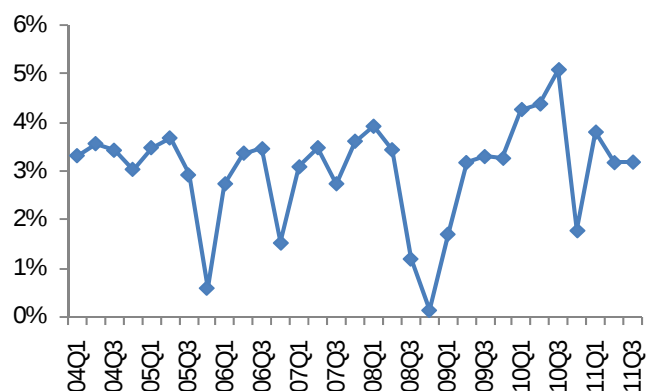
来源：CAAM、国金证券研究所

图表15：乘用车板块近年净利润率走势（归属母公司）



来源：CAAM、国金证券研究所

图表16：商用车板块近年净利润率走势（归属母公司）

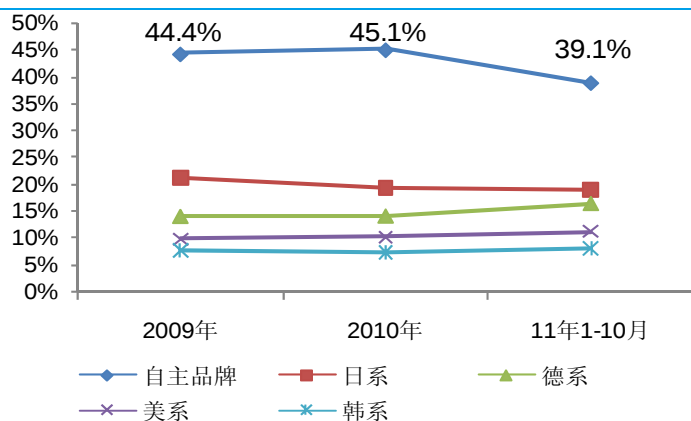


细分行业梳理：不乏结构性机会

乘用车：自主品牌压力加大，SUV 仍有望高速增长

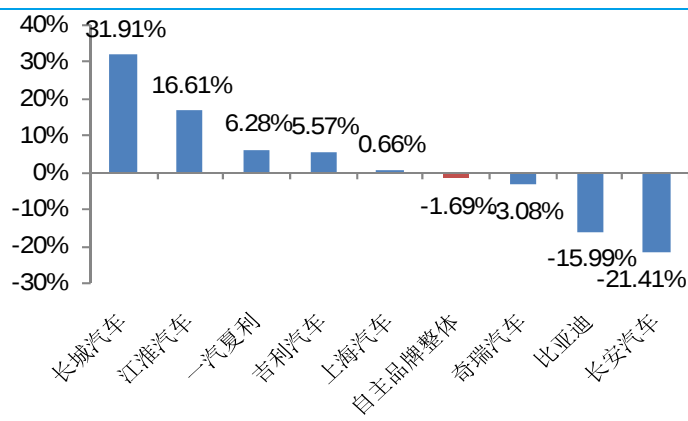
- 在行业整体增速大幅下滑的背景下，企业间表现分化将明显加剧。今年以来，乘用车市场最为显著的特征之一就是自主品牌企业可谓遭遇了集体困境，市场表现远远逊色于合资企业。
- 1-10 月，我国乘用车整体销量增速为 6.17%，但自主品牌整体销量则同比下滑 1.69%。与此同时，自主品牌乘用车市场份额也出现了明显的下滑，1-10 月为 42.12%，比去年全年下滑 3.27 个百分点。在主要的自主品牌企业中，也仅有长城汽车因为主打的细分市场增速较快且公司轿车业务去年下半年才正式放量因而仍然保持高速增长。
- 我们认为，导致今年自主品牌遭遇集体困境的关键原因是两者间仍然显著的品牌和品质差距。尽管已取得了长足进步，但自主品牌与合资企业之间在品牌和产品品质上的差距仍然显而易见。与合资企业外方合作伙伴长达数十年乃至上百年的历史积淀相比，自主企业的品牌知名度和号召力无疑大打折扣，一些自主企业惯用的低质低价竞争策略也已在客观上损害了自主品牌产品整体的品质和品牌形象。此外，近几年来合资企业产品线已逐渐下探，不断推出低价车型冲击中低端市场。在行业整体增速大幅下降的背景下，市场供需关系已远不如 09-10 年间有利于生产企业，大潮退去后自主品牌企业遭遇困境也就在所难免。
- 值得说明的是，我们认为自主品牌当前遭遇的集体困境不会是短期现象，如果没有特别有利于自主品牌的扶持政策出台，这种困境短期内很难有明显改观。总体而言，由于年销量规模已经高达近 1900 万辆，汽车保有量快速增长对能源、交通、环保等多方面的压力也已空前加剧，我国汽车销量很难再保持以往的快速增长，由此也意味着汽车市场的竞争激烈程度仍会进一步加剧，而自主品牌企业缩小同合资企业的品质和品牌差距是难以在短期内完成的。

图表17：乘用车自主品牌市场份额变化情况



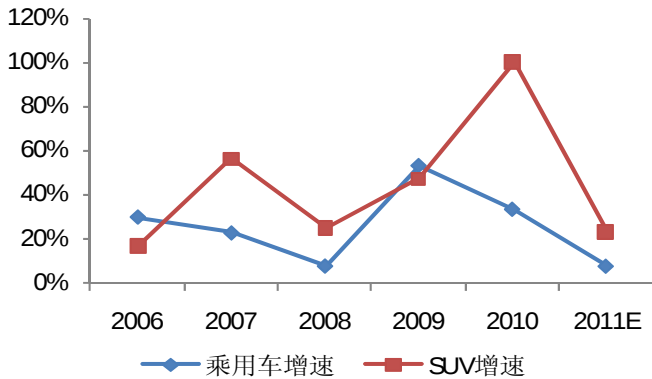
来源：CAAM、国金证券研究所

图表18：自主品牌主要企业 1-10 月份销量累计增速



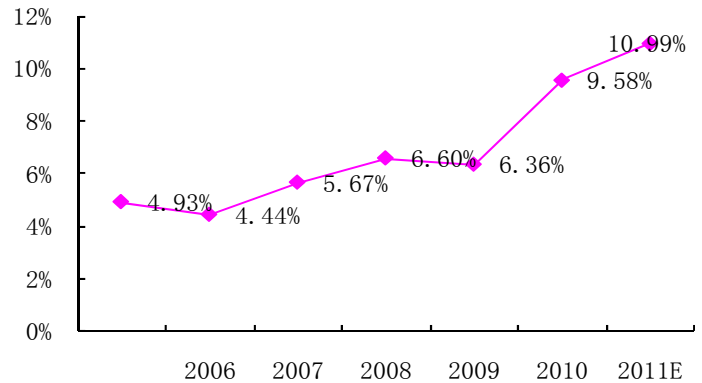
- SUV 增速有望继续领跑。06 年以来，SUV 始终保持了高速增长，且增速往往大幅超越乘用车整体水平，我们预测 2011 年 SUV 增速将达约 23%，在所有细分行业中排名第一。这正是 SUV 产品自身优势的体现，其兼具良好运动性与舒适性且富于个性化的特征正赢得越来越多消费者尤其是二次购车者的青睐。另一方面，SUV 在我国仍属于小众车型，占乘用车总销量的比例尽管提升较快但也仍仅为 11% 左右，远不及美国的 30% 以上。由此我们认为 SUV 车型的高速增长势头仍可延续，我们预测 2012 年 SUV 增速将为 26%，继续领跑各细分行业。

