

汽车与零部件行业

不同细分行业 and 企业的盈利持续分化

研究结论

- 乘用车细分行业销量小幅增长，企业盈利普遍下滑。2011 年全年，狭义乘用车共销售 1221.41 万辆，同比增长 8.4%，交叉型乘用车共销售 225.83 万辆，同比出现了 9.4% 的负增长，广义乘用车 2011 年总共销售 1447.24 万辆，同比增长 5.2%。2011 年，乘用车市场遭遇宏观经济增速放缓、鼓励汽车消费政策退出以及日本地震等负面因素的共同影响，销量增速大幅收窄。但是狭义乘用车全年销量仍然在去年较高基数的基础上实现了小幅增长。在产品成本上涨，以及部分车企以价换量销售策略的共同作用下，各企业盈利表现差异化显著，与 10 年多数主流车企均实现 50% 以上盈利增长的情况相比，11 年只有产品竞争力极强的少数几家公司实现了 20% 以上的盈利增速，大部分乘用车企业的盈利水平均出现不同程度的下滑。
- 大中客行业终端需求稳定增长，企业盈利相对较快增长。2011 年全国客车销量为 24.14 万辆，同比增速为 14%，我们研究认为，内需方面，随着城市化进程的不断推进，公交车市场需求持续稳定增长；越来越多的大中城市开始通过加大公共交通系统的建设来缓解日益严峻的交通拥堵问题；沿海地区制造业内迁和大中城市制造业“退城进园”产生了大量的团体客运需求。上述因素支撑了 2011 年客车市场需求的相对较快增长；外需方面，中国客车产品出口的海外市场，如中东、南美、东南亚等地区，需求已经呈现复苏的迹象。受产品销量稳定增长的驱动，预计 2011 年客车行业内上市公司的盈利增速普遍超过 30%。
- 重卡行业销量负增长，大部分企业盈利加速下滑。2011 年重卡产品总共销售 88.1 万辆，同比下滑 13.4%。重卡产品销量增速自 05 年以来首现负增长。我们研究认为，公路货运类重卡保有量快速增长，公路运力过剩，运价低迷，导致 2011 年公路货运类重卡需求低迷；信贷收紧，固定资产投资增速下降，导致土建类重卡产品需求大幅度下滑。我们预计，2011 年，重卡类上市公司的盈利水平下滑幅度普遍超过 30%。
- 投资评级。国内汽车市场在经历两年的爆发式增长以后，2011 年呈现出全年销量增速回落，整车类上市公司盈利水平下滑的状况，符合我们之前的预期。我们认为 2012 年汽车行业依然缺乏行业性的投资机会，按照细分子行业盈利增速的快慢排序，依次是大中型客车行业、乘用车零部件行业、乘用车整车行业、重卡行业。我们看好大中型客车行业、部分乘用车零部件企业以及具有业绩反转可能性的乘用车整车企业的投资机会。重申对宇通客车（600066）、一汽富维（600742）、华域汽车（600741）、威孚高科（000581）、江铃汽车（000550）、精锻科技（300258）的买入评级，并建议积极关注长安汽车（000625）。
- 风险因素。1) 宏观经济景气程度下降，汽车产品需求显著下降；2) 汽车产品售价的下降幅度超预期。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

