

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

行业景气有望见底回升

——汽车行业 2012 年投资策略

研究报告-行业策略

同步大市（维持）

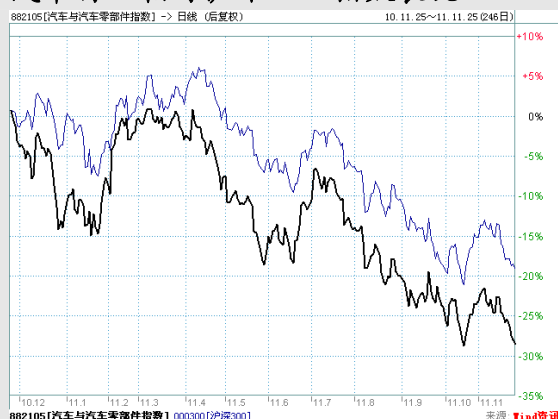
发布日期: 2011 年 12 月 5 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2011EPS	2012EPS	2012PE	评级
长安汽车	0.25	0.34	12.91	买入
福田汽车	0.57	0.68	10.21	增持
威孚高科	2.41	3.02	11.07	买入
上海汽车	1.89	2.11	7.53	买入

注: 股价为 2011 年 11 月 25 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:

中国汽车市场将进入低增长期, 预计 2012 年销量达到 6%。政策退出和经济减速双重影响下, 行业销量呈现前低后高格局, 2012 年上半年有望出现行业景气拐点。

投资要点:

- **中国将进入汽车销量低增长期。**参考日本等发达国家, 预计中国远期极限汽车保有总量将达到 4 亿辆, 极限销量为 3600 万辆, 未来发展仍有潜力。中国目前的汽车市场发展阶段与日本 1964-1965 年类似, 由此开始进入汽车销量低增长期, 预计未来 10 年增速集中在 0%-10% 之间。
- **2012 年销量增速前低后高。**因政策退出的负面影响持续作用以及经济增速仍处于下降过程中, 汽车销量增速下行趋势还将延续。随着上述负面因素的弱化, 预计销量增速的低点有望在 2012 年上半年出现, 后期重新步入增长趋势中。预计全年销量增速达到 6%, 细分行业分化现象减弱, 可能出现普遍增长格局, 其中 SUV、重卡、轿车增速居前。
- **新车型有助于企业销量增长。**2012 年部分上市公司新车型销量的增幅在 15% 以上, 将对企业总销量产生积极影响。
- **盈利能力下滑幅度有限, 将迎来拐点。**与 2004-2005 年相比, 此轮低迷期扩产幅度较小, 车价基本合理, 未来盈利能力下滑空间有限。随着 2012 年销量重新进入增长通道, 原材料成本回落和企业管理的改善, 预计上半年有望迎来盈利能力拐点。
- **行业估值水平有望回升。**目前汽车板块 2011-2012 年动态市盈率分别为 14.79 倍和 11.93 倍。市场对汽车行业销量增速和盈利能力下滑的担心是压制估值提升的主要原因。2012 年上半年行业景气低点过后, 板块估值水平有望得到提升。
- **投资策略。**鉴于行业先下后上的走势, 我们维持行业“同步大市”评级。建议关注行业景气拐点过后的趋势性投资机会。特别建议重点关注销量与盈利能力同增长的企业, 其在景气回升过程中, 业绩弹性更大。重点公司: 长安汽车、福田汽车、威孚高科、上海汽车。
- **风险提示:** (1) 政策调整; (2) 销量增速达不到预期; (3) 市场竞争激烈程度和降价幅度超出预期。

目录

1. 汽车市场进入低速增长期	5
1.1 极限汽车保有量有望达到 4 亿辆	5
1.2 未来 10 年销量增速集中在 0-10%之间	8
2. 2012 年迎来销量增速拐点	10
2.1 销量增速低点有望在 2012 年上半年出现.....	10
2.2 细分行业分化减弱，或出现普升格局	15
3. 新车型上市促企业销量增长	17
4. 对比 2004-2005 年：产能扩张后的阵痛	20
4.1 2004 年-2005 年：产能增幅大，存降价基础.....	20
4.2 2011 年-2012 年：产能增幅较小，车价基本合理.....	23
5. 盈利能力止跌助估值水平提升	25
6. 投资策略	28
7. 风险提示	29

图目录

图 1: 中国民用汽车保有量	5
图 2: 主要国家与地区人均汽车保有量比较	6
图 3: 各省市区人均汽车保有量	6
图 4: 日本国内旅客运输量比例结构	7
图 5: 目前主要国家单位面积容纳的汽车数量	8
图 6: 日本历年汽车销量与增速	9
图 7: 中国历年乘用车销量增速	10
图 8: 2009 年以来各月乘用车年化销量	12
图 9: 2009 年以来部分主要领域固定资产投资增速	14
图 10: 中国整车出口量	14
图 11: 细分行业销量预测	16
图 12: 2008 年以来国内新能源汽车销量	16
图 13: 一汽集团半挂牵引车市场占有率	18
图 14: 2003-2005 年流通环节汽车价格指数环比增速	20
图 15: 2004-2005 年月度汽车销量同比增速	21
图 16: 2004-2005 年月度行业税前利润率	22
图 17: 2010-2011 年月度销量同比增速	24
图 18: 2008-2011 年流通环节汽车价格环比增速	24
图 19: 2010-2011 年行业税前利润率	25
图 20: 近 9 年汽车行业 TTM 整体法市盈率变化趋势	26
图 21: 近 9 年汽车行业整体法市净率变化趋势	26

表目录

表 1: 主要客运方式优劣势比较	6
表 2: 主要国家极限汽车保有量与销量比较	9
表 3: 前两次低迷期乘用车销量表现	11
表 4: 政策退出时间点前后乘用车年化销量变化	11
表 5: 2003 年以来重卡月度年化销量	13
表 6: 2003 年以来重卡销量下降周期	13
表 7: 近三年来细分行业销量	15
表 8: 2004-2005 年部分企业推出的新车型与销量增速情况	17
表 9: 2010-2011 年部分企业推出的新车型与销量增速情况	18
表 10: 主要上市公司新车型 2012 年销量增量	19
表 11: 2004-2005 年部分企业扩产情况	21
表 12: 销量、价格和行业盈利能力的阶段表现	22
表 13: 2011-2012 年部分企业扩产情况	23
表 14: 部分合资品牌车型在不同国家的销售指导价	24
表 15: 汽车板块财务表现与预测	26
表 16: 重点公司估值分析表	27

前言

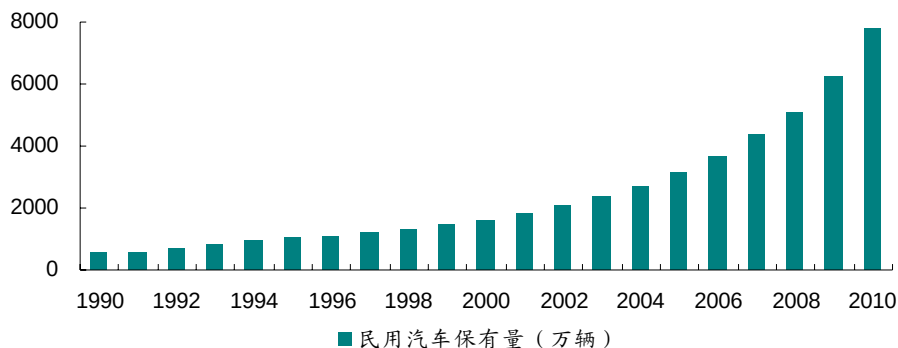
2011 年汽车销量的增速估计将在 3% 左右，毫无疑问，这是十几年来最低的。同时，行业盈利能力也从高位回落。与前几年的看法有所不同，随着这几年汽车销量的大幅提升，市场对汽车行业的发展空间产生了分歧。本文在对中国汽车行业的发展阶段进行分析的基础上，进一步分析了 2012 年汽车行业发展趋势，并与 2004-2005 年行业发展过程进行了对比。

1. 汽车市场进入低速增长期

1.1 极限汽车保有量有望达到 4 亿辆

经过前几年快速的发展，汽车销量已经跃上 1800 万辆的台阶，成为全球第一的新车销售市场。但从保有量来看，2010 年中国民用汽车保有量为 7801 万辆，与美国 2.5 亿辆的保有量差距很大。看似矛盾的数据背后，实际上是中美两国不同发展阶段的差异，美国已经是成熟的汽车国家，而中国处于发展过程中。因此，判断中国汽车市场处于何种发展阶段是必要的。

图 1：中国民用汽车保有量

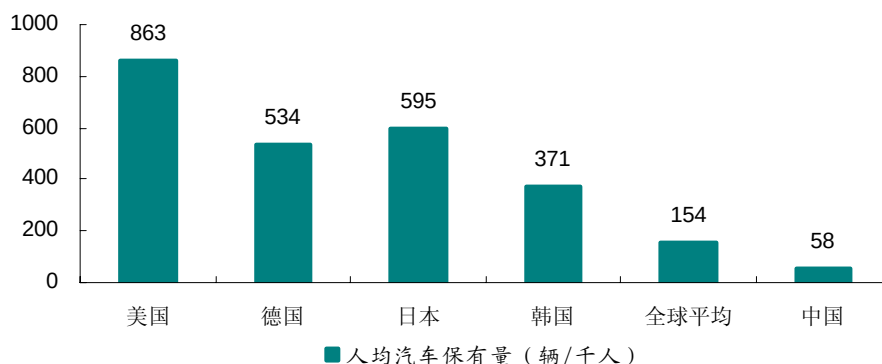


资料来源：中原证券，WIND

比较主要国家人均汽车保有量可以看出，中国千人汽车保有量仅为 58 辆，与美国、德国、日本等发达国家千人保有量 500 辆以上水平相距甚远，也低于全球平均水平的 154 辆。这表明中国汽车市场发展仍有潜力。