图表19: SUV 增速往往大幅超越乘用车整体水平



来源: CAAM, 国金证券研究所

图表20: SUV 占乘用车比例逐步提高

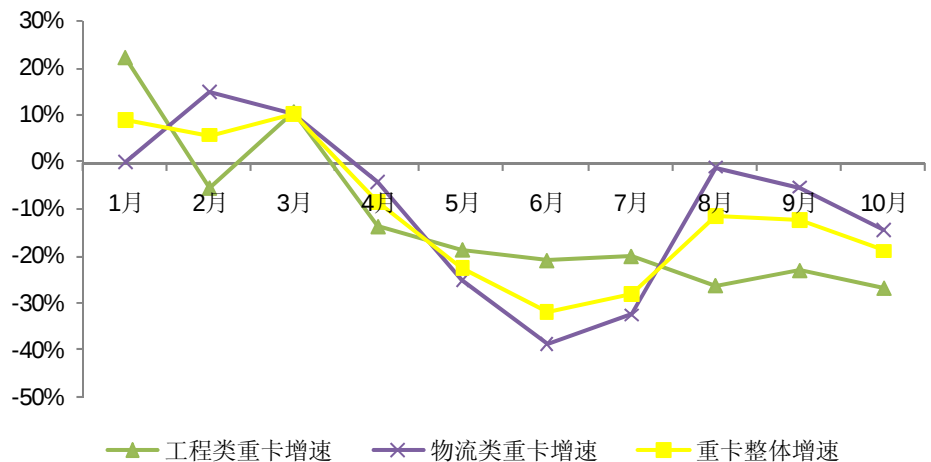


- **MPV 有望保持较快增速。**MPV 也是乘用车中增长较快的细分行业, 2011 年销量增速约为 15%, 明显高于乘用车行业整体增速 7%。究其原因, 我们认为是 MPV 领域家用化趋势增强的结果, MPV 最为突出的特征就是空间宽敞, 一些消费者为了满足家庭需要, 已开始将 MPV 选为家庭用车。尤其是近两年来, 生产企业也开始推出更加适合家庭使用的中小型 MPV, 由此进一步促进了 MPV 的较快增长。我们预测 2012 年 MPV 销量增速仍可达 15% 左右, 继续高于乘用车行业整体水平。
- **微客增速仍将相对较低。**在 09-10 年间, 由于购置税减征以及汽车下乡等扶持政策, 微客实现了较高增速。但随着扶持政策退出, 今年以来微客销量迅即大幅下滑。由于农村消费者以及个体户购买此类车型都主要用于生产经营活动, 微客在实质属性上更接近于商用车, 在没有特别扶持政策的背景下, 微客增速难以超越乘用车整体增速。我们预测明年微客增速约为 8%, 销量约为 244 万辆。

重卡: 调控放松及《条例》严格执行有望推动增速回升

- 今年以来重卡市场需求出现了大幅萎缩, 尽管 7、8 月份重卡销量降幅曾出现连续回升但最近两个月增速又开始下降, 可以说当前重卡市场需求并未出现明显好转。我们预测全年重卡销量为 90 万辆左右, 同比增速为下滑 11%。
- 造成今年重卡销量大幅下滑的原因, 我们认为首要的仍是高通胀以及由此引起的紧缩性调控。作为典型的投资品, 重卡市场需求与宏观经济高度相关且波动很大, 紧缩性调控势必严重冲击重卡市场的需求增长。其次, 高油价、低运价以及层出不穷的各种乱收费现象导致重卡用户盈利能力的大幅下降也是造成重卡市场需求萎缩的重要原因; 此外, 重卡市场历来易受行业政策的影响, 今年下半年开始实施的《公路安全保护条例》也在客观上加剧了用户对重卡市场观望态度, 进一步抑制了重卡销量增长。

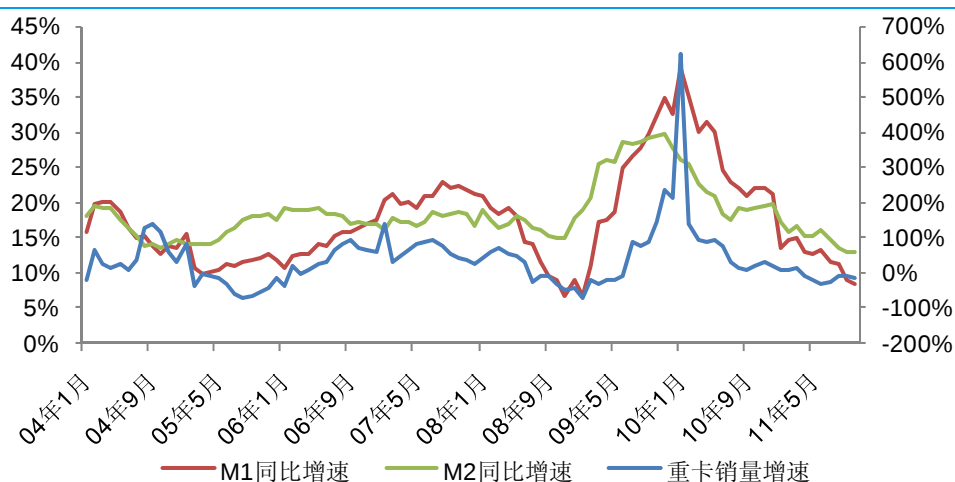
图表21: 今年以来重卡销量增速走势



来源: CAAM、国金证券研究所

- 重卡市场最为显著的特征是与宏观经济走势高度相关且易受行业政策的影响, 波动很大。若剔除行业政策的扰动影响, 分析重卡市场的变化趋势便可集中于宏观经济走势的判断。而对重卡这一主要依赖投资拉动的行业而言, 货币供应量的增减更将直接影响重卡需求走势。我们发现, 重卡销量增速与 M1、M2 增速高度相关, 且后两者还具有一定领先性, 完全可以作为判断重卡市场需求变化的领先指标。
- 从宏观经济形势以及行业政策影响两方面出发, 我们预测明年重卡市场需求将有明显回升, 预测 2012 年重卡销量将增长 10% 左右, 销量将接近 100 万辆。
 - 从宏观经济走势尤其是 M1、M2 增速变化趋势来看, 当前我国已明确将对宏观政策进行预调微调, 货币政策的适度放松事实上已在进行。由此可见, 2012 年我国 M1、M2 增速将有望回升, 这无疑也将有利于重卡销量增速的回升。
 - 从行业自身政策出发, 目前对重卡行业有重大影响的政策无疑是《公路安全保护条例》。尽管《条例》在短期内造成了客户观望情绪的加重, 但《条例》突出的是空前加大了对超载的处罚力度, 从中长期来看, 《条例》将迫使目前仍较为普遍的超载现象逐渐减少从而带来部分新增运力需求。据我们了解, 重卡行业平均超载幅度仍达 30% 左右, 这也意味着若完全杜绝超载, 理论上重卡市场需求将有望增长 30%。目前, 各地对《条例》的执行已渐趋严格, 客户观望情绪渐消。由此也可预见, 《条例》对重卡需求行业的影响将由今年的负面转为正面。
 - 除此之外, 从用户盈利能力变化的角度也可预测明年重卡市场将有所回升。目前, 公路货运价格已有企稳回升迹象, 成品油价已有下调, 降低过桥过路费则已被国务院明确列为了促进物流业健康发展的若干措施之一, 由此重卡用户的盈利水平已有望逐步改善, 购车意愿也将逐渐增强。

