

汽车行业 2012 年投资策略

——竞争日趋激烈 着眼结构性机会

可选消费/汽车与零部件

优于大势

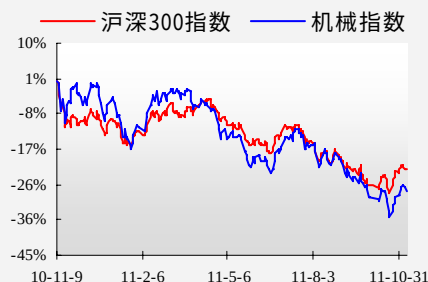
维持评级

发布时间：2011 年 12 月 5 日

投资要点：

- 2011-2015 年，中国汽车市场销量增速开始进入稳健增长长期，年复合增长 10%-12%，略高于 GDP 增速。汽车厂家之间的竞争明显加剧，优秀的企业竞争优势开始凸现出来，存在潜在问题的企业将苦苦挣扎。资本市场上，汽车股的投资机会呈现明显的结构性。
- 2011 年是中国汽车市场的调整年，2012 年有望开始新一轮的恢复性增长，其中乘用车销量增长 12%左右，商用车销量增速在 5%左右。目前各种利好汽车行业的因素正在积聚，2012 年汽车股的投资机会应该会好于 2011 年。
- 关于合资品牌和自主品牌的竞争问题，我们与市场普遍观点有所不同：合资品牌企业并不是一直处于绝对优势地位，自主品牌企业也绝不是一直出绝对劣势地位。
- 新能源汽车、校车采购、政府采购成为 2012 年汽车行业的三个投资主题。2012 年底私人购买新能源汽车补贴结束，所以 2012 年是新能源汽车发展的关键之年；随着《校车安全条例》的推出，各校车相关上市公司有望迎来机会；2012 年政府公车采购大改革，为自主品牌企业发展带来机遇。
- 我们对汽车股的后市表现谨慎乐观，维持汽车行业“优于大势”的投资评级，维持乘用车子行业、汽车零部件子行业“优于大势”的投资评级，维持商用车子行业“同步大势”的投资评级。
- 乘用车企业建议重点关注上海汽车、悦达投资、长城汽车、江淮汽车等。零部件企业建议重点关注华域汽车、天润曲轴等。客车企业具有出口优势、受惠新能源客车、校车规范等积极影响，建议重点关注宇通客车、安凯客车、福田汽车等。

走势图



子行业	评级
乘用车	优于大势
零部件	优于大势
商用车	同步大势

重要公司	评级
上海汽车	推荐
宇通客车	推荐
江淮汽车	推荐
悦达投资	推荐
长城汽车	推荐
华域汽车	推荐

分析师：刘立喜

执业证书编号：S0550511020007

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulx@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

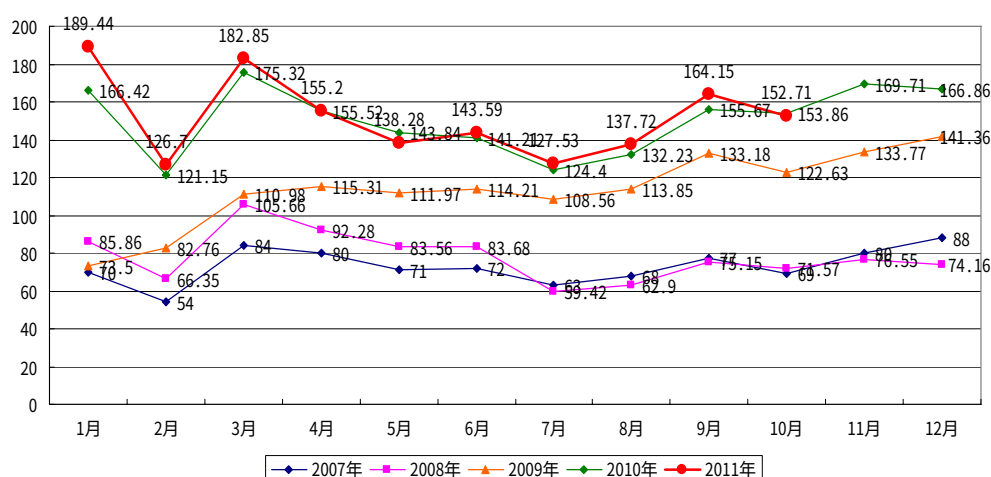
一、行业回顾与展望：

1、2011 年是中国汽车市场的低速增长年，也是中国汽车市场的调整年。

首先回顾 2011 年 1-10 月的汽车销售情况，对 2011 年的中国汽车市场给予定性的判断。

(1) 1-10 月销量情况回顾：1-10 月，汽车销售累计 1516.06 万辆，同比增长 3.30%，较 1-9 月累计销量同比增幅下降 0.48 个百分点。全年销量增速预计在 3% 左右。