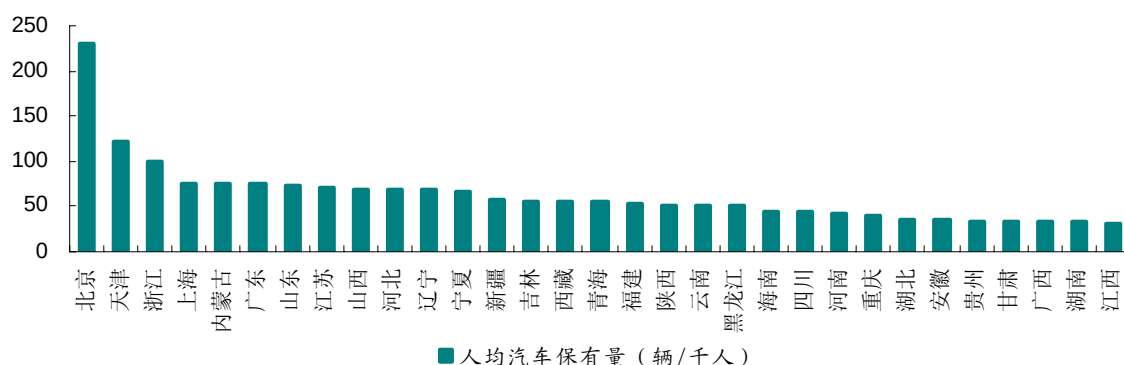
从国内各省市人均保有量来看，除北京等省市外，绝大多数省市低于 80 辆/千人，地区发展的不均衡也从另一个方面表现出发展潜力。

图 2：主要国家与地区人均汽车保有量比较



资料来源：中原证券，CEIC，WIND

图 3：各省市自治区人均汽车保有量



资料来源：中原证券，WIND

乘用车是汽车保有量中占比最大的，也是未来增长潜力所在，主要满足居民的出行需求。中国人口众多、幅员辽阔，居民出行需求旺盛。目前没有证据表明，中国居民的出行需求显著低于其他国家。在出行的各类主要方式中，航空一般适合远距离出行，受众有限；铁路行程范围广，但也受限于网点辐射规模；公路客运虽然营运范围最广，但安全性、舒适性和便利性都有一定劣势；相对来说，私家车出行的舒适性和便利性都提升不少，这是私家乘用车的最大优势。随着人们对出行舒适性和便利性需求的提升，对私家乘用车的需求也会水涨船高，这也是未来汽车市场增长的主要成分。

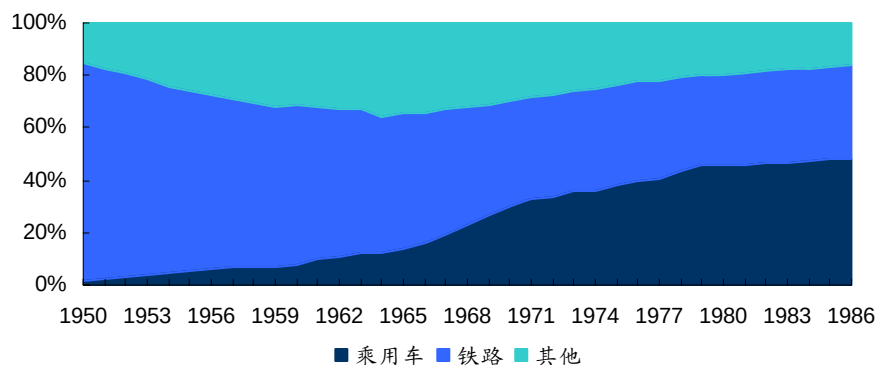
表 1：主要客运方式优劣势比较

方式	优势	劣势
航空	长距离，快捷	网点少，费用较高
铁路	行程范围广	网点有限
公路客运	营运范围最大，费用较低	舒适性、安全性不足
私家车	舒适性和便利性较好	费用较高

资料来源：中原证券

十九世纪六十年代开始，日本汽车产业发展迅猛，汽车保有量提升，居民越来越多采用乘用车出行（以私家车为主），到 80 年代，乘用车出行比例已经接近 50%。

图 4：日本国内旅客运输量比例结构



资料来源：中原证券，CEIC

根据前述的分析，居民采用私家车出行的需求是旺盛，最终会出现较高水平的人均汽车保有量。经过长期的发展，发达国家的千人汽车保有量都在 500 辆以上，较发达的韩国也在 300 辆以上。因此，从需求角度我们有理由相信，中国远期千人汽车保有量在 300 辆以上。根据谨慎原则，我们采用 300 辆/千人这一数值，那么中国远期汽车保有总量将达到 4 亿辆。

根据国内外专家的研究，汽车作为耐用消费品，其保有量走势近似于 Logistic 曲线。我们以 4 亿辆为极限进行模拟，最终结果 $R^2=0.982$ ，显示出良好的拟合度。这从一个方面说明极限保有量 4 亿辆的判断是可接受的。

另外，从家庭平均拥有量角度也可以看出上述极限保有量的估计是合适的。2010 年中国非私人汽车保有量为 1863 万辆，近十几年增速都在 6% 左右。综合考虑公务用车改革和公商务用车需求增长情况，谨慎假设远期非私人汽车保有量增长 80%，那么未来非私人汽车保有量极限可以达到 3353 万辆。以总保有量 4 亿辆计算，私人汽车保有量极限为 3.66 亿辆。根据 2010 年第六次人口普查数据，中国大陆共有家庭 4.01 亿户。按此计算单户家庭平均拥有汽车 0.91 辆，处于可接受水平。

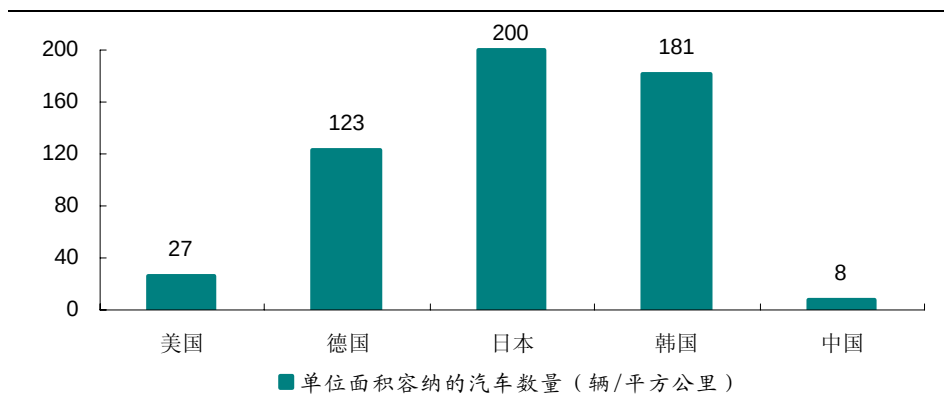
中国 4 亿辆的保有量规模将超过美国，成为全球第一。随之而来的问题是，社会、资源、环境能否承受？总体来说，我们认为这一保有量水平是可以承受的。

首先从国土面积方面来看，目前我国每平方公里容纳的汽车数量为 8 辆，按远期 4 亿辆规模计算，这一指标也仅为 41 辆/平方公里，远低于同样多山少地的日本 200 辆/平方公里的密度，也低于韩国和德国。

进一步从道路角度讲，投资建设是关键，这不会成为长期限制汽车保有量增长的因素。虽然北京等地出现大面积拥堵情况，但未来随着道路的建设、智能交通的发展和单车使用率的下降，这种情况将会得以改善。在这方面，

东京等城市已经给我们很好的示范。

图 5：目前主要国家单位面积容纳的汽车数量



资料来源：中原证券，CEIC，WIND

从能源角度看，随着汽车保有量的提高，对汽油等成品油的需求毫无疑问也会上升。目前国产汽柴油的炼制比例在 1/2 以上，柴油比例显著偏高，从炼油工艺角度讲，汽油比例有较大上升空间。同时，参考日本等国家历史，未来新增的汽车以私家车为主，其使用率相对非私家车来说显著偏低，如果油价上升，使用率还进一步会下降，使得单车对成品油的需求有所下降。

特别需要指出的是，如果未来节能与新能源汽车的大范围推广，汽车的能源需求结构将发生变化，对汽柴油的依赖将显著下降。以目前的汽车能源结构来判断能源对汽车保有量的限制程度是不合适的。

1.2 未来 10 年销量增速集中在 0-10%之间

参考其他国家情况，可以根据极限保有量大致估计极限销量。

近几年日本汽车保有量维持在 7500 万辆水平，可以认定为极限保有量规模。战后，日本新车注册量逐年上升，1984 年达到顶峰的 777 万辆，约占极限保有量的 10%。美国作为汽车发源地之一，其汽车普及时期较早，时间跨度也更长。从历年情况来看，其极限汽车保有量在 2.5 亿辆水平，最高年销量为 1800 万辆，约为极限汽车保有量的 7.2%。德国极限销量与极限保有量的比例为 8.5%，介于日本和美国之间。