图表22：重卡销量增速与 M1、M2 增速高度相关



来源：wind、国金证券研究所

图表23：《公路安全保护条例》空前加大了治超限超载力度

	《公路安全保护条例》	《条例》前查超限
处罚力度更大	1年内违法超限运输超过3次的货运车辆，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，由责令其停止从事营业性运输；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，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。	查超限以罚款为主，各地标准不一，无吊销营运证等措施
查超限范围更广	国务院颁布法令，交通部下发专项工作通知，全国主要省市均实施专项治理，部分省市协同工作	各地区独立执行，查超限以主要高速公路为主

来源：国金证券研究所

- 值得说明的是，《条例》实行后，用户对重卡种类的偏好已明显转向轻量化车型，这一结构性变化有可能在明年体现得更为明显。在轻量化领域技术储备充足、研发能力强的企业将受益于这一趋势，增长有望超越行业整体水平，反之则可能远落后于行业增长水平。此外，“国四”排放标准的实行在 2012 年已经基本无望，但我们认为具体实施时点的仍有望在明年明确，届时威孚高科、银轮股份等受益企业仍有望获得估值提升。

图表24：近年重卡销量、保有量及预测

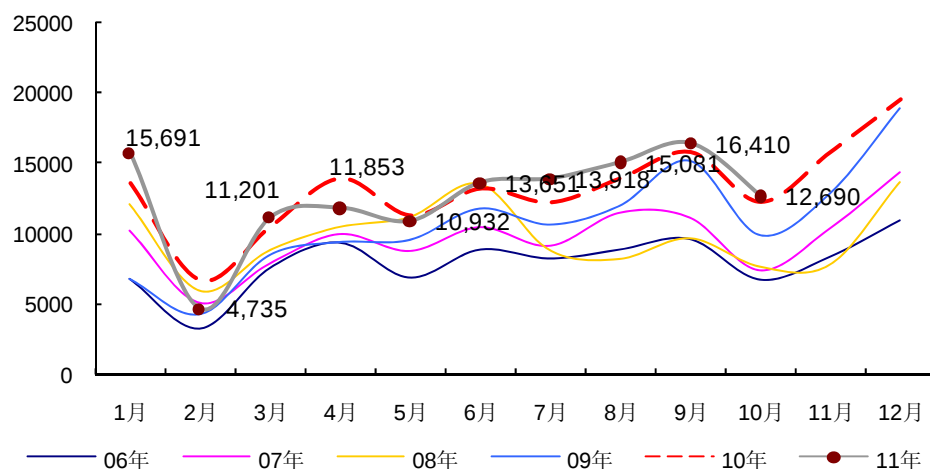
	2008年	2009年	2010年	2011E	2012E
重卡销量(辆)	541,510	635,739	1,014,966	900,000	989,128
销量增速	11.8%	17.4%	59.7%	-11.3%	9.9%
重卡保有量(辆)	2,703,950	3,150,412	3,948,000	4,650,600	5,360,692
新增保有量(辆)	403,482	446,463	797,588	702,600	710,092
保有量增速	17.5%	16.5%	25.3%	17.8%	15.3%
当年报废更新量(辆)	138,028	189,276	217,378	197,400	279,036
全社会固定资产投资(亿元)	172,828	224,599	278,122	344,871	413,845
增速	25.9%	30.0%	23.8%	24.0%	20%
新增投资(亿元)	35,505	51,770	53,523	66,749	68,974
固定资产投资总额/保有量(百万元/辆)	639	713	704	742	772
报废率	6.0%	7.0%	6.9%	5.0%	6.0%

来源：CAAM、国金证券研究所

大中客：出口仍为关键增长极，专用校车可能加快发展

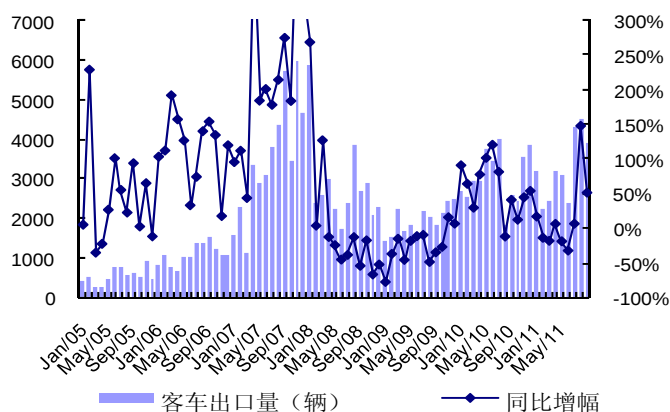
- 大中型客车市场已非常成熟，需求稳定，近几年来已趋于低速增长。截止1-10月，大中型客车销量增长仅2.33%，但企业间的分化表现非常显著。宇通的行业龙头地位非常稳固，销量增速远超行业整体水平。
- 总体而言，大中型客车国内需求已不具备快速增长的潜力，行业整体的快速增长只能冀望于海外市场。所幸的是，我国大中客已具备较强的国际竞争力并已成为我国汽车行业中出口比例最高的种类，海外需求完全可以带动行业整体销量的快速增长。2007年大中客出口比例曾达到约36%，2010年，大中客出口量达到3.65万辆，增速高达57%，出口占比也达到23%，成为了推动大中客行业2010年增长22%的主导力量。我们预测，2012年中大客出口仍有望保持较高增速。
- 特别值得一提的是，近期甘肃发生的惨烈的校车事故引起了广泛关注，实际上类似事故近几年一直频繁发生，我们认为这将在一定程度上促进国内专用校车市场的发展，宇通、中通等率先推出专用校车的企业有望从中受益。
- 据统计，美国目前校车保有量约为50万辆，每年运送2500万名学生。我国中小学学生、幼儿园学童数量接近1.8亿人，仅按30%的学生需要乘坐校车，参照美国数据，理论上我国校车需求量在100万辆以上。但实际上，我国目前满足要求的校车仅为1万辆左右，专用校车需求增长潜力巨大。
- 校车事故的频发必将强化相关部门对校车标准的执行和监管，甚至进一步提高安全标准，各级政府也有望逐渐加大对校车采购的财政支持。目前国内已有浙江德清县、山东威海市、山东无棣县、辽宁本溪市桓仁县、黑龙江鸡西市、陕西西安市阎良区等6个县区已被教育部列为中小学校车运营管理试点地区，此外青岛、重庆、北京、拉萨等其它一些城市也已开始由政府补贴采购专用校车。
- 专用校车市场发展进程取决于政府的决心以及财力支持。尽管目前仅有少数地方采购专用校车，但教育部在上市6个县区开展试点已表明了政府解决校车问题的决心，且最近教育部发言人已明确说明国家相关部委正在制度国家级的校车制度，由政府出资补贴购买具有更高安全技术条件的专用校车也是明确的方向。“星星之火、可以燎原”，我们认为专用校车的加速发展已非空中楼阁，这或许是未来大中型客车国内需求增长的最大亮点。