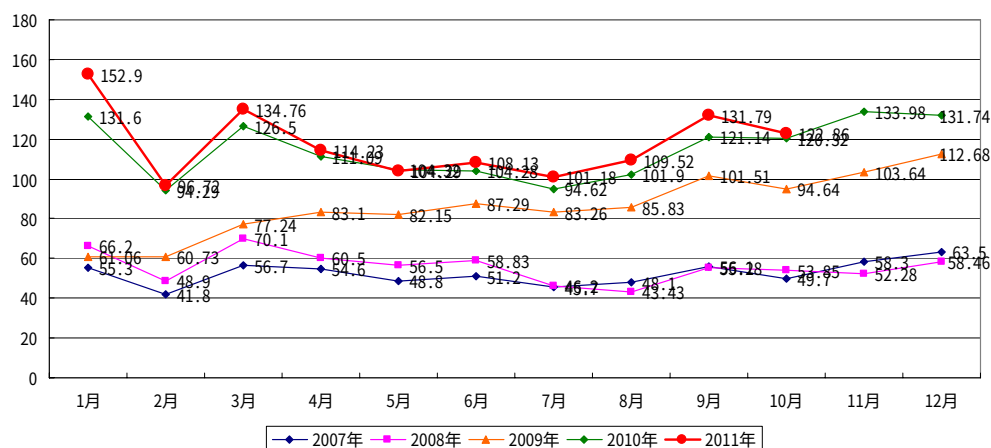
2007-2011 年汽车月度实际销量（单位：万辆）



资料来源：中汽协 东北证券整理

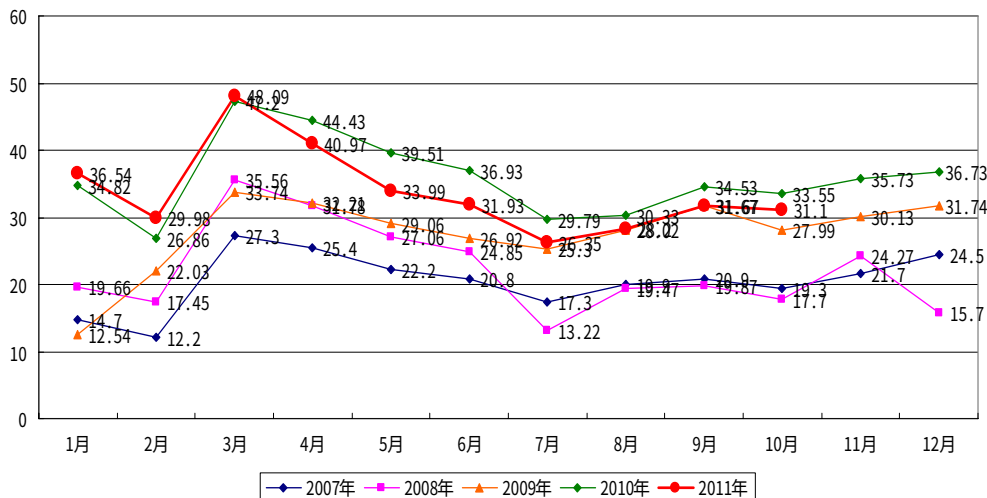
1-10 月，乘用车累计销售 1176.38 万辆，同比增长 5.97%；商用车累计销售 338.82 万辆，同比下降 5.34%。乘用车市场表现仍明显好于商用车。

2007-2011 年乘用车月度实际销量（单位：万辆）



资料来源：中汽协 东北证券整理

2007-2011年商用车月度实际销量（单位：万辆）



资料来源：中汽协 东北证券整理

(2) 与年初判断的比较。我们在《2011 年度汽车行业投资策略》的判断：连续两年高速增长后，2011 年进入低速增长阶段，预计销量增长率 15%左右。

现在看来，与实际相比，明显偏高。有三个原因超越了我们判断的假设条件：

首先，宏观经济环境发生了较大变化。2011 年全年国内把控制通货膨胀作为宏观调控的首要目标，导致全年的流动性紧缩程度远超过年初的预期，极大的压缩了汽车消费。

汽车销量同比增速与 M2 正相关



资料来源：中汽协 Wind 资讯

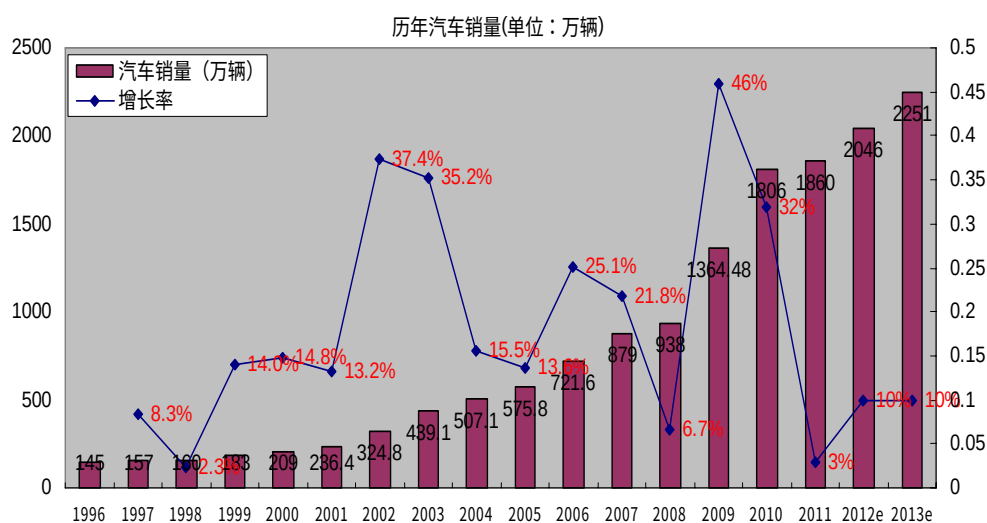
其次，欧美债务危机及其他国际形势风云变幻，导致人们对未来收入预期的不稳定的担心，也导致了汽车消费的压缩。