这一比例的差异缘于汽车普及期的时间跨度不同，美国发展历史长，新车需求释放相对分散；而日本发展期主要在战后，易形成新车需求集中释放的现象。这一点也可以从稳定销量与极限销量的比例可以看出，日本的稳定销量在 550 万辆水平，占极限销量的 71%，而美国稳定销量在 1300-1500 万辆之间，占极限销量的 73-84%，后者显著更高。

表 2：主要国家极限汽车保有量与销量比较

国家	极限保有量（亿辆）	极限销量或注册量（万辆）	比例（极限销量/极限保有量）
日本	0.76	777	10%
美国	2.5	1781	7.1%
德国	0.49	415	8.5%

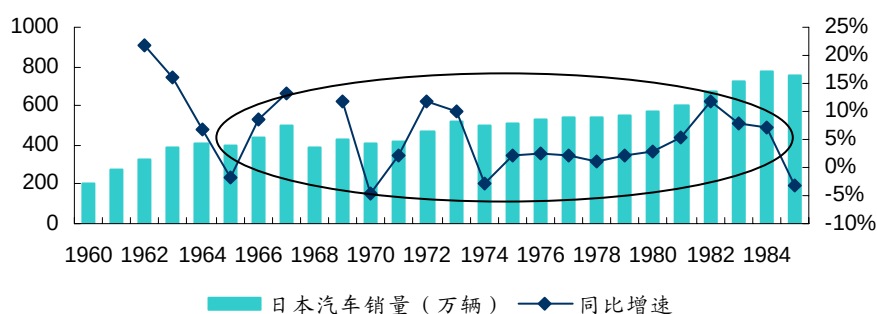
资料来源：中原证券，WIND，Bloomberg

备注：部分数值因统计口径可能有差异，极限值通过观察历史数据取得，未来可能会突破

进入 21 世纪后，中国汽车需求旺盛，普及速度加快。除非未来宏观经济出现大的波折，那么中国新车需求也会相对集中释放，与日本类似。当然，由于中国地区经济差异较大，因此我们认为集中释放的程度不及日本。参考日本等国，估计中国极限销量与极限保有量的比例为 9%。在此基础上，可以得出中国极限销量为 3600 万辆，未来发展仍有潜力。

考虑进出口，2010 年国内汽车销量为 1831 万辆，约占极限销量的 51%。对比日本，接近这一比例的是 1964 年的 53%。从此开始到出现极限销量的 1984 年之间，日本国内汽车销量的增速大部分分布于 0%-10% 之间，少部分处于 0% 以上或者在 10% 以上，平均值为 3.58%，与 1964 年以前的市场大相径庭。出现异常情况主要是因为宏观经济波动或者能源危机，一般仅持续 1 年。注意到这一时间段内，日本也处于经济结构调整过程中，与中国目前的情形类似，因此其汽车市场发展历程的参考意义很大。

图 6：日本历年汽车销量与增速



资料来源：中原证券，JAMA

总体上说，中国目前的汽车市场发展阶段与日本的 1964-1965 年类似，处于增速由高到低的转折点，我国由此开始进入汽车销量低增长期，增速的波动受政策、宏观经济等共同影响。预计未来 10 年增速集中在 0%-10% 之间，极端情况下不排除部分年份出现负增长情况。也可以说，既不能对未来过分悲观，也不能对增速产生过高的预期。

2. 2012 年迎来销量增速拐点

2.1 销量增速低点有望在 2012 年上半年出现

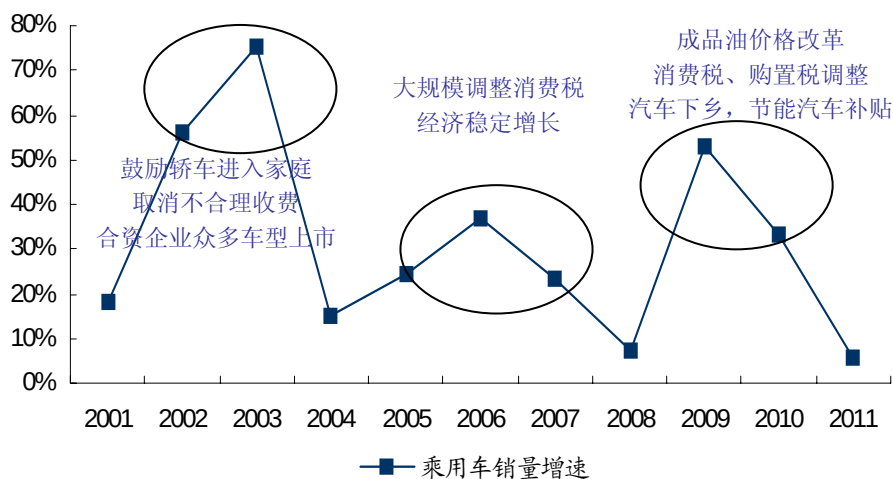
在解决中国汽车市场发展阶段问题的基础上，可以进一步探讨 2012 年汽车市场的表现情况。

2.1.1 政策退出影响逐步减弱

从历史看，中国乘用车销量增速的周期波动与政策变动密不可分。21 世纪以来中国出现三次乘用车销量增长高峰，都与政策刺激有关，分别是 2002-2003 年、2006-2007 年和 2009-2010 年，每次高峰历时基本在 2 年左右。其中第三次高峰期的刺激政策显著强于前两次，不同之处还在于，这次高峰后伴随了较大规模的刺激政策退出。

政策的刺激，加快了消费需求的释放，也使得部分消费行为提前，即所谓的透支，影响了后期的需求释放量。这造成了增速的较大波动。因此每次高峰期后会有低迷期，其中第一次低迷期为 2004 年 6 月-2005 年 4 月，第二次低迷期为 2008 年 7 月-2009 年 1 月。

图 7：中国历年乘用车销量增速



资料来源：中原证券，CAAM

从前两次低迷期的历史经验看，历时均没有超过 1 年，低迷期间，乘用车销量增速处于极低水平，部分月份也出现同比负增长情况。低迷期过后开始恢复较快增长。

表 3: 前两次低迷期乘用车销量表现

	时间段	历时	期间累计销量增速
第一次低迷期	2004 年 6 月-2005 年 4 月	11 个月	2.59%
第二次低迷期	2008 年 7 月-2009 年 1 月	7 个月	3.22%

资料来源: 中原证券, CAAM

前文已经分析得出, 中国汽车市场处于高速增长到低速增长的转折点。也就是说未来数年间仍会实现一定幅度的销量增长。参考日本也可以看出, 低迷过后也会出现较好的回升态势。如果不考虑政策退出因素, 那么这一轮低迷期过后的销量增长表现是值得期待的。

这其中, 政策退出因素成为判断 2012 年销量增长的关键因素。从 2010 年开始, 出现了政策退出的三个时间点, 分别是 2010 年 1 月 1 日购置税优惠减半, 2011 年 1 月 1 日的购置税优惠、汽车下乡和以旧换新全部终止, 以及 2011 年 10 月 1 日的节能汽车补贴政策调整。

对比时间点前后的乘用车年化销量可以看出, 第一次政策小规模退出, 对销量增速影响较小, 2010 年 4 月年化销量较 2009 年 11 月增长 16.72%, 仍处于高速增长期。

第二次政策大规模退出, 2011 年 4 月年化销量较 2010 年 11 月下降 7.14%。这说明政策退出对销量表现影响很大, 特别是对此前受益最明显的交叉乘用车来说, 更是出现了 10%以上的销量负增长。汽车市场对这一次政策退出有所预期, 造成部分消费者赶在政策退出前提前购车, 这从 2010 年 7 月开始, 乘用车年化销量逐月上升可以看出。如果剔除这部分因素, 将比较基础之一的 2010 年 11 月改为 2010 年 4-9 月, 那么时间点前后的变化为增长 2.59%。当然这其中还有节能补贴政策的作用。

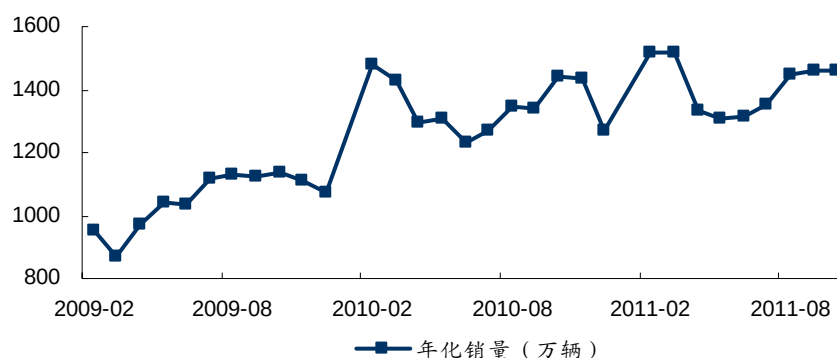
第三次政策退出后仅过了 1 个多月, 有销量数据的仅有 10 月份。如此计算, 时间点前后销量基本持平。因厂家销售数据存在滞后性, 10 月份数据不足以反映市场的变化, 需观察后续月份的走势。我们在前期报告中估计, 这一政策退出会使得短期内乘用车销量下降 5.70%, 影响程度小于第二次。