图表25：2011年1-10月中大客行业主要企业销量及增速情况



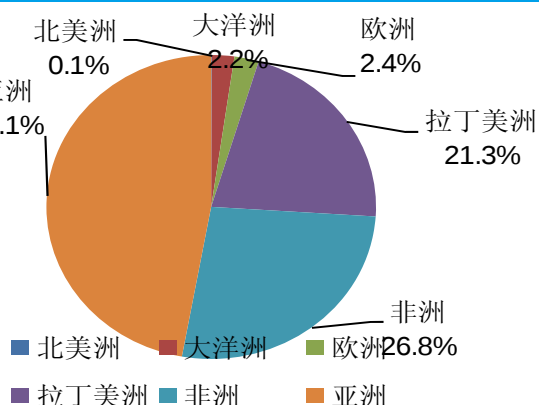
来源：CAAM、国金证券研究所

图表26：客车月度出口量及增速



来源：CAAM、国金证券研究所

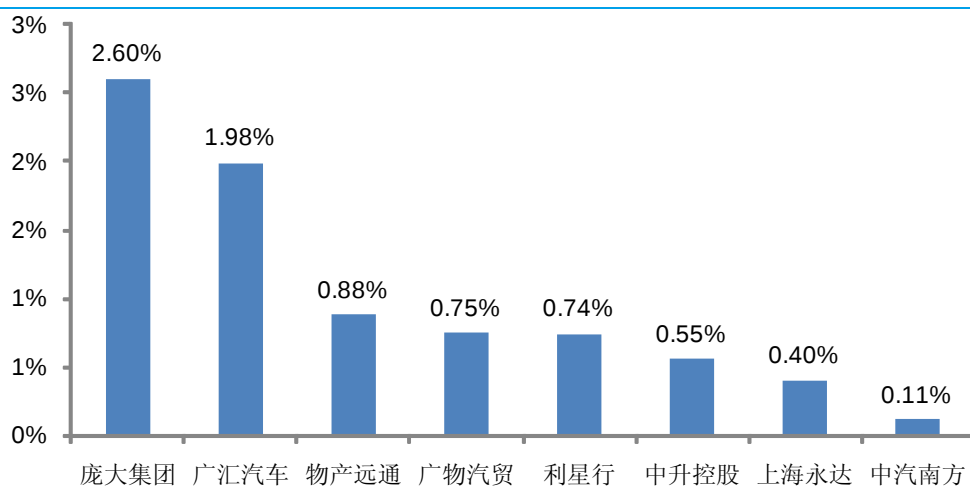
图表27：我国客车出口以亚洲、非洲为主要区域



汽车经销商：外延式、内涵式增长均仍大有空间

- 汽车经销行业在我国仍处于快速发展之中，目前各大经销商均忙于“跑马圈地”但行业集中度仍然很低。随着行业领先企业的纷纷上市，我们认为领先经销商的扩张速度以及行业整合进程都将明显加快。
- 网点扩张仍大有空间。总体而言，我国仍处于汽车消费快速增长期之中，尤其是中西部地区、二三线城市增长潜力更大。我国当前的 4S 店也主要仍集中于东部发达城市，其它地区网点数明显不足，也正因此近两年来各大汽车均普遍强调“渠道下沉”，加大对中西部地区、二三线城市的网络覆盖。不难看出，我国汽车经销商的网点规模仍有巨大成长空间。此外，随着行业竞争加剧，我们发现汽贸行业整合步伐已悄然加快，有抱负的行业优质企业有望充分受益这一趋势的加强。今年以来，庞大、物产中大等公司都在通过并购方式加速网点扩张，正通汽车更在今年 8 月份收购了行业排名前 10 的中汽南方。