秦绪文

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

王轶

8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511120004

联系人

朱达威

8621-63325888 × 6024

zhudawei@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

国家/地区

中国/A 股

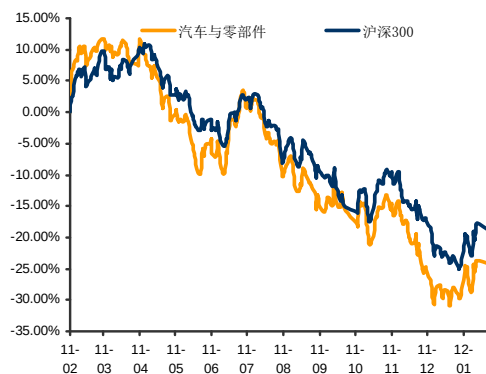
行业

汽车与零部件

报告发布日期

2012 年 2 月 6 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	股价	评级
宇通客车	1.65	2.09	2.82	25.49	买入
一汽富维	2.70	2.30	2.80	20.70	买入
华域汽车	0.97	1.20	1.37	10.31	买入
精锻科技	0.97	0.92	1.20	20.24	买入
威孚高科	2.36	2.10	1.95	32.10	买入
江铃汽车	1.98	2.17	2.50	21.91	买入
长安汽车	0.87	0.20	0.35	4.16	未评级

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

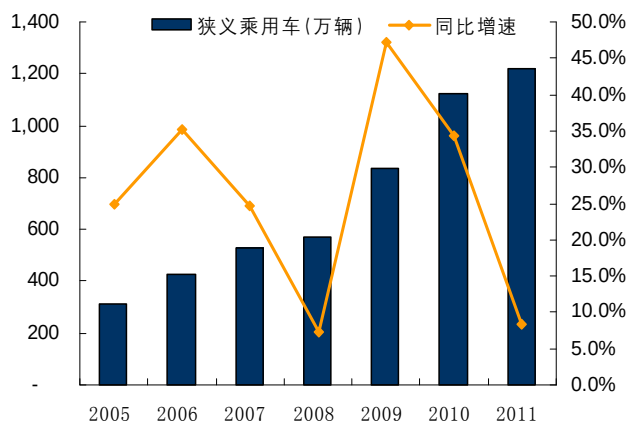
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1、乘用车行业：销量小幅增长，企业盈利普遍下滑

1.1、2011 年销量实现高基数上的小幅增长

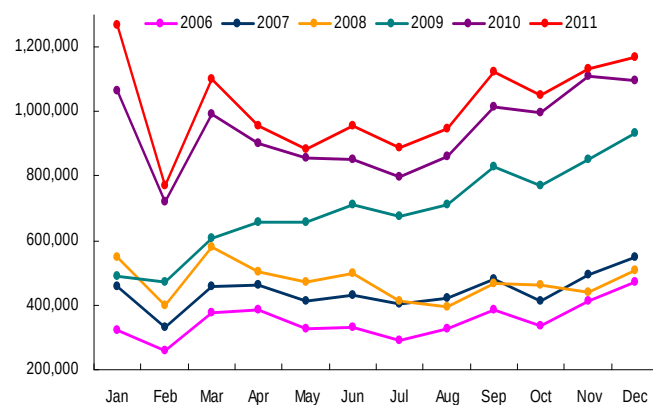
2011 年全年，狭义乘用车共销售 1221.41 万辆，同比增长 8.4%，交叉型乘用车共销售 225.83 万辆，同比出现了 9.4% 的负增长，广义乘用车 2011 年总共销售 1447.24 万辆，同比增长 5.2%。2011 年，乘用车市场遭遇宏观经济增速放缓、鼓励汽车消费政策退出以及日系车受地震影响产能受限等负面因素影响，景气程度明显下滑，销量增速大幅收窄，但是狭义乘用车全年销量仍然在去年极高基数的基础上实现了小幅增长。