表 4: 政策退出时间点前后乘用车年化销量变化

时间点	政策退出或调整内容	年化销量变化	比较基础
2010 年 1 月 1 日	购置税优惠幅度减半	16.72%	取 09 年 11 月和 10 年 4 月做比较, 减少厂商数据调整等的影响
2011 年 1 月 1 日	购置税优惠、汽车下乡和以旧换新停止	-7.14%	取 10 年 11 月和 11 年 4 月做比较, 减少厂商数据调整等的影响
2011 年 10 月 1 日	节能汽车补贴政策	0.26%	取 11 年 9 月和 11 年 10 月做比较, 11 月销量更具代表性, 但暂无数据

资料来源: 中原证券, CAAM

图 8：2009 年以来各月乘用车年化销量



资料来源：中原证券，CAAM

纵观 2009 年以来乘用车销量变化可以看出，政策退出影响最大的时间段出现在退出时间点后的 3-6 个月之间。这一方面是因为厂家销量的滞后性，另一方面，从消费者行为来看，提前半年消费是可接受的。随后，政策退出的影响逐步减弱，市场恢复自然增长。

预计节能汽车补贴政策调整的负面影响还会持续，将在 2012 年一季度达到最大值。购置税优惠等一些列政策的退出已经过去近一年时间，对 2012 年销量的影响较小。即使考虑经济增速波动等因素，我们判断上半年出现乘用车销量增速低点的可能性较大。与 2004-2005 年相比，这一轮低迷期较长，正是政策的持续退出所致。

2.1.2 商用车见底回升

对于商用车部分，我们以最具代表性的重卡为例进行分析。

重卡销量具有明显的周期性。下表是经过处理的重卡月度年化销量，已经大致去除了季节性影响。2003 年以来，重卡销量经过了三轮周期。第一轮下降周期，从 2004 年 8 月顶峰开始，到 2005 年 8 月低谷，经历 12 个月，其后经历了较长时期的销量爬坡。第二轮下降周期，从 2008 年 3 月顶峰到 2008 年 11 月低谷，共 8 个月。第三轮下降周期为 2011 年 1-2 月至今，其中 7 月份已经出现短期低点。

表 5: 2003 年以来重卡月度年化销量

单位: 万辆

	M1-2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	M9	M10	M11	M12
2003	25.4	25.9	26.8	21.2	29.5	32.8	25.8	21.2	21.6	24.1	22.8
2004	31.3	31.6	30.7	25.8	31.2	44.7	58.3	51.1	47.3	39.5	29.7
2005	29.5	31.2	27.1	22.5	21.6	17.6	16.5	17.8	23.3	22.6	25.4
2006	25.6	29.6	28.8	28.3	27.3	27.8	27.7	32.8	35.5	37.7	40.3
2007	44.2	44.1	46.4	50.3	50.4	53.7	48.6	49.9	50.2	50.0	50.0
2008	66.3	73.9	70.5	72.1	64.2	39.3	44.3	44.3	33.2	24.2	27.6
2009	34.6	50.7	54.2	56.5	58.3	73.1	76.2	81.7	79.9	80.6	85.5
2010	127.6	97.3	99.8	107.6	101.9	95.5	86.9	85.6	93.4	105.8	103.0
2011	137.0	107.3	91.4	83.5	69.4	68.8	76.8	75.0	75.0		

资料来源: 中原证券, CAAM

从前两轮周期看, 7 月份不会是本轮下降周期的低谷, 因为销量下降仅持续 5 个月, 远低于前两轮周期的长度。况且, 第二轮调整较快结束, 部分原因是 4 万亿投资计划等经济刺激政策的启动。从销量回落幅度来看, 7 月低点回落幅度仅为 50%, 远低于前两轮 67-70% 的水平。另外 7 月份距离上轮低谷仅为 30 个月, 也略微偏少。

表 6: 2003 年以来重卡销量下降周期

单位: 万辆、月

	高峰	低谷	历时	回落幅度	高峰间历时	低谷间历时
第一次	58	17	12	70%	43	39
第二次	74	24	8	67%		
第三次	137	69?	5?	50%?	35	32?

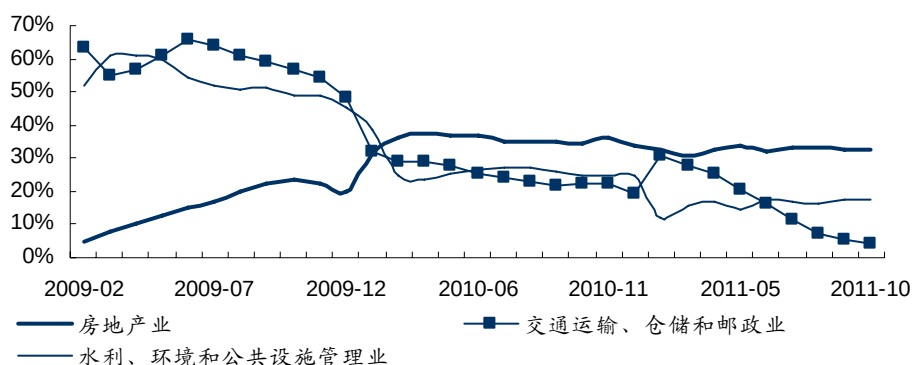
资料来源: 中原证券, CAAM

一方面, 如果宏观调控持续进行, 房地产投资增速存下滑趋势, 预计 2012 年增速仍有一个下滑过程。经济增长减速以及出口不振, 会导致公路货运需求的低迷。这会引致重卡需求继续下探。

但另一方面, 铁路、水利等基建投资的恢复较快增长, 会带动重卡需求的回升。关键的时间点是在房地产投资增速下滑趋势放缓的时候, 基建投资增长占据上风, 对重卡需求的影响将由负转正, 对应了销量的拐点。

同时前一轮重卡销售高峰售出的产品, 也将逐步进入更新期, 有望带动重卡销量回升。

图 9：2009 年以来部分主要领域固定资产投资增速



资料来源：中原证券，WIND

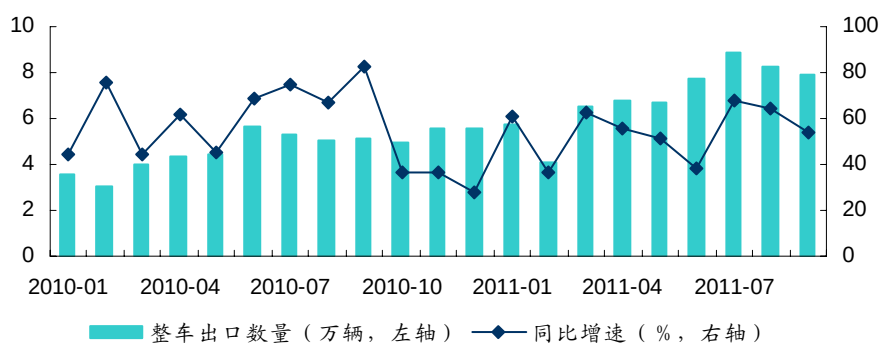
我们总体的判断是，不管未来是否出现低于 7 月份的低点，这一轮调整还将继续，预计持续时间略超 1 年。参考历史，从时间上看，景气低谷在 2012 年上半年出现的可能性最大。

2.1.3 出口销量略增

随着出口销量的增长，其增减变动对行业影响程度也日渐上升。根据中汽协统计，2011 年前 10 个月中国出口汽车 68.37 万辆，同比增长 57.38%。出口绝对增量为 24.93 万辆，占同期国内厂家批发销量增量 46.25 万辆的 53.90%。可见出口对于厂家批发销量增长的重要性。

从近几个月来看，虽然整车出口有所回落，但仍处于高位。海外经济走势的不乐观以及部分国家提高进口壁垒，会对 2012 年的出口造成不利影响，但同比大幅下降的可能性不大，预计以略增为主。

图 10：中国整车出口量



资料来源：中原证券，CAAM

综上对乘用车、商用车以及出口销量的分析，鉴于政策退出的负面影响的持续作用以及经济增速仍处于下降过程中，汽车销量增速下行趋势还将延续。随着上述负面因素的弱化，预计销量增速的低点有望在 2012 年上半年出现，后期重新步入增长趋势中。

2.2 细分行业分化减弱，或出现普升格局

在行业整体增速放缓的 2011 年，细分行业分化明显，狭义乘用车保持较好增长，货车和交叉乘用车出现下降，客车仍维持稳定增长。细分行业间销量增速差值达到 28 个百分点。其中表现最差的重卡、微卡、交叉乘用车降幅在 10% 左右，表现最好的 SUV 增长超过 18%。

表 7：近三年来细分行业销量

类型	2009		2010		2011M1-M10	
	销量(万辆)	同比增长	销量(万辆)	同比增长	销量(万辆)	同比增长
轿车	747.31	48.07%	949.43	27.05%	824.66	7.95%
MPV	24.89	26.12%	44.54	78.92%	40.62	14.69%
SUV	65.88	47.15%	132.60	101.27%	126.00	18.09%
交叉乘用车	195.04	83.39%	249.21	27.77%	184.70	-9.82%
重卡	42.51	22.75%	101.74	59.93%	76.93	-10.53%
中卡	25.80	24.56%	27.18	4.94%	24.00	3.59%
轻卡	155.96	29.98%	195.98	26.13%	159.01	-5.72%
微卡	50.57	72.80%	61.21	19.90%	40.46	-10.45%
大客	4.72	7.20%	6.88	45.87%	5.63	6.91%
中客	8.19	3.59%	89.88	9.68%	7.14	1.05%
轻客	22.49	3.42%	28.44	26.42%	26.86	14.09%
合计	1364.48	46.15%	1806.19	32.37%	1516.05	3.15%