然后，中国进入消费时代，乘用车的消费品需求和商用车的投资品需求差距明显拉大。应该区别分析。2007 年，乘用车在汽车销量中的占比为 71.89%，2010 年，这个比例为 76.17%，2011 年 1-10 月，乘用车在汽车销量中的占比为 77.60%。

呈持续走高的态势。随着中国投资增速的下滑，消费动力持续增强，这一比例还将进一步加大，有必要区别看待。

把乘用车和商用车区分来看，2011 年 1-10 月汽车销量增速基本符合我们的预期。在如此复杂的宏观经济形势下，乘用车销量增速能达到 6% 的增速还是相当可观的，显示了中国居民汽车消费的潜力依然巨大。年初看多乘用车板块的投资机会，看淡商用车板块的投资机会，基本上是正确的。

另外，2011 年策略报告的副标题为《转型成为行业主题，着眼结构性机会》是完全正确的，即使一季度的上涨行情，也没有出现普涨的局面。2012 年我们依然强调这一点。



资料来源：中汽协 东北证券整理

(3) 2011 年是中国汽车市场的调整年。由于金融危机的影响，2008 年下半年，汽车销售出现了少有的同比负增长局面。2009 年 1 月 14 日，国务院常务会议审议并原则通过了汽车产业调整振兴规划。推出多项刺激汽车消费的政策措施。政策刺激加上中国经济 2009 年下半年开始持续向好，导致 2009 年的月度销量呈现逐月走高的非正常状态，全年销量比 2008 年增长 46%。2010 年，在既有政策刺激，加上 6 月份推出的节能补贴政策，以及全年宽松的流动性，导致 2010 年中国汽车销量比 2009 年增长了 32%。2009-2010 年两年汽车销量累计比 2008 年增长 92.72%。一系列不利于汽车市场的因素累积起来：

一是交通拥堵问题、环境问题、能源问题等，引起国家和地方的高度重视，先后出现了北京限购、广州治堵、贵州限购等现象，对整个汽车市场的消费环境造成较大的负面影响。

二是从年初开始出节能补贴政策之外的所有刺激汽车消费的政策全部取消，节能补贴政策也于 10 月 1 日大幅提高标准，2010 年提前透支消费非常明显，消费动力有一个在积累的时间。

三、连续两年的流动性释放，导致 CPI 高企，2011 年的流动性持续紧张，也抑制了汽车特别是商用车的销售。

综上诸多因素，我们认为 2011 年是中国汽车市场的调整年，2012 年有望开

始新一轮的恢复性增长，也可以说回到自然增长状态。

2、2011-2015 年，中国汽车市场销量增速开始进入稳健增长期，年复合增长 10%-12%，略高于 GDP 增速。

1996-2000 年，中国汽车销量的年均增速为 7.42%，低于 GDP 的增速。2001-2005 年中国汽车销量的年均增速为 22.56%，高出 GDP 增速 12 个百分点左右。2006-2010 年中国汽车销量增速为 25.74%，高出 GDP 增速 15 个百分点左右。那么 2011-2015 年，中国汽车销量增速如何判断？我们的判断是：**2011-2015 年，中国汽车市场销量增速开始进入稳健增长期，年复合增长 10%-15%，略高于 GDP 增速。**

(1) 我国目前千人汽车保有量仅在 77 辆左右，低于世界汽车平均千人 150 辆的保有量，更低于发达国家千人 500 辆-900 辆的保有量。中国汽车消费需求仍处在上升期。

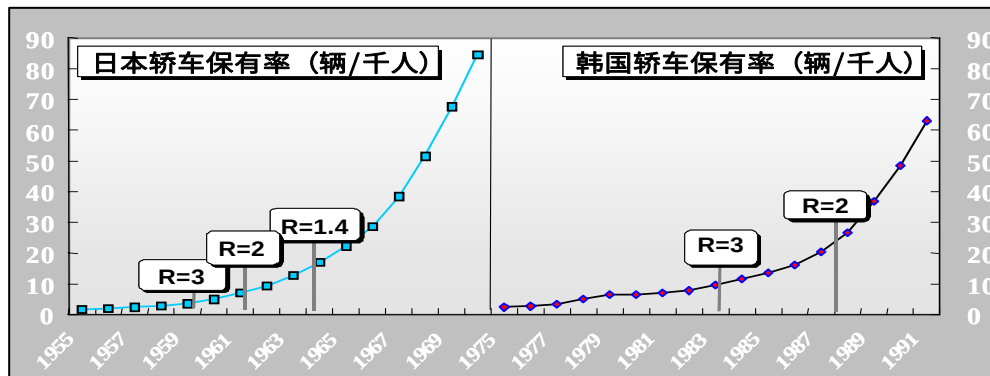
根据中国公安部交通管理局统计，截至 11 月底，中国汽车保有量达 1.04 亿辆，折合千人保有量 77 辆，其中私家汽车保有量达到 7748 万辆，折合千人保有量 58 辆。今年前 11 个月，汽车保有量增加 1361 万辆，增长 14.98%。汽车保有量今年 10 月底首次超过摩托车保有量，标志着中国机动车结构由摩托车为主体向汽车为主体转变。