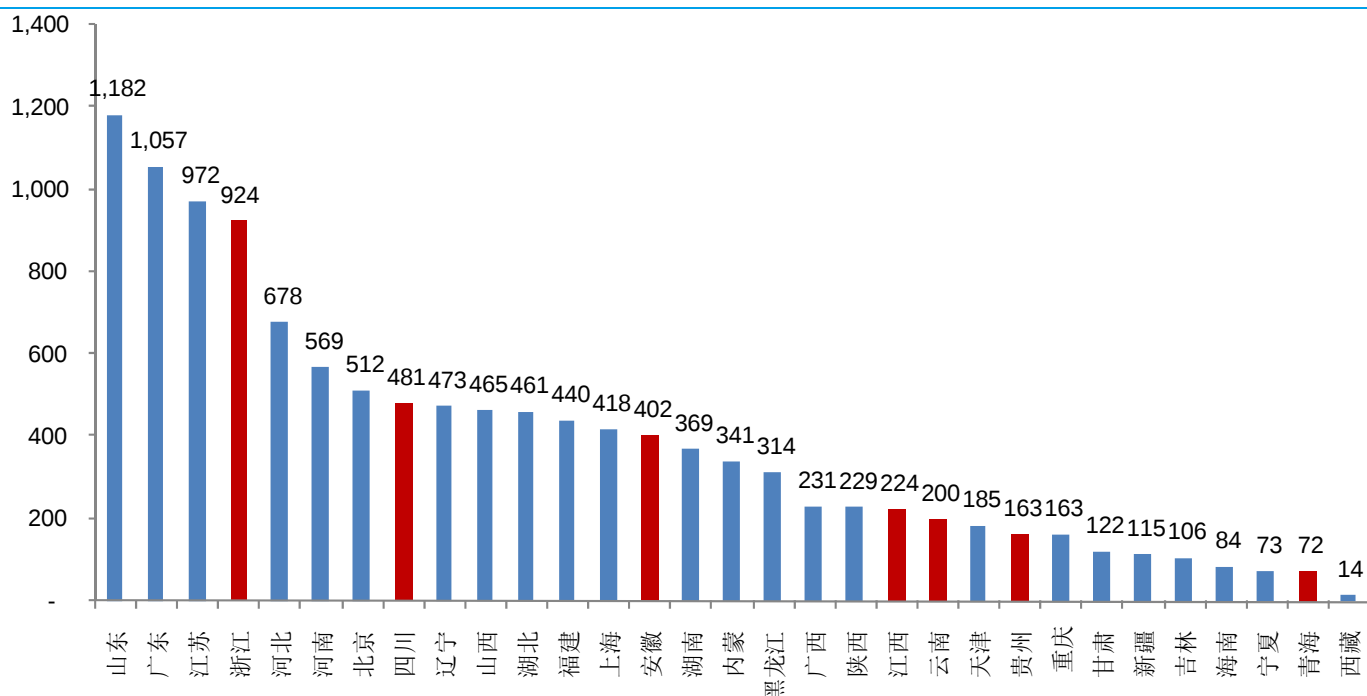
图表28：2010 年前 10 大经销商市场份额



来源：中国汽车流通协会，CEIC，国金证券研究所

注：利星行及上海永达为 2009 年数据

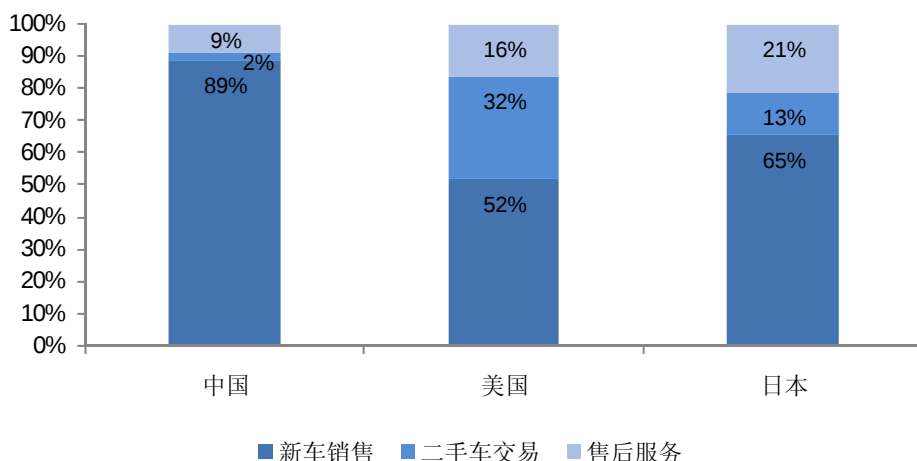
图表29：2010年底国内各省（市）的4S店数量（家）



来源：华通人、国金证券研究所

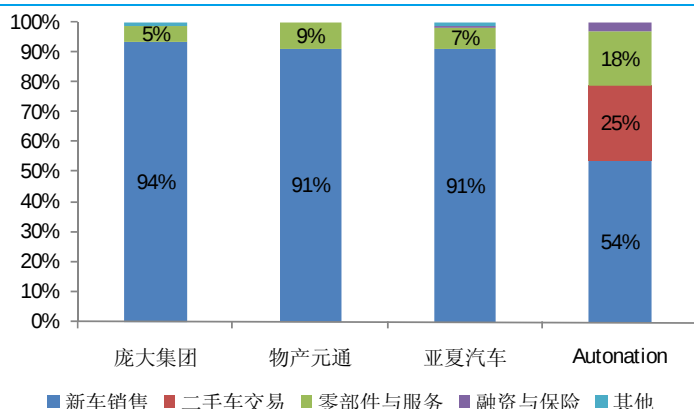
- **内涵增长潜力巨大。**与成熟国家不同，我国汽车经销商的业务结构较为粗放，收入及利润仍主要依靠新车销售，二手车业务等方面更是尚未涉及或涉入甚少。但不容否认的是，我国正在迅速攀升的汽车保有量必将带来汽车售后市场业务的迅速增长，且售后业务增长不仅不易受行业周期波动影响，盈利能力也远强于新车销售。只要汽车经销商加大售后业务拓展力度，其整体业绩增长速度以及业绩稳定性都可明显改善。
- **综合以上几点，我们认为当前阶段我国优质汽车经销商成长能力已好于整车企业，有能力实现跨周期成长，其相对较高的估值水平也有望维持。**

图表30：中美日三国汽车经销商收入结构对比



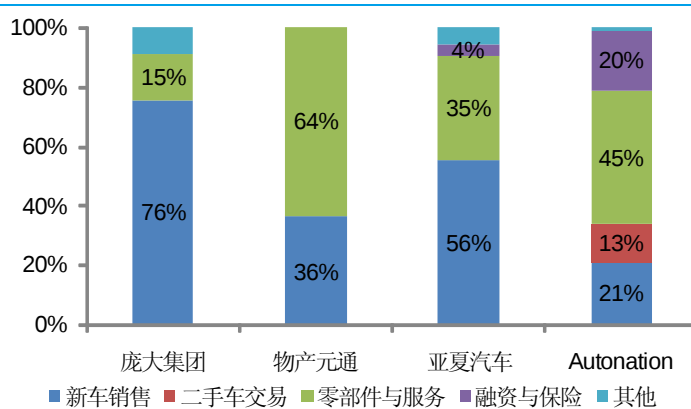
来源：NADA，JADA，中汽协，国金证券研究所

图表31：国内外经销商收入结构对比（2010）



来源：国金证券研究所

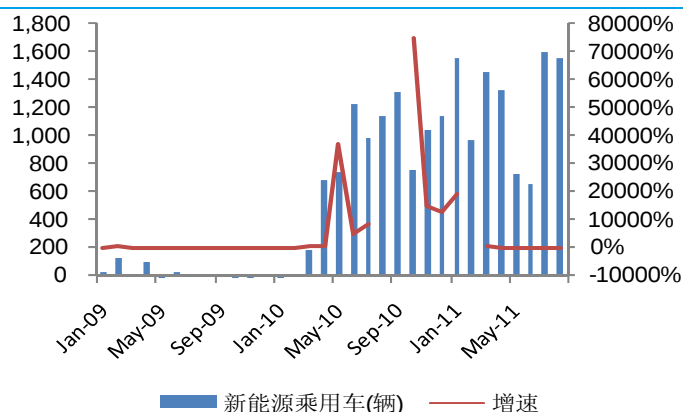
图表32：国内外经销商毛利结构对比（2010）



新能源汽车：2012 年仍将停留于主题炒作层面

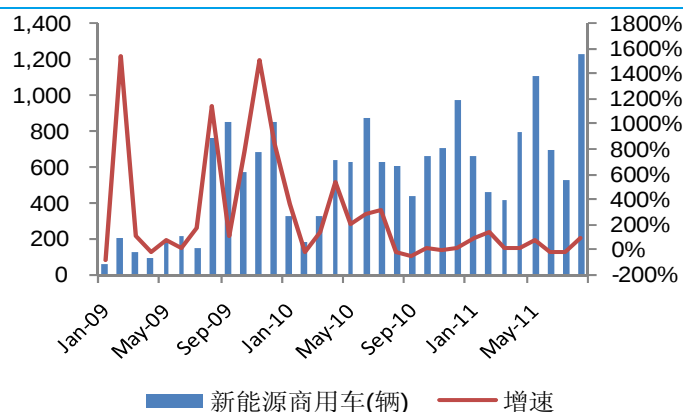
- **政策扶持方向仍不明确。**作为七大战略性新兴产业这一，新能源汽车被国家高层一级产业界寄予厚望。但迄今为止，《节能与新能源汽车产业规划》仍未出台，其中的重要原因之一就是新能源汽车发展的技术路线仍不明确，相关部委对重点扶持纯电动路线还是纯电动与混合动力并重至今仍未摇摆不定。在产业化初期，新能源汽车的发展离不开政府的大力扶持，但扶持方向的不明确无疑将严重影响企业推广新能源汽车的决心和动力。
- **示范运行试点问题多多，新能源汽车产销规模远逊于预期。**自 09 年以来我国在试点城市开展节能与新能源汽车示范运营，迄今已有两批共计 20 个城市入选试点。2010 年又开始在上海、北京等 6 个城市开始私人购买新能源汽车试点。但迄今为止，各试点城市的新能源汽车运行量仍远低于规划数量，据统计 2010 年国内新能源汽车总销量仅为 2.3 万辆，而今年 1-8 月也仅为 1.3 万辆。此外，节油效果不理想、新能源汽车性能与品质仍不完善等方面问题也仍较为突出。也正因为如此，近期四部委下发了《关于进一步做好节能与新能源汽车示范运营试点工作的通知》，这一通知首次提出了研究给予新能源汽车免除摇号、限行、拍牌等特权，也首次将地方保护注意搬上了台面，但我们认为其实际效果仍有待观察。