图 1 狭义乘用车产品年度销量变动趋势



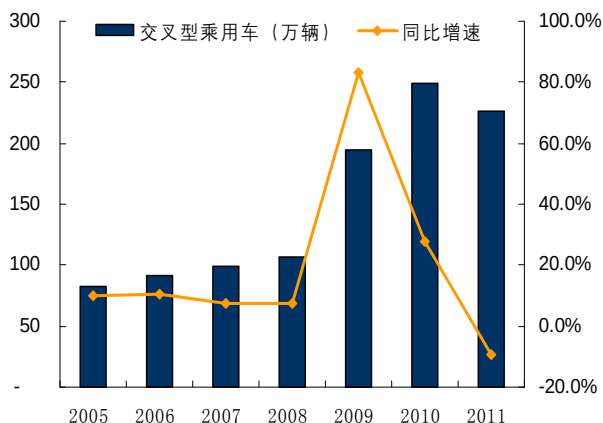
资料来源：中汽协 东方证券研究所

图 2 狭义乘用车产品月度销量变动趋势



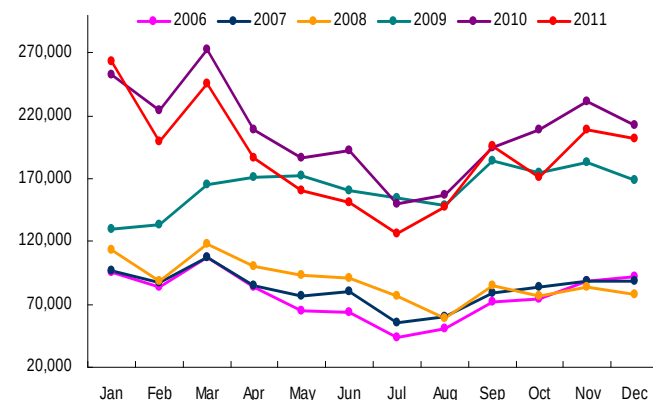
资料来源：中汽协 东方证券研究所

图 3 交叉型乘用车产品年度销量变动趋势



资料来源：中汽协 东方证券研究所

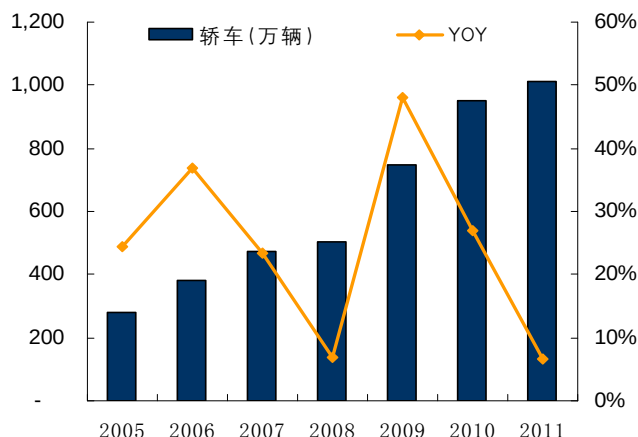
图 4 交叉型乘用车产品月度销量变动趋势



资料来源：中汽协 东方证券研究所

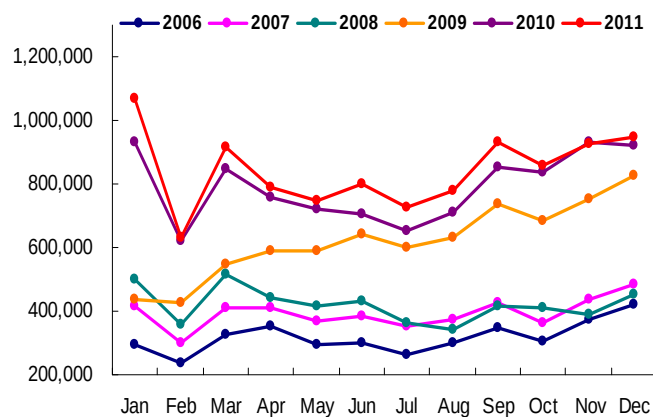
2011 年全年，轿车类产品共实现销量 1012.27 万辆，同比增速为 6.6%，MPV 车型全年销售 49.77 万辆，同比达到两位数增长，增幅为 11.7%，SUV 车型全年累计销售 159.37 万辆，增幅达到 20.2%，成为狭义乘用车三个细分市场中增速最快的车型，但是与去年超过 100% 的同比增速相比，增幅出现了大幅收窄。