资料来源：中原证券，CAAM

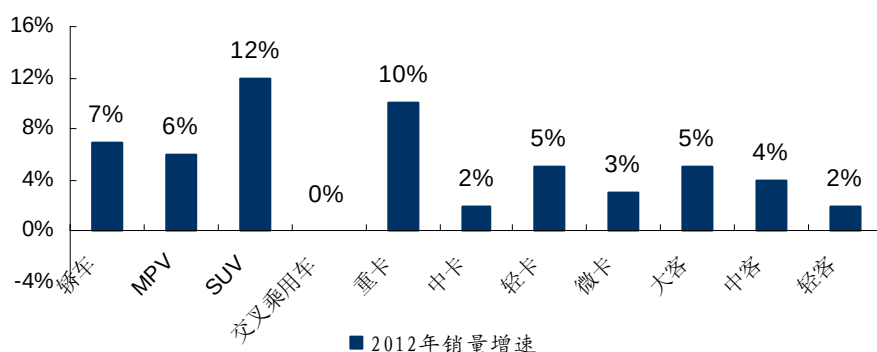
我们预计 2012 年总体销量增速有所回升，达到 6%，同比增速呈前低后高分布，一季度出现负增长。细分行业分化现象减弱，可能出现普遍增长的格局。

如前文所述，鉴于汽车刺激政策退出的后遗症逐渐弱化，乘用车将进入自主增长阶段。预计轿车增长 7%，MPV 增长 6%，SUV 增长 12%，交叉乘用车因产品功能所限表现可能仍不理想。

经过一年多的调整，在铁路等运输方式的供给没有大幅改善之前，货车行业有望重新进入增长趋势中，预计全年重卡销量增长 10%，中卡 2%，轻卡 5%，微卡 3%。

对于客车部分，我们仍延续前期的观点，其稳定增长的格局未变。预计大客和中客增长 6%，轻客 4%。

图 11：细分行业销量预测

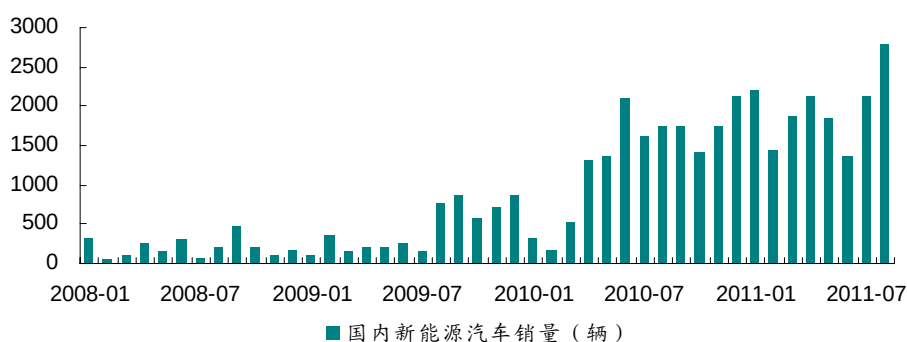


资料来源：中原证券

对于新能源汽车，经过前一轮的政策刺激，行业发展由初期的火爆回归平静。技术尚未突破，模式存在争议，配套设施还待跟上。整个行业正进入反思过程中。新能源汽车规划的难产，也表明未来发展方向、力度和模式尚未确定。未来走向还需要观察。

对于新能源汽车市场销量，国家政策的推动作用无疑是巨大的。国家和地方政府的补贴，一定程度上促进了销量的提升。2008年以来，国内新能源汽车销量迅速增长，2010年全年已经达到1.63万辆。2011年11月，四部委发布《关于进一步做好节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》，要求地方政策在拍照拍卖、摇号、限行、以及停车费、通行费等方面向新能源汽车进行倾斜，并加大基础设施建设力度。如果上述政策得到落实的话，那么新能源汽车的使用费用会大大降低，其吸引力将显著增加，有望促进销量进一步提升。

图 12：2008 年以来国内新能源汽车销量



资料来源：中原证券，WIND

3. 新车型上市促企业销量增长

随着市场规模的增长，厂家不断推出新车型以满足消费者个性化需求。

分析 2004-2005 年市场可以看出，在整体市场规模增长有限的情况下，新车型上市对单一企业销量提升具有重要意义。

上海大众和一汽大众等企业，凭借捷达、桑塔纳等车型，在前期发展中占据优势。但随着车型老化，加上鲜有新车型上市，在 2004-2005 年的市场竞争中落于下风，出现较大幅度的销量下滑。而上海通用、一汽丰田、东风日产、北京现代等企业，通过持续推出新车型，在市场低迷期中表现突出，部分企业销量增速甚至达到 100% 以上。

如果以销量衡量，成功的新车型首先需要有庞大的目标群体。凯越、花冠、伊兰特等畅销车型，集中在市场规模最大的 A 级车市场。如果是小众车型，即使表现出色也难以称得上畅销。

当然并非所有新车型都能获得成功，如上海大众的 GOL，市场反响一般，对企业销量贡献不大，反而有可能拖累企业业绩表现。

表 8：2004-2005 年部分企业推出的新车型与销量增速情况

企业	新车型		销量增速	
	2003	2004	2005	2004
一汽轿车	马自达 6			-1%
上海大众	GOL	途安		-11%
上海通用	凯越	凯越两厢	景程、乐骋、凯迪拉克、荣御	25%
一汽大众	奥迪 A4、高尔夫		开迪	1%
广州本田	飞度	飞度两厢		73%
一汽丰田		花冠	皇冠、普锐斯、锐志	57%
神龙汽车	塞纳	标致 307		-14%
东风日产	阳光	天籁	颐达、骐达	-7%
奇瑞汽车	旗云、QQ、东方之子		瑞虎	1%
东风悦达起亚		嘉华、远舰	赛拉图	23%
北京现代	伊兰特		御翔、途胜	176%
东风本田		CRV		-

资料来源：中原证券，CAAM

在 2011 年相对低迷的市场中，新车型的作用同样突出。前 10 月销量增速领先的东风悦达起亚、上海通用、上海大众、东风日产等，无一不是新车型频出。而持续未出新车型的企业，如一汽丰田、长安福特马自达、东风本田等，普遍表现较差。

表 9：2010-2011 年部分企业推出的新车型与销量增速情况

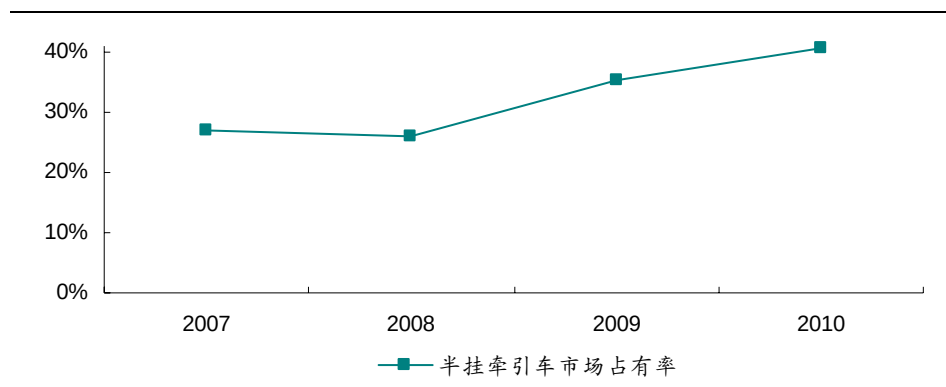
企业	新车型		销量增速	
	2010	2011	2010	2011 年前 10 月
上海大众	新 POLO 两厢、途观	新帕萨特、新途安	38%	19%
上海通用	英朗、新赛欧	爱唯欧、新 GL8	43%	21%
一汽大众	CC、Q5	新迈腾	30%	18%
北京现代	瑞纳、IX35	新索纳塔	23%	7%
奇瑞		E5	35%	-3%
东风日产	玛驰	新阳光、新骐达、楼兰	27%	19%
比亚迪	E6、L3	G3 两厢、G6、S6	16%	-16%
一汽丰田			21%	4%
吉利	帝豪 EC8		26%	6%
长安福特马自达			30%	3%
广汽本田	歌诗图	理念	6%	-11%
东风神龙	C5、标致 408	标致 508	38%	11%
东风悦达起亚	智跑	K5、K2	38%	28%
广汽丰田		逸致、新凯美瑞	29%	0%
东风本田			24%	-6%
一汽轿车	马自达 8		44%	-6%

资料来源：中原证券，CAAM

在推出新车型作用的同时，如果老车型过度衰落，企业整体销量增长也会大打折扣。以比亚迪为例，不可否认 L3、G6、S6 等新车型，对环比改善具有重要作用，但因主力车型 F3 处于持续大幅下滑过程中，企业整体销量仍出现负增长。直到 F3 滑落到谷底，上述新车型的作用才会逐渐显现出来。

不仅是乘用车，在商用车领域也存在新车型的拉动作用。一汽解放 J6 重卡于 2007 年 7 月下线，2009 年销量达到 1.8 万辆，在牵引车畅销的 2010 年销量超过 6 万辆，占当年一汽重卡总销量的 26%。在 J6 重卡的带动下，一汽在重卡领域的占有率逐年提高，特别是在具有产品优势的半挂牵引车领域，市场占有率从 2007 年的 27.02% 大幅上升到 2010 年的 40.57%。