另据统计，从大中城市汽车保有量情况看，达到 100 万以上的城市数量达 14 个，其中北京汽车保有量已达 472 万。与 2010 年底相比，合肥、乌鲁木齐、银川、呼和浩特、南宁、西宁、福州、长沙、兰州、西安等 10 个城市的汽车增长比率超过 20%。根据国际通用 16% 的标准，也就是每百户家庭拥有 16 辆小轿车的比例，中国有许多城市已进入汽车社会。

我们相信，在汽车的消费需求上，人性是不会改变的，中国人和外国人也没有什么区别。中国汽车的消费需求仍非常强烈。

(2) 很多人单纯以 R 值来说明我国汽车市场的发展前景，我们纠正一个误解：**汽车保有量的快速增长是正确的，但并不等于汽车销量大幅度增长。**

一般认为，根据发达国家经验，当 R 值达到 2-3 时轿车开始大规模进入家庭，汽车普及率迅速提高，汽车市场开始进入成长期。日本在 1959 年 R 值达到 3，1961 年为 2，日本轿车保有率也正是此时开始高速增长。



资料来源：CEIC 东北证券整理

根据 Wind 统计，2010 年底，中国 GDP 总量为 40.1202 万亿元，人口总量为

13.4092 亿，人均 GDP 为 3 万人民币。以单车均价 8 万元左右计算，2010 年底中国 R 值（汽车均价/人均 GDP）为 3 左右。根据发达国家经验，我国轿车保有量也应该开始进入高速增长期。我们认为这是不错的，但并不等于汽车销量的大幅度增长。举例来说，预计 2011 年中国汽车销量约为 1860 万辆，增长幅度仅为 3% 左右，扣除 300 万辆的更新需求，则 2011 年中国汽车保有量增加 1560 万辆，折合千人保有量增长 11.63 辆。汽车销量增速有限，但千人保有量却增长 20% 以上。

（3）考虑到我国汽车千人保有量进入快速增长阶段，交通、能源、环境等问题日益突出，中央政府和各级地方政府已经不能容忍汽车销量的快速增长。但作为国民经济的支柱产业，承担消费需求的大任，需要一定的增长速度。我们认为略超过 GDP 的 10% 左右的增长幅度是比较正常的。

如果超过 10% 的增长速度的话，各地方城市的交通拥堵的问题就会比较突出，超过了地方政府的管理能力，就会纷纷出台限购、治堵等问题，从而限制汽车销量的增幅；中国汽车市场目前所处的阶段和中国政府扩大内需的大政方针，也将使得汽车销量的增速不会太低。所以我们认为 10% 左右的增长幅度是适当的。

考虑到，2011 年是汽车消费的调整年，2012 年汽车销量有望出现恢复性增长，我们预测 2012 年的汽车销量增速为 10% 左右，其中乘用车销量增速在 12% 左右，商用车销量增幅在 5% 左右。

3、2011-2015 年，汽车厂家相互之间的竞争明显加剧，优秀的企业竞争优势开始凸现出来，存在潜在问题的企业将苦苦挣扎。资本市场上，汽车股的投资机会呈现明显的结构性。

“十一五”期间，市场需求的高速增长弱化了企业之间的竞争，特别是 2009-2010 年，产品供不应求，各企业忙于应对市场需求，企业之间的竞争比较弱。随着“十二五”期间汽车行业进入平稳增长阶段，汽车企业间的竞争将加剧，优秀的企业竞争优势开始凸现出来，存在潜在问题的企业将苦苦挣扎。

对汽车企业来说，‘十二五’是选拔赛，‘十三五’是淘汰赛。10-15% 的行业平稳增长，对优秀企业是个机遇。中国汽车市场的前景是光明的，但对不同细分市场 and 不同汽车企业，将在市场规律的作用下开始分化。

资本市场上，汽车股的投资机会呈现明显的结构性，不要期望过去多年的汽车股普涨普跌的格局再度重演，一定要改变过去的思维方式，一定要关注其中的结构性机会，而且只能是结构性机会。