图表33：近年来我国新能源乘用车月度销量及增速



来源：wind、国金证券研究所

图表34：近年来我国新能源商用车月度销量及增速



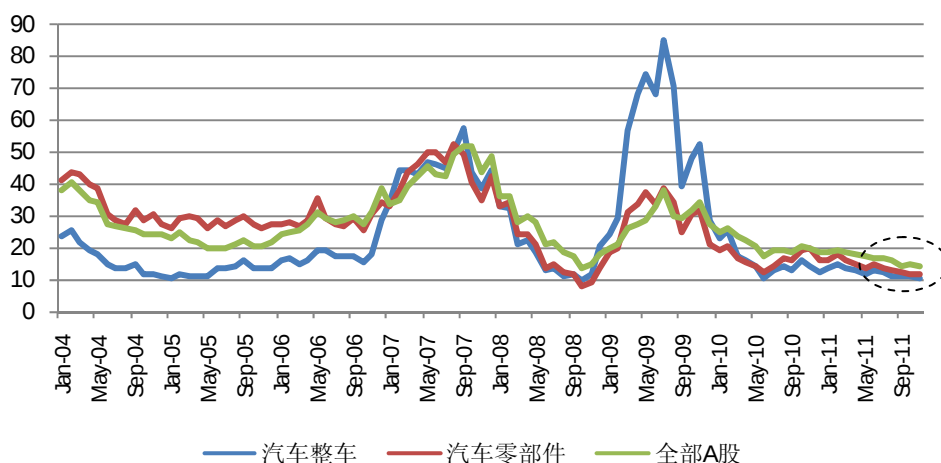
- “弯道超车”理想离现实太远，短期内新能源汽车仍难以大规模放量。且不说新能源汽车本身技术尚未成熟，充电站、充电桩等基础设施建设也还远没到位，而私人消费者对新能源汽车的认可和接受更有一个长期的过程。我们认为，在未来 2-3 年内新能源汽车仍难以大规模放量。仅为万辆乃至十万辆级别的新能源汽车销量对于我国近 2000 万辆的汽车市场规模而言影响可谓微乎其微，对相关公司业绩也难以构成实质影响。由此，我们认为 2012 年新能源汽车仍将停留于主题炒作层面，可适当关注在该领域具有领先优势的比亚迪。

投资策略

维持行业“持有”评级，建议“标配”

- 综合全文分析，我们认为明年汽车行业将有喜有忧：可喜的是行业销量增速有望回升，值得担忧的是行业产能的大幅度扩张。权衡之下，我们判断明年汽车行业盈利增速可能赶不上销量增速，行业景气度难以显著提高。
- 产能的大释放必将带来市场竞争的加剧以及行业整体盈利水平的下降。但就细分行业而言，SUV 继续高增长态势仍将较为确定；在宏观政策有所放松的背景下重卡销量也有望恢复正增长；大中客行业的快速增长则仍需依靠海外市场推动，但国内专用校车市场已有望加速增长，值得特别关注。
- 目前，汽车整车板块整体 TTM 估值已仅为 11 倍 PE，零部件板块也仅为 12 倍 PE。这一估值水平已处于历史最低位附近，下行空间非常有限（整车板块历史最低估值为 10 倍，意味着最多 10% 的下行空间），但由于明年行业景气度难以显著提高，我们认为这一估值水平提高的空间也不大，总体上汽车板块将基本维持目前的低估值状况。鉴于此，我们维持汽车行业“持有”评级并建议“标配”。

图表35：汽车板块估值水平已处于历史最低位附近



来源：wind、国金证券研究所

淡化行业，精选个股

- 我们判断汽车板块 2012 年将缺少整体性、趋势性行情，可把握的主要是市场过度悲观后的估值修复或者个别企业业绩超预期而带来的波段性、结构性机会，由此我们认为汽车行业比较适宜的策略只能是“淡化行业，精选个股”。

- 整车板块，我们重点看好产品有强大市场竞争力，增长有望明显高于行业整体水平且估值足够低的行业领先企业，推荐标的为：长城汽车、宇通客车、上海汽车。
- 零部件板块，我们重点看好位居细分行业龙头，有望充分受益下游行业增速回升且具备一定外延式增长空间的优质企业，推荐标的为：银轮股份、远东传动。
- 汽车经销板块是我们相对看好的细分领域，经销商不仅可受益于自身的网点扩张，还可受益于售后市场的稳定增长，在明年行业增速有望回升的背景下，经销商业绩有望快速增长。推荐标的为：庞大集团、亚夏汽车、物产中大。
- 综合以上，我们的重点推荐组合依次为：长城汽车（601633）、宇通客车（600066）、上海汽车（600104）、庞大集团（601258）、亚夏汽车（002607）、物产中大（600704）、银轮股份（002126）、远东传动（002046）。

重点公司简介

长城汽车：新车型放量在即，盈利能力有望保持稳定

- **皮卡、SUV 市场增长迅速，公司竞争力极强：**皮卡在我国销量规模不大但增长稳定，长城则是皮卡市场的绝对龙头，已连续 13 年保持行业第一，年增速超过 20%。SUV 则是近年增长最为迅速的细分行业，长城是 SUV 龙头企业，且正在形成全系列的 SUV 产品，有望充分受益 SUV 行业的继续快速增长。
- **H6、C50 有望在 2012 年放量：**H6 是公司新推出的城市型 SUV，在其价格区间内，H6 实质性的竞争对手仅有比亚迪 S6，依托公司一贯的高品质以及专业品牌形象，公司 H6 销量放量已指日可待。C50 则是公司最新推出的 A 级轿车，具有“9 万元以内 T 动力”的突出卖点，竞争对手产品难以望其项背，借鉴公司 C30 已取得的巨大成功，C50 成为市场明星车型也只是时间问题。我们预测公司 2012 年销量增速将超过 25%，远超行业整体水平。
- **盈利能力有望保持稳定。**与一般自主品牌企业不同，公司经营战略的重点是追求利润，而非量、规模；其次，公司一向高度重视产品品质，定价通常比竞争对手高，且经营思路就是不降价，由此保证公司产品的较高毛利；此外，公司产品开发一直坚持平台化战略，力争用足每一个平台，研发费用以及采购成本均得以大幅降低。由此，我们预测公司较高的盈利水平将得以保持。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.09、1.38、1.70 元，公司当前股价仅为 2011 年 10 倍 PE，估值偏低，我们给予“买入”评级。