图 13：一汽集团半挂牵引车市场占有率



资料来源：中原证券，CAAM

据统计,将有超过 70 款的狭义乘用车新车型在 2012 年上市,其中主要上市公司及旗下企业新车型超过 20 款。其中上海汽车、悦达投资、长城汽车等有新车型持续投放;长安汽车、一汽轿车、江淮汽车等一改 2011 年无新车型上市的境况,2012 年加大了新车投放力度。比亚迪新车型集中于 2011 年上市,2012 年暂无新车型计划。

我们统计估算上市公司新车型销量增量的影响。其中悦达投资、长城汽车、比亚迪、长安汽车新车型增量带来的销量增幅都在 15%以上,将对公司总销量产生积极影响。

表 10: 主要上市公司新车型 2012 年销量增量

上市公司	旗下企业	2011 年新车型	2012 年新车型	新车型预测 增量(万辆)	相对于 2011 年销量增幅
上海汽车	上海大众	新帕萨特、新途安	新桑塔纳、朗逸两厢	7.0	6.1%
	上海通用	爱唯欧、新 GL8	科帕奇、迈锐宝	12.1	10.1%
	上汽乘用车	MG3、荣威 W5	新荣威 750	1.8	19.1%
	上汽通用五菱	宝骏		4.2	51.5%
	合计			25.1	9.9%
长安汽车	长安福特		新福克斯、KUGA、C-MAX、 嘉年华 SUV	5.5	13.6%
	长安马自达		马 3 两厢、CX-5		
	长安铃木		天语锐骑	2.4	10.8%
	长安汽车	CX30	逸动、欧诺	4.8	23.0%
	合计			12.7	15.2%
一汽轿车	一汽轿车		B30、B90	3.5	14.4%
	合计			3.5	14.4%
悦达投资	东风悦达起亚	K5、K2	K3	15.0	36.6%
	合计			15.0	36.6%
江淮汽车	江淮汽车		B-SUV	1.2	5.3%
	合计			1.2	5.3%
比亚迪	比亚迪	G3 两厢、G6、S6		7.4	17.2%
	合计			7.4	17.2%
长城汽车	长城汽车	C50、H6、C20R	H7、M4	8.8	26.0%
	合计			8.8	26.0%

资料来源: 中原证券, CAAM

注: 2011 年新车型已经扣减 2011 年销量, 2012 年新车型计入全部, 新车型投放存在不确定性; 增幅是指上述增量与 2011 年预测总销量的比例, 未考虑老车型表现

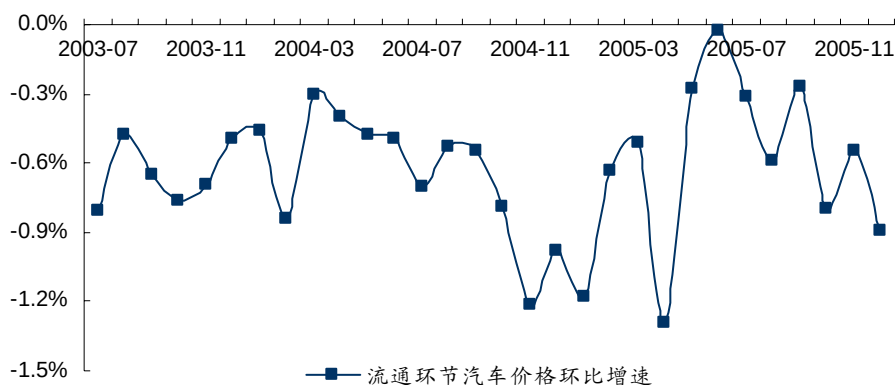
4. 对比 2004-2005 年：产能扩张后的阵痛

4.1 2004 年-2005 年：产能增幅大，存降价基础

2004-2005 年是汽车行业一段低谷期，销量增速趋缓，行业盈利能力下滑，利润出现了同比下降，对未来的行业走向具有很好的参考意义。

与此相对应的是汽车价格的表现。2003-2005 年汽车价格处于持续下降过程中，其中以 2004 年 7 月至 2005 年 4 月期间跌幅最大，平均月跌幅达到 0.84%。

图 14：2003-2005 年流通环节汽车价格指数环比增速



资料来源：中原证券，WIND

作为市场化定价产品，汽车价格的下跌不外乎供求关系的变化。

供给方面，一个因素是进口汽车。从 2005 年开始，国家取消了进口汽车配额管理，并将关税从 34.2% 逐步降低至 25%，这一预期直接影响国内汽车市场的定价水平。另一个因素是国内厂家的大幅扩产。面对 2002-2003 年销售高增长期，大多合资企业选择了扩产或进入，这些动作基本在 2004-2005 年完成。经统计的 10 家企业原有产能 130 万辆，合计新增产能 113 万辆，产能增幅高达 87%，不少企业增幅在 100% 以上，并且出现东风本田这样的新进企业。



表 11: 2004-2005 年部分企业扩产情况

单位: 万辆

企业	时间点	扩产情况	原有产能	新产能	产能增幅
广州本田	2004 年	扩产	12	12	100%
东风悦达起亚	2004 年	扩产	5	5	100%
东风日产	2004 年	花都新工厂和襄樊工厂相继投产	10	15	150%
东风本田	2004 年	新投产	0	3	—
北京现代	2004 年 4 月	二期投产	5	10	200%
一汽轿车	2004 年 7 月	新基地投产	5	5	100%
一汽大众	2004 年 12 月	二厂投产	33	33	100%
一汽丰田	2005 年 3 月	二厂投产	12	10	83%
长安铃木	2005 年 5 月	扩产	12	8	67%
上海通用	2005 年 12 月	南厂投产	36	12	33%
合计			130	113	87%

资料来源: 中原证券

从需求方面看, 经过 2002-2003 年的爆发式增长后, 2004 年的市场重归平静, 全年汽车销量为 507.11 万辆, 同比增长 15.50%, 增速远逊于前两年。其中 2004 年 6 月至 2005 年 4 月表现最差, 同比增速一直在 15% 以下, 2005 年前两个月甚至出现同比下降 8% 的情况。

图 15: 2004-2005 年月度汽车销量同比增速



资料来源: 中原证券, CAAM

供给的大幅增加和需求增长趋缓是汽车价格下降的根本原因。大量新车型低价入市, 使得老车型出现大幅降价。龙头企业的低定价策略带动其他企业跟随降价, 形成普遍降价的市场气氛。除此之外, 成本的下降和较高的利润空间为降价提供了基础。

汽车行业的规模经济特征明显, 单位产品成本随生产规模增加而下降, 这在 2002-2003 年产销量迅速增长后尤其明显。同时随着行业发展, 一些中高档轿车零部件由原先的完全依赖进口发展到基本实现国产化, 带来成本的大幅下降。另外生产管理效率的提高也进一步促进单位生产成本的快速降低。成本的下降为汽车降价提供了一定空间。

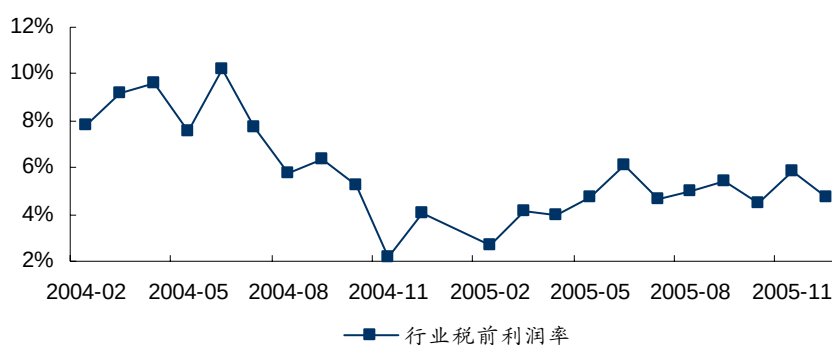
从利润率来看, 2004 年上半年, 我国轿车企业毛利率高达 22.6%, 上海

通用更以 36%的毛利率高居榜首。单车利润更远高于国际成熟汽车市场，以通用和大众为例，2003 年别克、帕萨特在中国单车利润分别为 4000 美元和 3000 美元，而在美国均在 600 美元左右，利润差异巨大。

虽然经过 2002-2003 年的持续降价，已有部分中档及中低档轿车接近国际市场价格，但几乎所有在国内生产的合资中高档汽车价格均高于国际市场定价。随着产能扩张、新车型上市带来的市场竞争加剧，汽车市场价格下降在所难免。

过度降价带来了行业盈利能力的下降。行业税前利润率自 2004 年 6 月见高点 10.17%后，逐步下行，到 2004 年 11 月达到低点 2.14%，恶化速度不可谓不快。2004 年 11 月-2005 年 2 月，税前利润率一直处于较低水平，这一时间段与销量的最差表现期以及汽车价格加速下滑期基本吻合。也可以说，2004 年 11 月至 2005 年 2 月是汽车行业景气低点。

图 16: 2004-2005 年月度行业税前利润率



资料来源：中原证券，CAAM

表 12: 销量、价格和行业盈利能力的阶段表现

	时间段	表现
汽车销量	2004 年 4 月-2005 年 2 月	同比增速逐步下降，出现负增长
汽车价格	2004 年 11 月-2005 年 4 月	加速下降
盈利能力	2004 年 7 月-2005 年 2 月	迅速下滑

资料来源：中原证券

通过比较可以发现，行业盈利能力拐点发生在产能扩张中途和降价中途，而非末端。一方面是销量增速出现拐点，规模效应开始显现，另一方面，管理和工艺等方面的改进，使得成本费用下降，抵消并超出了降价影响。这其中部分也可以理解为企业应对市场变化进行了调整，包括调整产品结构、紧缩开支、挖潜降成本等。