4、关于合资品牌和自主品牌的竞争问题，我们与市场普遍观点有所不同：合资品牌企业并不是一直处于绝对优势地位，自主品牌企业也绝不是一直出绝对劣势地位。

我们整理了各主要轿车生产企业的 2011 年 1-9 月轿车销量及同比增长率情况，我们发现不能一概而论的说“自主品牌不行了”，“只有合资品牌的公司才值

得关注”等。汽车市场低速增长的阶段，企业之间的竞争非常激烈，长期心态平稳、重视品质的自主品牌企业市场表现还是有诸多亮点值得关注的。

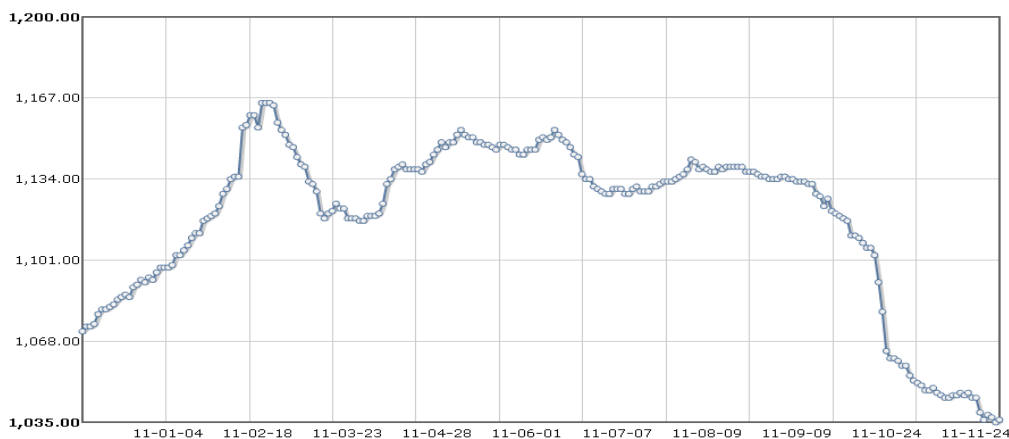
生产企业	2011 年 1-9 月累计销量 (辆)	同比增长率 (%)
北京现代	437497	1.77
比亚迪	300504	-22.08
长安福特马自达	299240	4.32
长安汽车自主	155815	18.04
长城汽车	138201	81.31
东风日产	483802	14
东风悦达起亚	221002	20.34
广汽本田	225404	-8.6
广汽丰田	119808	-14.89
华晨宝马	69933	94.64
华晨自主	102839	-17.77
吉利汽车	302281	5.98
江淮汽车	115602	38.81
奇瑞汽车	334870	-3.54
上海大众	737749	13.63
上海通用	839002	23.34
上汽自主	120360	0.28
一汽大众	719161	15.37
一汽丰田	278638	2.29
一汽轿车	183561	-4.68
重庆力帆	68889	99.15

资料来源：《汽车情报》 东北证券整理

5、各种利好汽车行业的因素正在积聚，2012 年汽车股 东 投资机会应该会好于 2011 年。

一是自年初至今，钢铁、橡胶等汽车主要原材料价格持续走低，有利于汽车行业整体毛利率的提升。

宝钢钢市综合指数成交均价指数



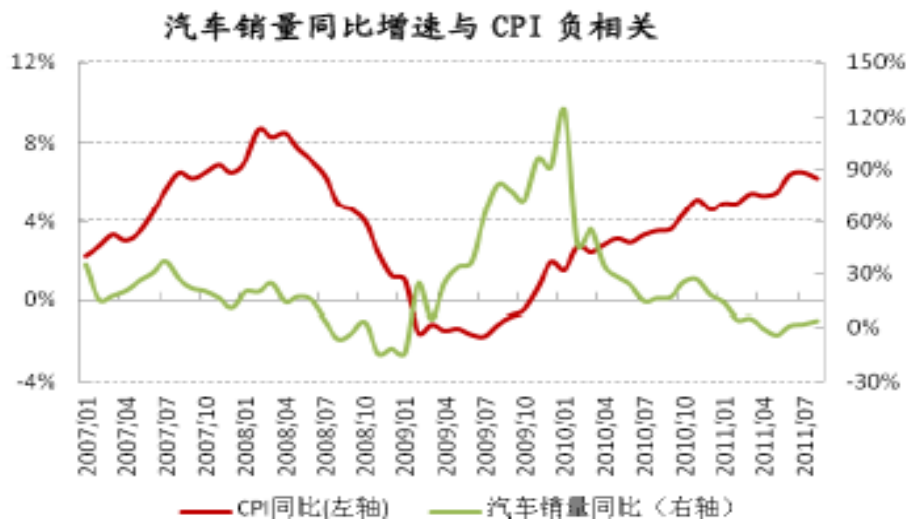
资料来源：凤凰网财经

上海期货交易所橡胶 1211 期货近一年行情



资料来源：Wind 资讯终端橡胶期货行情

二是根据历史经验，汽车销量同比增速与 CPI 呈现明显的负相关关系。预计 2012 年全年 CPI 有望维持在 4% 以下的水平，流动性情况将明显好于 2011 年，有利于汽车消费。