上海汽车：2012 年仍有望保持较快增长

- **今年高增长已成定局：**今年前三季度，公司实现销售收入 2,812.84 亿元，同比增长 23.15%；实现归属母公司股东净利润 132.92 亿元，同比增长 47.73%，对应 EPS 为 1.44 元，第四季度为汽车销售旺季，公司今年业绩实现高速增长已成定局。
- **明年销量仍有望较快增长：**在国内“车型为王”的市场环境下，新车型投放往往是企业销量增长的关键，这也是上汽今年销量快速增长的重要原因。基于此，上汽明年销量仍可实现较快增长：一方面，公司近两年新车型仍处于销量上升通道，如大众旗下的途观、新帕萨特，通用旗下的新赛欧、英朗 GT、爱唯欧等；另一方面，公司 2012 年仍将有诸多新车面世，如上海通用的迈宝瑞、科帕奇（国产）、三厢版爱唯欧，上海大众的改型晶锐与朗逸、入门级斯柯达以及全新的桑塔纳等。

- **2012 年盈利能力仍有望保持高位：**公司今年的盈利水平已处于历史最高位置，我们预测 2012 年公司整体盈利受产能扩张影响难免会有一些回落但幅度将非常有限。一方面，公司明年产能增幅较其他企业仍相对较小，且基本要到明年三季度以后才能释放，对公司 2012 年盈利能力的冲击将较小；另一方面，上海大众的途观、NMS 等高毛利车型销量占比的快速增加仍将给公司盈利能力带来积极影响
- **龙头地位并非停留在规模层次：**近几年公司增速始终快于行业整体水平，市场份额稳步提高，龙头地位更为稳固。不仅如此，公司较早完成了核心业务整体上市，“上南合并”成功整合，国际并购也已积极实践，上汽的综合竞争力在国内已属首屈一指，其领先地位还有扩大之势。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.84、2.05、2.27 元，当前股价对应 2011 年仅为 8 倍 PE，低估明显，维持“买入”评级。

宇通客车：产能瓶颈解决+受益专用校车加快发展

- **龙头地位稳固，销量增长远超行业整体水平：**大中型客车市场已非常成熟，近几年来已趋于稳定增长，宇通的行业龙头地位则非常稳固，市场份额持续提高。2010 年，大中客行业销量增长 22%，宇通销量则增长 46%。今年 1-10 月，大中型客车销量增长仅 2.33%，但宇通销量则增长 12.17%，销量增速均远超行业整体水平。
- **产能瓶颈将在 2012 年解决，成长空间更为广阔：**公司目前设计产能仅为 3 万辆，但实际上 2010 年销量已超过 4 万辆，产能瓶颈极为突出，公司也因此放弃了不少国内订单。2012 年下半年，公司新建的 2 万辆产能将建成投产，公司由此将可在国内外市场大展身手。最为典型的是，近两年客车出口快速增长，但公司碍于产能瓶颈却无法在海外市场发力，公司新增产能建成后这一问题即可迎刃而解，公司销量有望实现快速增长。
- **专用校车市场有望加快发展，公司将充分受益：**近期甘肃发生的惨烈的校车事故引起了广泛关注，教育部已明确表示国家相关部门将制定国家级的校车制度，我们专用校车市场的快速发展已如箭在弦。宇通是国内最早推出专用校车的企业也是现行校车标准的制定者之一，将可充分受益专用校车市场的发展。
- **业绩增长稳定，专用校车有望提升估值。**公司是 A 股少有的业绩增长稳健且长期坚持高分红的优质企业。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 2.06、2.45、2.93 元，公司当前估值仅为 11 倍 PE，我们认为专用校车市场的发展将有助于公司的估值提升，公司业绩也存在超预期可能，给予“买入”评级。

庞大集团：行业增速回升有望带来公司业绩高速增长

- **业绩弹性大，明年将受益行业增速回升：**公司上半年实现归属母公司净利润仅为 4.04 亿元，同比下滑达 36.2%，主要原因是上半年行业销量增速大幅下滑。而第三季度，公司实现的归属母公司净利润为 2.99 亿元，同比增长高达 92.3%，直接原因是今年 8、9 月份汽车行业销量增速的回升，由此可以看出公司业绩的极大弹性。我们预测，明年行业销量增速有望明显高于今年，受益于此公司业绩存在超预期可能。
- **售后业务保持快速增长：**尽管行业增速大幅下滑，但售后业务仍然体现了良好的成长性，这也是我们看好汽车经销商的重要理由之一。上半年庞大售后业务收入同比增加 19.43%，达 17.42 亿元。售后业务毛利达到 5.5 亿元，同比增长 37.40%，售后业务毛利利率为 31.58%，同比上达升 4.13 个百分点。
- **经销网点快速扩张：**公司计划今年新建 400 家 4S 店，乘用车与商用车 4S 店各 200 家，其中还包括 50 家高端品牌店，完成后 4S 点总数将比 2010 年翻番。经销网点是汽车经销商最为重要的核心资源，尽管当前我国汽车整体销量增速有所放缓，但这并未改变我国仍处于汽车普及进程之中这一

长期增长周期，当前的积极扩张必将为公司未来业绩的快速增长奠定坚实基础。

- **收购萨博事宜风险可控：**市场普遍担心公司与萨博的合作可能遭遇失败且已支付的 4500 万欧元有损失风险。鉴于国际并购的高不确定性，我们并不将收购萨博能够成功作为推荐公司的理由之一，但也一直认为至少这一风险是在可控范围内的，公司与萨博的谈判一直在进行之中，萨博也为公司的购车款提供了实物资产担保。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.43、0.62、0.89 元。公司当前股价对应 2011 年 22 倍 PE，估值存在提升空间，维持“买入”评级。

亚夏汽车：区位优势得天独厚，成长空间难以限量

- **区位优势得天独厚，业绩表现远胜行业整体水平：**近几年来中西部地区已成为带动我国汽车销量增长的主导区域，中西部地区汽车销量增速和发展潜力都远高于东部地区。集中于汽车消费潜力大、增长快的安徽省是亚夏得天独厚的突出优势，公司业绩增长也明显强于行业。2011 年前三季度，我国狭义乘用车销量增速仅为 10.5%，但公司收入增速达到 21.2%，归属母公司净利润增速则达 41.5%，远高于行业整体增速。
- **网点扩张顺利进行，未来增长如虎添翼：**公司计划未来 3 年新建 45 家以上 4S 店，其中今年约 10 家，2012 年约 15 家，2013 年则计划新建 20 家以上。公司今年计划新建的 10 家店已陆续开建，其中确定今年可建成的店至少有 7 家，这 7 家店可在明年开始贡献业绩。一般而言，新建店建成后的第二年即可实现盈利，4-5 年后即可收回投资成本。
- **我们认为公司是 A 股市场最具进攻性的汽车经销企业，成长能力难以限量。**预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.23 元、1.67 元、2.34 元。公司当前股价相当于 2011 年 26 倍 PE，估值水平仍有上升空间，维持公司“买入”评级。