图 5 轿车产品年度销量变动趋势



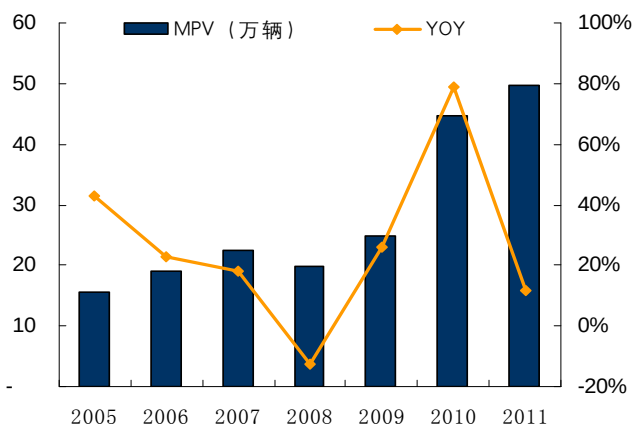
资料来源：中汽协 东方证券研究所

图 6 轿车产品月度销量变动趋势



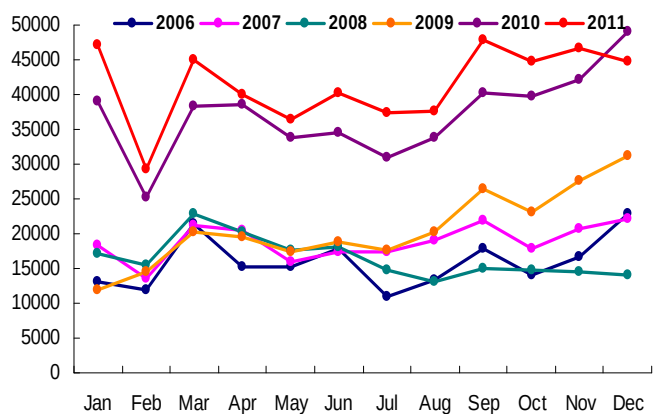
资料来源：中汽协 东方证券研究所

图 7 MPV 产品年度销量变动趋势



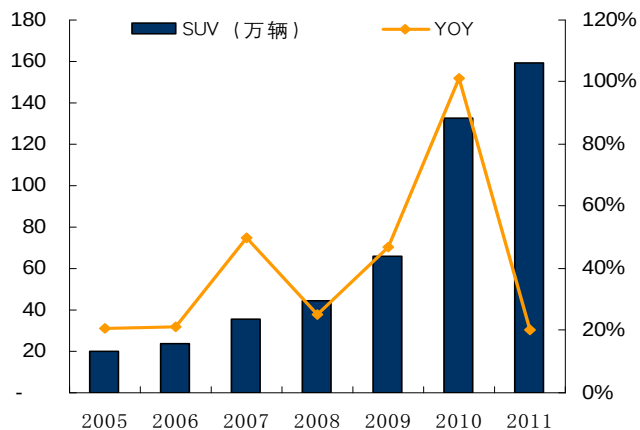
资料来源：中汽协 东方证券研究所

图 8 MPV 产品月度销量变动趋势



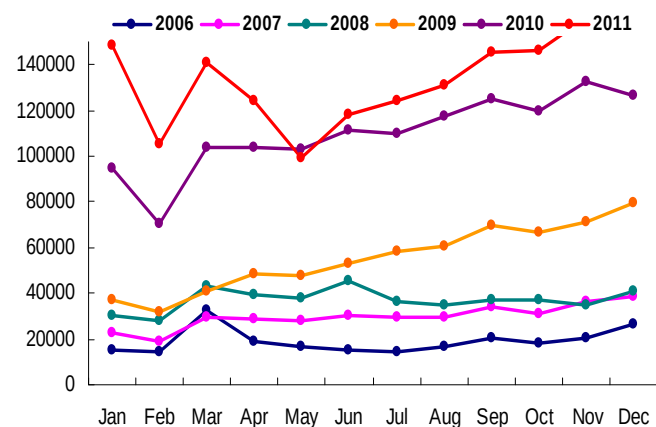
资料来源：中汽协 东方证券研究所

图 9 SUV 产品年度销量变动趋势



资料来源：中汽协 东方证券研究所

图 10 SUV 产品月度销量变动趋势

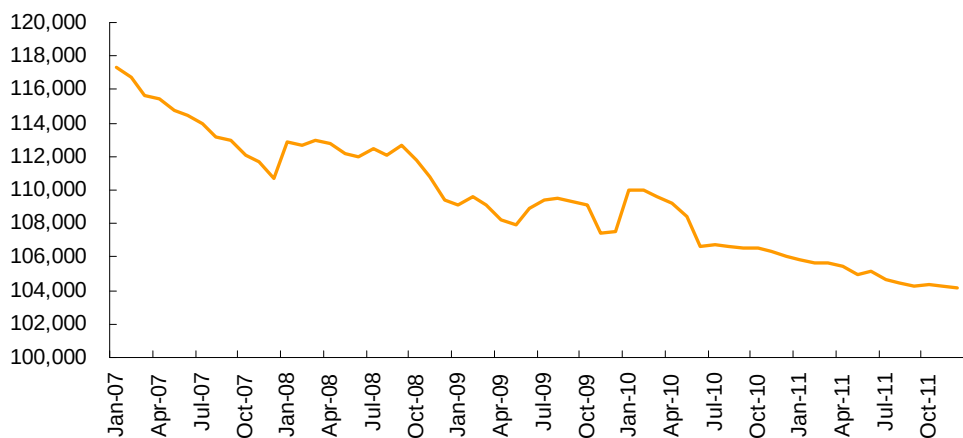