资料来源：中汽协 Wind 的资讯

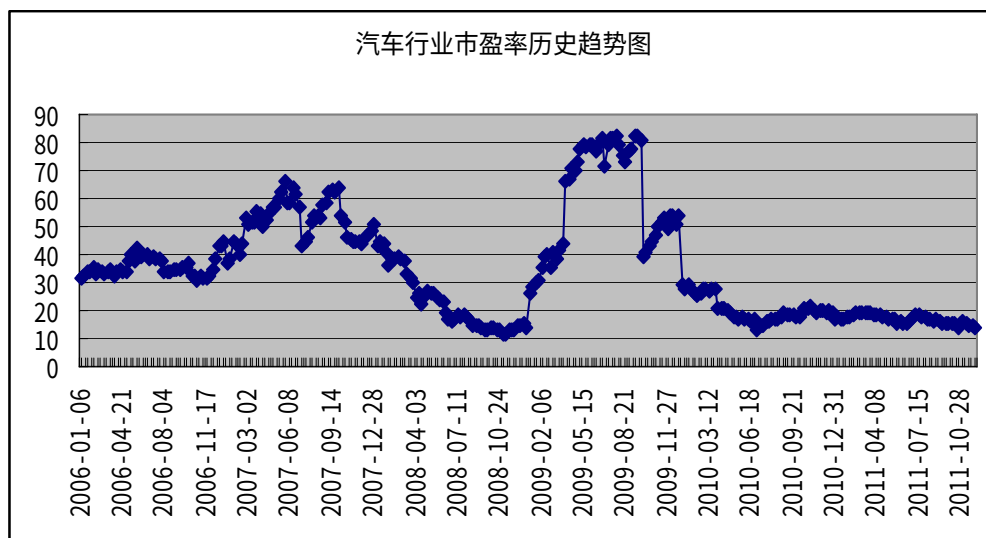
三、汽车行业自一季度末以来，持续调整，目前市盈率已历史底部，龙头汽车股上海汽车已跌至动态市盈率 7 倍左右的位置，继续大幅杀跌的可能性不大。一旦销售回暖，其反弹行业会比较可观。

汽车行业估值在各板块中的位置

板块名称	市盈率(TTM,整体法)	板块名称	市盈率(TTM,整体法)
银行	7.02	电力及公用事业	27.12
石油石化	11.7	餐饮旅游	27.53
建筑	13.16	基础化工	28.93
交通运输	13.95	有色金属	29.26
建材	14.41	轻工制造	31.67
汽车	14.49	电力设备	31.9
房地产	14.63	医药	32.68
煤炭	14.66	传媒	32.88
家电	15.43	食品饮料	33.15
非银行金融	18.89	计算机	39.43
机械	19.56	通信	42.29
钢铁	20.12	农林牧渔	45.01
商贸零售	21.26	国防军工	69.77
纺织服装	21.86	电子元器件	78.05

资料来源：Wind 资讯 东证券整理

汽车行业市盈率历史趋势图

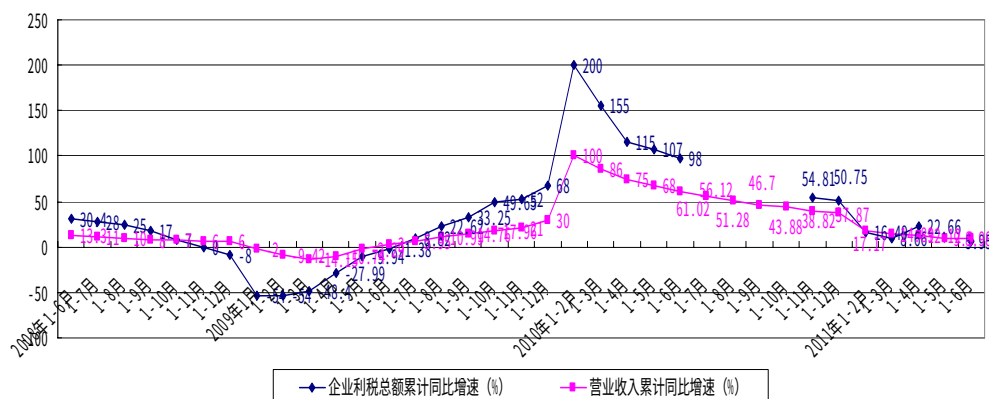


资料来源：Wind 资讯 东证券整理

6、根据我们长期跟踪的 17 家中的汽车集团利税总额和营业收入累计同比变化情况看，两个指标咬合在一起的时间已接近半年的时间，未来有望走出 2008 年之后的情形，有利

于汽车股的持续大幅反弹。

17家重点汽车集团利润总额与营业收入累计同比变化情况



二、2012 年汽车行业主题投资机会：

1、新能源汽车——2012 年底私人购买新能源汽车补贴

结束，所以 2012 年是新能源汽车发展的关键之年。

2011 年 11 月 13 日，财政部、科技部、工信部和发改委联合发文《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》（下简称《通知》）。该通知明确：节能与新能源汽车示范推广已进入新阶段，切实规范和加强对试点工作的管理，提高示范的水平和质量，是今后试点组织工作的重中之重。对节能与新能源汽车试点工作具有重要意义。

（1）**释解了技术路线的争论对新能源汽车发展的影响。**2011 年 7 月 19 日，温家宝在讲话中表示，中国新能源汽车发展方向和最终目标并不十分明确。市场对此讲话有误解，对新能源汽车发展造成一定的负面影响。本通知无疑是要搁置争论，继续大力执行既定的政策。

（2）**解决了政策执行不力的问题。**继 2009 年以来，国家先后出台了四个节能与新能源汽车的政策，但由于缺乏良好的组织管理，执行效果大大折扣，《通知》对政策执行的组织、计划、监督、评价及存在的问题都提出了明确的要求极大地有利于保证政策的执行力度。最值得关注的是启动对示范推广试点城市和企业的“问责制”。多部委将联合督察新能源汽车示范城市。

（3）**节能与新能源汽车示范推广将进入新阶段。**《通知》明确：节能与新能源汽车示范推广已进入新阶段，切实规范和加强对试点工作的管理，提高示范的水平和质量，是今后试点组织工作的重中之重。国家对新能源汽车发展的目标，已从原本追求数量，到现在对质量、体系建设能力，基础设施建设和运营效果进行全面的评估。