4.2 2011 年-2012 年：产能增幅较小，车价基本合理

汽车市场的每次爆发都带来企业产能的扩张，这一次也不例外。从统计的 10 家企业看，新增产能在 10-30 万辆之间，这一数值基本是一个工厂的产能量值。这一绝对值高于 2004-2005 年扩张周期，但增幅却远远低于前期水平。与原有产能相对，这一轮扩张的产能增幅大多在 30%左右，而前期增幅基本在 100%水平。

表 13：2011-2012 年部分企业扩产情况

单位：万辆

企业	时间点	扩产情况	原有产能	新增产能	产能增幅
上海大众	2011 年	南京工厂扩产	97	20	21%
上海通用	2012 年	东岳基地扩产	110	24	22%
一汽大众	2011 年	成都工厂扩产	100	25	25%
北京现代	2012 年	第三工厂投产	70	30	43%
奇瑞	2012 年	大连基地投产	70	20	29%
东风日产	2012 年	花都二工厂投产，襄樊工厂扩产	72	32	44%
一汽丰田	2012 年	丰越新工厂投产	46	10	22%
长安福田马自达	2012 年	第三工厂投产	50	15	30%
广汽本田	2012 年	增城工厂扩产	36	12	33%
东风本田	2012 年	第二工厂投产	24	6	25%
合计			675	194	29%

资料来源：中原证券

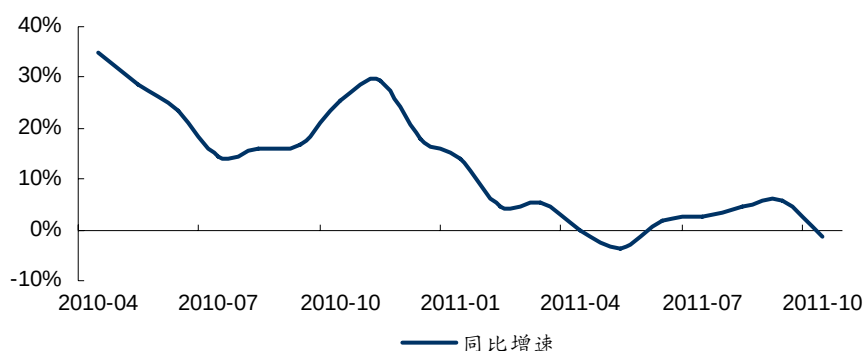
注：原有产能大多为实际产能，新增产能为设计产能

一般对于一个工厂来说，5-10 万辆的年产销量可以达到盈亏平衡，20-30 万辆水平可以获得较好的收益。2004-2005 年，部分企业年产量在 10 万辆左右，在产能翻番的情况下，新增产销量需要达到 5 万辆以上才能维持平衡或者获取收益。其销量增长应达到 50%以上，这无疑是一个巨大压力。在需求增长趋缓的背景下，降价促销是达到这一目标的最好方式。但最终结果来看，由于市场规模增长有限，仅少数几个企业增速能达到 50%以上。

对于这一轮扩张的企业来说，多数合资企业在 2009-2010 年的高峰期产能紧张，产量的提高主要通过加班加点完成，典型的例子就是上海大众和上海通用。即使销量不增长，这次扩产新增的产能也只是减少了原先的加班加点，尚难以对经营造成压力，也就没有了大幅降价促销的基础原因。当然对于部分细分车型领域，不排除部分企业为打击竞争对手、抢占市场份额而采取降价行为。

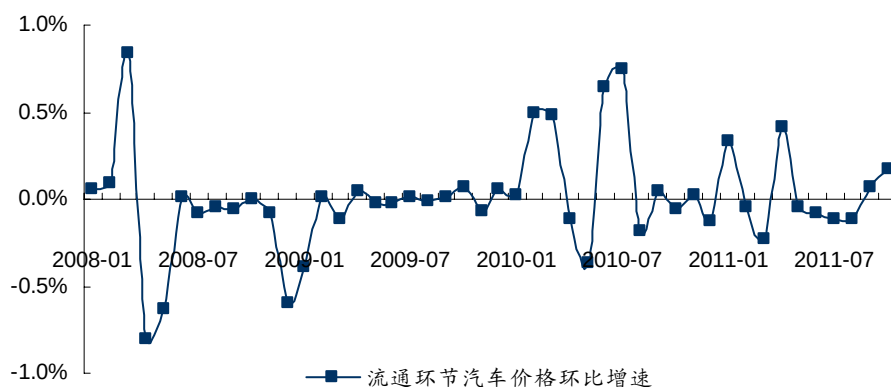
从 2011 年来看，虽然销量增速趋缓，甚至出现同比下降情况，但尚未出现大幅降价情况，车价处于稳中有降走势中。

图 17: 2010-2011 年月度销量同比增速



资料来源：中原证券，CAAM

图 18: 2008-2011 年流通环节汽车价格环比增速



资料来源：中原证券，WIND

我们判断未来大幅降价的可能性较小。首先，如前所述，这一轮产能扩张的相对增幅并不高，更多是缓解合资企业此前紧张的产能瓶颈问题，对行业整体产生的压力不会很大。

其次，目前中国车价已经相对合理。与国际车价相比，高端车价格仍偏高，中低端车价格相近或者偏低。近几年中国汽车出口增长较快，也从侧面表明国产汽车特别是自主品牌产品具有国际竞争力。

表 14: 部分合资品牌车型在不同国家的销售指导价

单位：万元

车型	级别	中国售价	美国售价	日本售价	英国售价
丰田雅力士	A0	8.7-12.56	9.01-9.89	8.40-14.30	11.19-15.34
福特福克斯	A	10.48-14.88	11.20-15.21	8.02-14.36	16.68-27.62
大众帕萨特	B	21.88-31.08	18.10-19.10	25.98-29.99	19.69-27.12
奔驰 E 系	C	46.5-71.00	32.19-57.28	50.85-86.62	30.15-79.22

资料来源：中原证券，盖世汽车网

注：各国计税方式存有差异，同一车型可能存在代次和配置的不同

第三，成本再降低的空间小，且存在上升可能。对于一个企业来说，产量从 5 万到 30 万，和从 50 万到 80 万，规模提升对降成本的作用是不可比的。受经济规模限制，随着企业产销量的扩大，成本的边际改善是下行的。如果管理不善，单车成本反而可能上升。

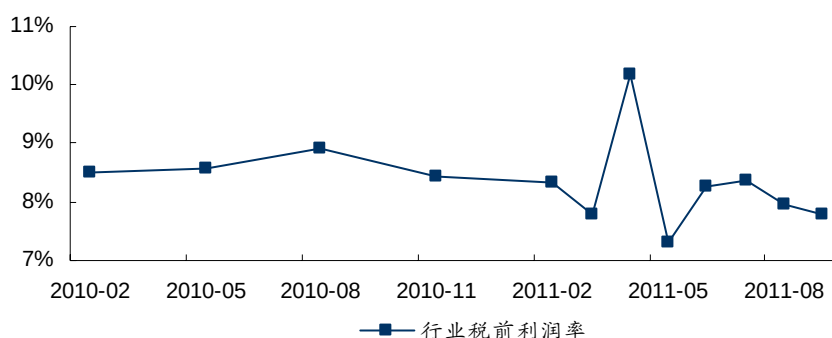
第四，经历了 2004-2005 年的惨淡市场，企业对降价保持谨慎态度。目前部分企业，特别是自主品牌企业，业绩表现不理想。面对业绩压力，企业没有一味低价竞争，更多采取了调整产品结构的策略，如帝豪 EC7、腾翼 C30 等的成功就是注重品质的表现。事实也证明，在近似寡头竞争的市场结构中，低价竞争最终也会损害企业本身的利益。

虽然大幅降价可能性较小，但不排除阶段性降价的情况。四季度以来，市场销量表现不理想，存在一定范围内的降价，特别是利润丰厚的中高级车市场，价格已经有所松动。

在其他因素相对稳定的情况下，只要不出现大幅降价情况，即使出现阶段性降价，行业盈利能力受损有限。2011 年以来行业税前利润率的走势也能说明这一点。

随着 2012 年销量重新进入增长通道，原材料成本回落，以及企业管理的改善，预计 2012 年上半年有望迎来盈利能力拐点。与 2005 年的类似，这一盈利能力拐点出现在产能扩张中途。

图 19：2010-2011 年行业税前利润率



资料来源：中原证券，CAAM

5. 盈利能力止跌助估值水平提升

2009 年以来，汽车板块估值一直处于较低水平。除了受整体估值水平限制外，市场对汽车行业销量增速和盈利能力下滑的担心是压制估值提升的主要原因。实际上 2011 年以来，市场的担心得到验证，销量增速和盈利能力出现双降。