资料来源：中汽协 东方证券研究所

1.2、乘用车整体价格水平呈现持续下滑趋势

2011 年以来乘用车市场景气程度持续低迷，市场竞争加剧；同时，3 月份日本大地震导致日系合资车企在 2 季度产能受限。下半年，日系车企产能基本恢复，为了完成全年的销量目标，日系车企对部分车型进行了降价促销，导致了 6 月份以来乘用车行业整车价格水平加速下滑。

图 11 乘用车产品平均销售价格的变化趋势（人民币万元）

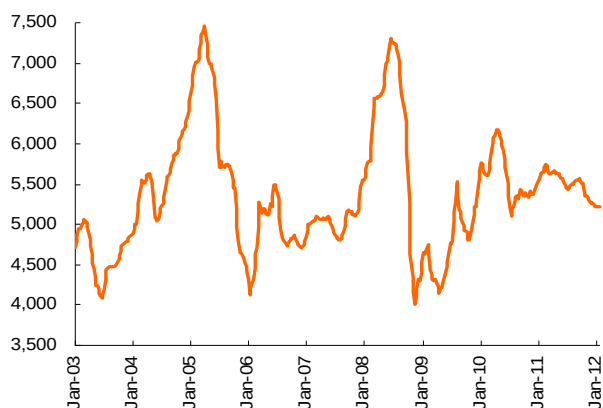


数据来源：CEIC 东方证券研究所

1.3、原材料价格上涨，整车产品成本上升

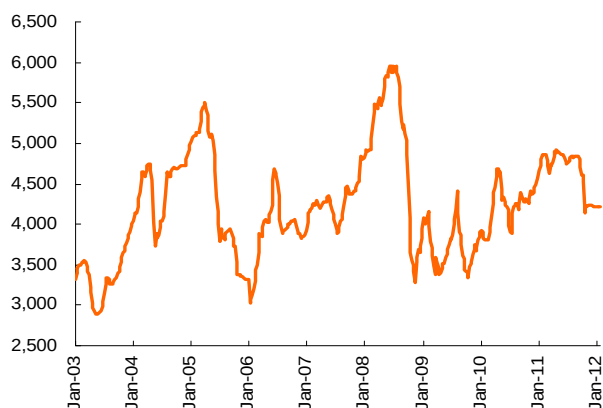
2011 年的大部分时间里，大部分汽车上游原材料价格均出现了一定幅度的上涨，整车企业的产品成本均出现不同程度的上升。