新能源汽车被国家定位为七大新兴战略性产业之一。自 2009 年以来，国家相

继出台多个节能与新能源汽车相关鼓励政策，但由于技术路线之争、政策执行不力等问题，并没有得到明显的发展。到 2012 年底，多项政策涉及的补贴政策都已到期。因此，2012 年成为政策执行的关键之年值得关注。

我们认为，随着政策的执行到位，25 个新能源公交试点城市和 6 个私人购买新能源汽车试点城市的新能源汽车投放量及基础设施的建设量都会比 2011 年有大幅度增加，将给新能源汽车生产厂家及其上游的电机、电控、电池等相关业务的公司带来利好。

建议重点关注主要受惠的上市公司。客车企业中建议重点关注：宇通客车、曙光股份、安凯客车、福田汽车等；乘用车企业中建议重点关注比亚迪和江淮汽车。

2、校车采购——随着《校车安全条例》的推出，各校车相关上市公司有望迎来机会，值得关注。

2011 年 11 月，甘肃、辽宁接连发生两起校车事故，引起国务院的高度重视，温家宝总理要求国务院法制办在一个月内制订出《校车安全条例》。

据有关专家测算，目前市场上从事校车运营的车辆有 20 多万辆，但大多数都不是专用校车，有营运车、改装车、二二手车手车、农用车，甚至还有三轮车，真正的专用校车却很少，估计也就 1000 多辆。

由于校车针对不同阶段学生设计，只能专车专用，节假日、寒暑假都处于闲置状态，而且要配专门的驾驶人员，再加上维修保养费用，校车根本无法做到像其他客车产品那样的运营效率。所以一直为得到足够的重视。比如宇通客车，2010 年售出 700 辆校车，占宇通客车 2010 年全年超过 4 万辆的总销量不足 2%。

但我国主要客车企业都具有制造专业校车的能力。比如安凯客车，2010 年曾接到 3000 辆来自沙特阿拉伯的校车订单，刷新了国内客车的出口纪录。2010 年金龙客车也曾接到来自卡塔尔政府的 1000 辆校车订单。

随着国家《校车安全条例》出台、2012 年两会的召开，我们认为，主要客车汽车将有一定的投资机会，值得关注，重点关注宇通客车、安凯客车、金龙汽车等。

3、政府采购——2012 年政府公车采购大改革，为自主品牌企业发展带来机遇。

11 月 18 日，工业和信息化部、国务院机关事务管理局、中共中央直属机关事务管理局发布了《党政机关公务用车选用车型目录管理细则》。除了对政府采购及公车改革的影响外，还这将对目前公车市场的格局产生重大影响，为自主品牌打开了公车市场的巨大空间。

细则规定，申报选用车型目录的企业需“具备持续的整车技术研发和产品改进能力，设有产品研发机构，近 2 年企业研究开发费用支出占主营业务收入的比例

均不低于 3%”，而对申报该《目录》的车型的要求为“申报企业应拥有申报车型的产品工业产权、产品改进及认可权、产品技术转让权及国内外市场销售权”。以往的公车市场合资品牌占的比重比较大，这些条件大多数合资企业难以满足，满足不了就进不了目录，入选目录的大都是自主品牌汽车，以后的公车市场将以自主品牌为主。

另外，管理细则中还明确规定，申报《目录》的轿车：一般公务用车和执法执勤用车发动机排气量不超过 1.8 升，价格不超过 18 万元，其中机要通信用车发动机排气量不超过 1.6 升，价格不超过 12 万元；纯电动、插电式混合动力等新能源轿车扣除财政补助后价格不超过 18 万元。满足这些条件的车型主要集中在自主品牌。

前一段时间，工信部相关领导明确表示：“今后的工作重点是为汽车业自主创新创造良好的外部环境。国家对于汽车工业的引导重点，将逐步从鼓励“做大”转为激励“做强”。今后，汽车行业应在乘用车自主创新方面多下工夫，加大技术投入，加强品牌建设。”国家支持自主品牌发展的意向非常明显。随着后续车型目录的出台，自主品牌车型将会明显受惠，而且是长期性的影响。

三、投资评级与重点个股：

综合分析，我们认为，利好汽车行业的诸多因素正在积聚：一是汽车消费政策退出的负面影响基本结束；二是钢铁、橡胶等主要原材料价格下行预期强烈；三是汽车销量与社会资金流动性密切相关，流动性拐点将至，明年的 CPI 将明显低于今年，对汽车消费有利；四是目前汽车股的整体 PE 已达 14 倍左右的历史低点，主流汽车股的 2011 年动态 PE 在 8 倍左右。

我们判断：2011 年是汽车消费的调整年，2012 年汽车销量有望出现恢复性增长，我们预测 2012 年的汽车销量增速为 10%左右，其中乘用车销量增速在 12%左右，商用车销量增幅在 5%左右。2012 年汽车股的投资机会应该会好于 2011 年。