物产中大：汽贸业务积极扩张，盈利能力有望提升

- **增发受阻不改汽贸业务经济扩张：**虽然公司增发项目受地产调控暂时搁浅，但其汽贸业务扩张步伐并未因此放缓，2011 年上半年已在省内外新建或收购 14 家 4S 店。未来，公司省内扩张将以并购为主，进一步稳固龙头地位；省外扩张将走高端化路线，新增 4S 店 70% 将为中高端品牌。按照公司计划，公司未来 3 年内经销网点数有望比 2010 年翻番。
- **新车销售盈利能力有望改善：**公司新车销售毛利率仅约 2%，远低于行业 4%-8% 的水平，杭州较为激烈的竞争环境与较高的运营成本是重要原因。尽管如此，公司未来扩张将以竞争环境更为缓和的省外城市为主，且将侧重布局中高端品牌，由此公司新车销售盈利能力将有望提升。
- **地产业务稳健增长，抗风险能力强：**公司地产项目多在武汉、成都等二、三线城市的核心地段，房价尚未出现实质性下跌。公司现有土地储备足以销售至 2013 年底，今年前三季度的预收款也已足够 2012 年的业绩释放，且截止 10 月份公司现金流仍较为稳健，具有较强的抗风险能力。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.92、1.11、1.37 元，公司当前股价对应 2011 年 PE 仅 10 倍，低估明显，首次给予其“买入”评级

银轮股份：可充分受益重卡行业回暖以及排放升级

- **可充分受益重卡行业销量增速回升。**公司是国内商用车散热器龙头企业，主要配套重卡及工程机械。随着我国通胀水平回落和宏观调控适度放松，我们预测明年重卡行业销量将有明显回升，公司将可充分受益。此外，公司出口业务增长迅速，预计 2011 年超过 30%，2012 年仍可保持较快增速。

- **SCR 业务进展顺利，未来只待“国四”实行：**SCR 是公司未来的最大看点之一。目前，公司的 SCR 产品研发进展顺利，公司已有多种样品研制成功并已开始同玉柴等下游客户的主机做匹配。公司已建好一条 SCR 产品试制线，未来将再建造一条，预计 2012 年公司即可形成 5 万套 SCR 系统产能。我们一直强调，公司在 SCR 领域具有强大的研发实力、突出的性价比优势，在重卡市场又具有长期且稳固的客户资源，一旦国四标准开始实施，公司在这一领域获取一定市场份额完全是顺理成章的。
- **增发已顺利完成，未来业绩有望快速增长：**公司的定向增发已顺利完成，募集资金的及时到位将帮助公司为未来业绩增长打下坚实基础。公司山东基地项目将在 2012 年建成，2013 年投产。无锡博尼格以及轿车前端模块业务按目前进展也将在 2013 年开始上量，加上 SCR 市场启动的时间也很可能在 2013 年。由此可见，公司当前积极投入，2013 年则将开始收获丰硕成果，公司未来的业绩爆发值得期待。预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.84、1.09、1.43 元，目前股价对应 PE 分别为 20、16、12 倍，给予“买入”评级。

远东传动：成长与盈利能力俱佳的非等速传动轴龙头

- **公司可多方向渐次扩张，成长能力远超一般认识：**公司早已成为行业龙头，市场普遍担心其继续成长空间。实际上，公司可供选择的发展路径多种多样，成长空间难以限量。从短的看，产能扩张配合全国布局足可保证近年业绩快速增长；从中期看，公司打入重卡“三巨头”内部配套市场只是时间问题；稍远一点看，公司已在酝酿进行横向扩张，在等速传动轴等领域分一杯羹完全具备能力；此外，海外和售后市场容量巨大，公司具备突出优势但目前业务量甚少，大力开拓后的市场前景一样非常可观。
- **盈利能力一如既往的优秀，未来仍有望持续提升：**由于具备突出的技术和工艺优势，公司拥有强大的成本控制能力。近几年来，纵使原材料等成本价格不断上升，公司盈利能力仍然稳步提高。今年前三季度，公司毛利率仍高达 34.91%，同比仅下滑 0.3 个百分点，净利润率则为 19.95%，同比还提升 0.3 个百分点，在 A 股汽车板块首屈一指。未来，随着锻造毛坯件自制比例的提高，公司盈利能力仍有望持续提升。
- **有望充分受益重卡行业增速回升：**我们预测，在国内通胀水平逐渐回落，宏观调控已有适度放松的背景下，明年重卡行业销量有望增长约 10%，作为商用车传动轴龙头企业，公司有望充分受益。我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.76 元、0.95 元、1.19 元，公司当前股价对应 2011 年 18 倍 PE，维持“买入”评级。

图表36：汽车板块重点公司最新估值与投资评级

简称	最新股价	EPS				PE			投资评级
		2010A	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
上海汽车	14.09	1.49	1.84	2.05	2.27	7.65	6.88	6.20	买入
一汽轿车	8.85	1.14	0.54	0.58	0.66	16.39	15.26	13.41	持有
长安汽车	4.39	0.48	0.20	0.23	0.26	21.95	19.09	16.88	持有
福田汽车	6.94	0.87	0.50	0.52	0.58	13.88	13.35	11.97	持有
江淮汽车	6.68	0.90	0.60	0.62	0.76	11.13	10.77	8.79	持有
江铃汽车	20.81	1.98	2.08	2.37	2.63	10.00	8.78	7.91	买入
中国重汽	15.49	1.60	1.02	1.04	1.28	15.19	14.89	12.10	持有
潍柴动力	34.82	4.07	3.60	4.16	4.67	9.67	8.37	7.46	买入
宇通客车	22.18	1.65	2.06	2.45	2.93	10.77	9.05	7.56	买入
长城汽车	11.14	2.47	1.09	1.38	1.70	10.24	8.10	6.57	买入
整车企业均值						12.69	11.45	9.89	
庞大集团	9.58	1.18	0.43	0.62	0.89	22.44	15.58	10.75	买入
亚夏汽车	32.23	1.14	1.23	1.67	2.34	26.20	19.30	13.77	买入
物产中大	8.96	0.76	0.92	1.11	2.34	9.79	8.07	3.83	买入
汽贸企业均值						19.48	14.32	9.45	
华域汽车	9.20	0.97	1.12	1.23	1.45	8.21	7.48	6.34	买入
一汽富维	20.54	2.70	2.18	2.63	3.13	9.42	7.81	6.56	买入
福耀玻璃	8.12	0.89	0.80	0.93	1.07	10.15	8.73	7.59	买入
威孚高科	33.42	2.36	2.13	2.54	3.45	15.69	13.16	9.69	买入
远东传动	12.75	0.99	0.76	0.95	1.19	16.78	13.42	10.71	买入
中鼎股份	11.24	0.52	0.61	0.74	0.88	18.43	15.19	12.77	持有
宁波华翔	9.82	0.77	0.56	0.69	0.85	17.54	14.23	11.55	持有
银轮股份	16.28	1.01	0.84	1.10	1.43	19.33	14.86	11.38	买入
万丰奥威	11.80	0.47	0.60	0.70	0.86	19.67	16.86	13.72	买入
鸿特精密	14.21	0.48	0.32	0.72	1.01	44.41	19.74	14.07	持有
零部件企业均值						14.44	11.86	9.58	

来源：wind、国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B