图 12 冷轧钢板卷价格变化趋势（人民币元）



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

图 13 热轧钢板卷价格变化趋势（人民币元）



资料来源：Bloomberg、东方证券研究所

1.4、主流车企业绩表现差异化显著

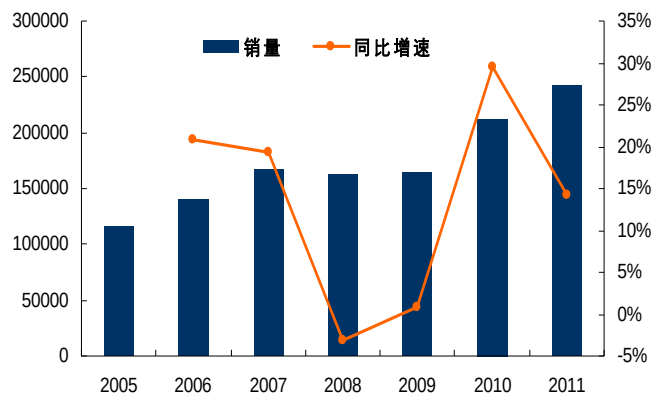
2011 年乘用车市场景气程度与过去两年已不可同日而语。多数车企为了实现全年的销量目标，多采用以价换量的销售策略。所以，虽然乘用车销量在去年极高基数的基础上实现了小幅增长，但是在产品降价和产品成本上升的双重压力下，大部分乘用车车企的盈利水平均出现不同程度的下滑，下滑幅度普遍超过 20%。

2、客车行业：终端需求稳定增长，企业盈利相对较快增长

2.1、下游需求稳定增长

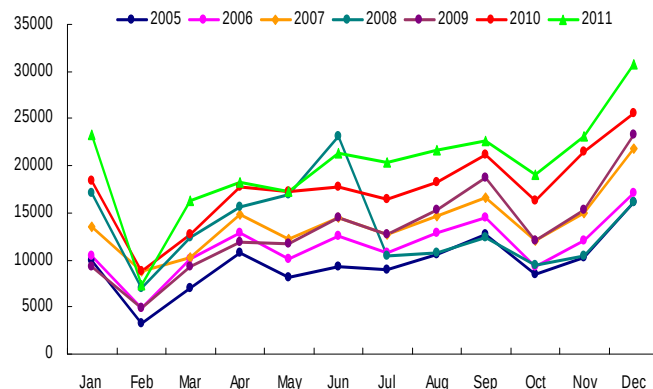
2011 年全国客车销量为 24.14 万辆，同比增速为 14%，我们研究认为，内需方面，随着城市化进程的不断推进，公交车市场需求持续稳定增长；越来越多的大中城市开始通过加大公共交通系统的建设来缓解日益严峻的交通拥堵问题；沿海地区制造业内迁和大中城市制造业“退城进园”产生了大量的团体客运需求。上述因素支撑了 2011 年客车市场需求的相对较快增长；外需方面，中国客车产品出口的海外市场，如中东、南美、东南亚等地区，需求已经呈现复苏的迹象。