因此，我们对汽车股的后市表现谨慎乐观，维持汽车行业“优于大势”的投资评级，维持乘用车子行业、汽车零部件子行业“优于大势”的投资评级，维持商用车子行业“同步大势”的投资评级。但必须清醒的认识到，行业低速增长将是长期的，企业间竞争将日趋激烈，“十二五”是“选拔赛”，“十三五”是“淘汰赛”，优胜劣汰。因此投资机会也将是结构性的，投资难度加大，投资者需对投资标的精挑细选。

零部件子行业由于规模扩张、新概念较多、股价弹性较大等因素，个股机会会很多，重点关注中鼎股份、天润曲轴、威孚高科、潍柴动力、华域汽车等。明年整体的宏观经济环境有利于汽车消费，重点关注上海汽车、悦达投资、长城汽车、江淮汽车等。商用车子行业中，关注具有出口优势、受惠新能源客车、校车规范等积极影响的客车子行业，重点关注宇通客车、安凯客车、福田汽车。

1、上海汽车（600104）：

2009-2010 年，国家刺激小排量车消费，上海大众和上海通用加速车型下探，如今两家企业车型谱系宽广，而且销售网络、物流网络非常完善，将充分受惠于中国汽车业的快速发展。

2001 年前三季度，公司实现营业收入 2812.84 亿元，同比增长 22.71%；实现归属于母公司的净利润 132.92 亿元，同比增长 38.69%；实现每股收益 1.44 元，符合我们的预期；实现每股经营活动现金流量净额为 1.32 元。

前三季度，公司实现国产整车销售 298.03 万辆，同比增长 11.77%，增速高出全国平均水平 7.99 个百分点，国内市场占有率继续提高，整车销量继续保持国内市场领先地位。其中上海大众累计销售 859582 辆整车，同比增长 19.96%，上海通用累计销售 612072 辆整车，同比增长 24.87%。

我们预测公司 2011-2012 年 EPS1.90 元、2.66 元，按 12 月 2 日收盘价 13.33 元计算，公司 2011-2012 年的 PE 分别为 7.02 倍、5.01 倍，我们给予公司 2011 年 10-12 倍的市盈率，则公司的合理价位应为 19.00-22.80 元，维持“推荐”的投资评级。

投资风险在于：（1）公司自主品牌乘用车前三季度累计销售 120487 辆，同比增长不足 0.1%，仍然亏损严重，公司还计划对自主品牌大投入，我们担心会吞食合资品牌贡献的利润。（2）旗下合资品牌处于最盛的发展期，一旦经营出现问题，由盛转衰，对公司业绩的影响是很大的。

2、宇通客车（600066）：

公司前三个季度收入和净利润呈现环比增长态势，公司产品结构及进一步优化，销售毛利率分别为 17.16%、17.18%、17.55%，逐季回升。

四季度仍是公司产品销售的旺季，业绩仍将环比增长。根据公司的历史数据，四季度销售收入和净利润都是呈现环比增长的态势，我们判断，四季度业绩仍将明显好于第三季度。

公司配股项目有待实施，配股价格成市场关注焦点。10 月 18 日，公司公告配股融资已获证监会有条件通过。根据公司配股方案，大致推算配股价格在 15.61 元，极具吸引力。

校车问题引起国务院的高度重视，明年有望成为校车大规模采购的元年，作为进入校车领域最早的客车绝对龙头，公司将从中明显受惠，增厚公司每股收益。

维持公司“推荐”的投资评级。我们维持公司 2011-2012 年 EPS 为 2.15 元、2.57 元的预测，以 12 月 2 日收盘价 23.60 元计算，2011 年动态 PE 为 10.98 倍，以 12-15 倍的合理 PE 计算，公司合理估值区间为 25.80-32.25 元。投资风险在于宏观经济形势恶化。

3、江淮汽车（600418）：

在宏观环境复杂、汽车行业低速增长、竞争日趋激烈的情况下，今年以来，公司各业务板块都取得了较大进步，市场占有率进一步提升，竞争优势进一步增强。

在瑞风和畅的带领下，瑞风销量仍将保持稳健增长，销售毛利率仍能维持在35%以上，仍是公司未来发展的稳定的“现金牛”，成为其它各项业务发展的重要支撑；在国内、国际两个市场的带动下，江淮轿车 1-10 月销量增长 37.1%，相当出色。

今年以来，公司高端轻卡帅铃 3 表现出色，轻卡的市场份额进一步提升；重卡表现更是出色，1-9 月，国内重卡销量同比下降 9.07%，而江淮重卡销量为 2.6 万辆，同比增长 33.78%。

公司实施差异化战略，强调在“正确的时间做正确的事”。如多功能商用车、新能源汽车等诸多新的增长点初露端倪，公司未来发展潜力巨大。

从二季度至今，公司股价受一系列利空因素的打击，股价跌幅较大，目前总市值不足 90 亿元。作为国内自主品牌的典型代表，公司又是国内产品线最全的综合型汽车企业，股价已被严重低估。我们将公司 2011-2012 年的 EPS 调整为 0.55 元、0.75 元。由于公司发展处于特殊阶段，业绩弹性较多。预测公司业绩的难度较高，建议投资者更多的关注公司的长期发展，“莫为浮云遮望眼”。

公司的投资风险在于：1、公司业绩波动较大，投资节奏难以把握；2、若明年宏观经济继续不稳定，公司业绩仍难有起色。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。