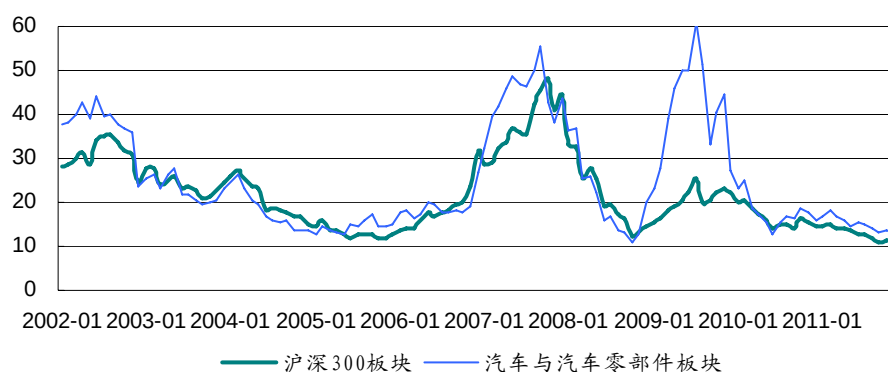
预计 2012 年上半年出现行业盈利能力低点。随着销量增速回升，汽车板块业绩同比增速有望从 2012 年下半年开始由负转正。2012 年上半年行业景气低点过后，板块估值水平有望得到提升。

表 15: 汽车板块财务表现与预测

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4E	12Q1E	12Q2E	12Q3E	12Q4E
行业年化销量（万辆）	1976	1714	1726	1811	2139	1700	1802	1797	1967	1874	2000	2013
收入（亿元）	1889	2259	2025	2255	2405	2318	2213	2246	2459	2436	2500	2536
税前利润（亿元）	175	188	169	161	207	182	154	151	160	158	170	180
税前利润同比增速					18.5%	-3.0%	-8.9%	-6.4%	-22.8%	-13.0%	10.7%	19.6%
税前利润率	9.3%	8.3%	8.3%	7.1%	8.6%	7.9%	6.9%	6.7%	6.5%	6.5%	6.8%	7.1%

资料来源：中原证券，WIND

图 20: 近 9 年汽车板块与沪深 300 板块 TTM 整体法市盈率比较



资料来源：中原证券，WIND

图 21: 近 9 年汽车行业整体法市净率变化趋势



资料来源：中原证券，WIND

从重点公司相对估值来看，截止 2011 年 11 月 25 日 A 股汽车板块 2011 - 2012 年动态市盈率分别为 14.79 倍和 11.93 倍。其中整车板块较低，销售与服务板块最高，零部件板块上市公司跨度较大。

表 16: 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	14.09	8.41	7.53	1.91	买入
	一汽轿车	1.14	0.55	0.75	5.47	8.85	7.76	16.09	11.80	1.62	增持
	江淮汽车	0.90	0.55	0.68	4.38	6.68	7.42	12.15	9.82	1.53	增持
	长安汽车	0.42	0.25	0.34	3.05	4.39	10.45	17.56	12.91	1.44	买入
	悦达投资	1.31	1.65	1.80	4.16	12.06	9.21	7.31	6.70	2.90	增持
	比亚迪	1.07	0.44	0.52	8.55	24.50	22.90	55.68	47.12	2.87	观望
	平均						9.79	12.30	9.75	1.88	
商用车	星马汽车	1.43	1.50	1.72	6.55	13.08	9.15	8.72	7.60	2.00	增持
	金龙汽车	0.53	0.50	0.61	4.13	6.97	13.15	13.94	11.43	1.69	观望
	中国重汽	1.60	1.18	1.52	8.97	15.49	9.68	13.13	10.19	1.73	增持
	江铃汽车	1.98	2.02	2.24	8.02	20.81	10.51	10.30	9.29	2.59	增持
	福田汽车	0.78	0.57	0.68	4.08	6.94	8.90	12.18	10.21	1.70	增持
	平均						10.28	11.65	9.74	1.94	
零部件	宁波华翔	0.77	0.59	0.70	4.75	9.82	12.75	16.64	14.03	2.07	增持
	福耀玻璃	0.89	0.80	0.91	2.94	8.12	9.12	10.15	8.92	2.76	增持
	华域汽车	0.97	1.16	1.32	6.22	9.20	9.48	7.93	6.97	1.48	增持
	中鼎股份	0.52	0.65	0.83	2.28	11.24	21.62	17.29	13.54	4.93	增持
	天润曲轴	0.40	0.47	0.58	5.17	13.68	34.20	29.11	23.59	2.65	观望
	一汽富维	2.70	2.37	2.81	11.48	20.54	7.61	8.67	7.31	1.79	买入
	银轮股份	1.00	1.00	1.25	5.57	16.28	16.28	16.28	13.02	2.92	增持
	万里扬	0.44	0.34	0.39	5.39	9.95	22.61	29.26	25.51	1.85	观望
	威孚高科	2.36	2.41	3.02	8.31	33.42	14.16	13.87	11.07	4.02	买入
	潍柴动力	4.07	3.67	4.47	13.21	34.82	8.56	9.49	7.79	2.64	增持
	平均						15.64	15.87	13.18	2.71	
销售与服务	亚夏汽车	0.86	1.21	1.76	8.88	32.23	37.48	26.64	18.31	3.63	增持
	庞大集团	0.47	0.37	0.51	3.73	9.58	20.38	25.89	18.78	2.57	观望
	物产中大	0.76	0.98	1.12	5.01	8.96	11.79	9.14	8.00	1.79	增持
	平均						23.22	20.56	15.03	2.66	
全部平均							14.19	14.79	11.93	2.36	

资料来源: 中原证券

备注: 股价为 2011 年 11 月 25 日收盘价, 平均值已剔除比亚迪

6. 投资策略

在政策退出和经济减速的双重影响下，汽车销量增速还将下行，2012年一季度可能出现较大幅度负增长，后期增速有望回升。预计2012年全年销量增长6%，或将出现细分行业普增格局。与2004-2005年相比，此轮低迷期盈利能力下降空间有限。随着销量回升，原材料成本回落，以及企业管理的改善，预计2012年有望迎来行业景气拐点。

鉴于行业先下后上的走势，我们维持行业“同步大市”评级。建议关注行业拐点过后的趋势性投资机会。特别建议重点关注销量与盈利能力同增长的企业，其在景气回升过程中，业绩弹性更大。一部分是因为新车型上市推动企业销量增长或者结构改善，同时带动盈利能力回升。如长安汽车等。另一部分是以重卡为代表的货车行业相关企业，有望进入新一轮景气周期，如福田汽车、中国重汽、威孚高科等。也建议关注估值偏低、业绩稳定的龙头企业的估值修复机会，如上海汽车、一汽富维等。

重点上市公司：

■ 长安汽车（000625）

长安福特马自达即将分拆，股权关系的理顺有利于两个合资公司战略的各自调整，并加快推出新车型。我们看好分拆带来的长期利好，当然短期内不排除因为业务调整、新厂投产等原因出现的业绩波动。

长安铃木也有新车型天语锐骑上市，业绩贡献有望稳步提高。长安标致的成立，有望成为新的业绩增长点。

受益于新车型上市，公司自主品牌表现较稳定，前10月销量增长14%，2012年将有逸动、欧诺上市，未来有望带动母公司扭亏为盈。公司交叉乘用车和微卡受行业政策退出影响较大，前10月销量下滑28%，导致母公司出现亏损。随着政策负面效应趋于弱化，未来进一步恶化的可能性较小。

预计公司2011-2012年EPS分别为0.25元和0.34元，按11月25日收盘价计算市盈率分别为17.56倍和12.91倍，给予长期“买入”评级。

■ 福田汽车（600166）

公司与戴姆勒合资项目成行，将带来长期的技术水平和品牌影响力的提升。产能的扩张虽然短期内使得折旧摊销成本上市，但也使得未来行业景气回升时不会受制于产能瓶颈问题。

受成本、费用上升等因素影响，短期内公司盈利能力有所下滑。随着销量的提升和行业回暖，未来业绩上升空间较大。

预计公司2011-2012年EPS分别为0.57元和0.68元（未考虑评估增值收益），按11月25日收盘价计算市盈率分别为12.18倍和10.21倍，给予“增

持”评级。

■ 威孚高科（000581）

公司业务集中于燃油喷射系统和尾气处理系统，都是未来汽车降低油耗减少排放的重要部件。未来行业发展前景突出。

重卡行业的景气回升拉动公司产品需求。柴油车国四排放标准即将实施（虽然时间尚难确定），将刺激公司和合资企业相关业务快速发展。

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 2.41 元和 3.02 元，按 11 月 25 日收盘价计算市盈率分别为 13.87 倍和 11.07 倍，给予“买入”评级。

■ 上海汽车（600104）

公司是国内汽车行业龙头，其在乘用车领域的地位尚无人能撼动。

上海大众产能扩张和新车型投放同步进行，产能利用率仍会维持高位。TSI 和 DSG 系统较易达到新节能汽车补贴政策的门槛，有望占得先机，提高市场占有率。

上海通用新车型持续推出，销量增速一直好于行业整体，盈利能力处于高位。2011 年及以后陆续推出新款 GL8、科帕奇、迈锐宝等新车型，将为未来增长奠定基础。

预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.89 元和 2.11 元，按 11 月 25 日收盘价计算市盈率分别为 8.41 倍和 7.53 倍，估值偏低，给予“买入”评级。

7. 风险提示

- 政策调整。前文所述的观点是基于目前已知的政策环境做出的判断，如果未来国家和产业政策出现大的调整，行业基本面走向将受影响。
- 销量增速达不到预期。政策退出后遗症的影响程度存在不确定性，宏观经济走向也会影响销量走势。
- 市场竞争激烈程度和降价幅度超出预期。虽然我们判断未来汽车价格将缓降企稳，但不能排除市场陷入恶性竞争的可能性。
- 原材料价格大幅波动。
- 海外市场贸易保护主义加剧。

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分析师资格。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。