图 14 客车产品年销量及同比增速



资料来源：中客网 东方证券研究所

图 15 客车产品月销量年度对比

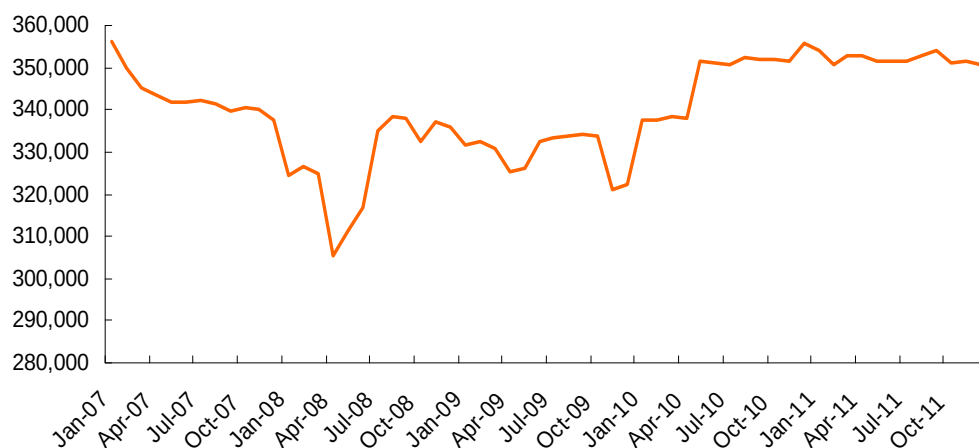


资料来源：中客网 东方证券研究所

2.2、2011 全年大型客车价格趋向平稳

2011 年以来，客车行业整体产能没有明显的扩张。我们认为，与乘用车行业及重卡行业不同，由于新增产能有限，未来三年大中客行业供需仍将处于相对均衡的状态，竞争压力不大，而且行业内竞争格局相对稳定，宇通与三家金龙公司具有一定的定价能力，这一系列的原因导致了全年客车销售均价比较稳定。

图 16 大型客车产品销售均价的变化趋势（人民币元）



数据来源：CEIC 东方证券研究所

2.3、企业盈利较快增长

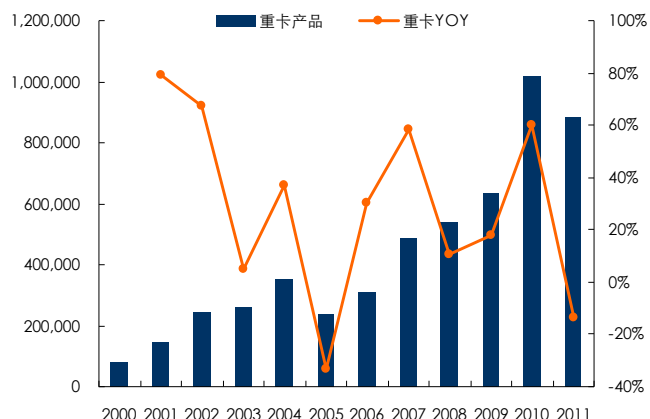
2011 年，客车产品销量稳定增长，产品售价稳定，规模优势不断显现，预计 2011 年客车行业内上市公司的盈利增速普遍超过 30%。

3、重卡行业：景气程度低迷，企业盈利加速下滑

3.1、重卡销量自 05 年以来首现负增长

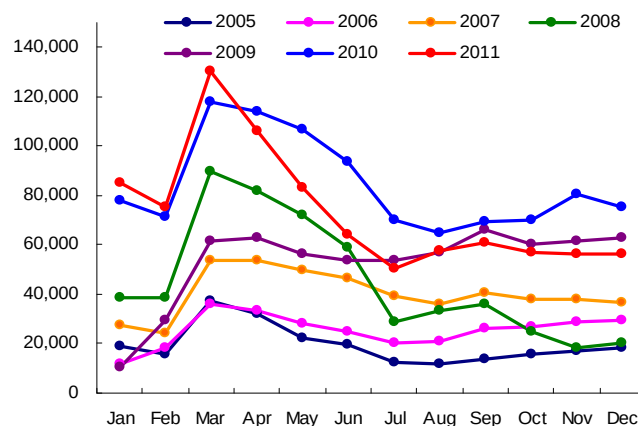
2011 年，重卡产品总共销售 88.1 万辆，同比下滑 13.4%。重卡产品销量增速自 05 年以来首现负增长。我们研究认为，公路货运类重卡保有量快速增长，导致公路运力过剩，运价低迷，导致 2011 年新增公路货运类重卡需求低迷；信贷收紧，固定资产投资增速下降，导致土建类重卡产品需求大幅度下滑。尽管 2011 年重卡产品价格维持平稳，但是相对于 2010 年以来不断扩充的产能，重卡类企业的规模效应大幅度下降。我们预计，2011 年，重卡类上市公司的盈利水平下滑幅度普遍超过 30%。

图 17 重卡产品年度销量及同比增速



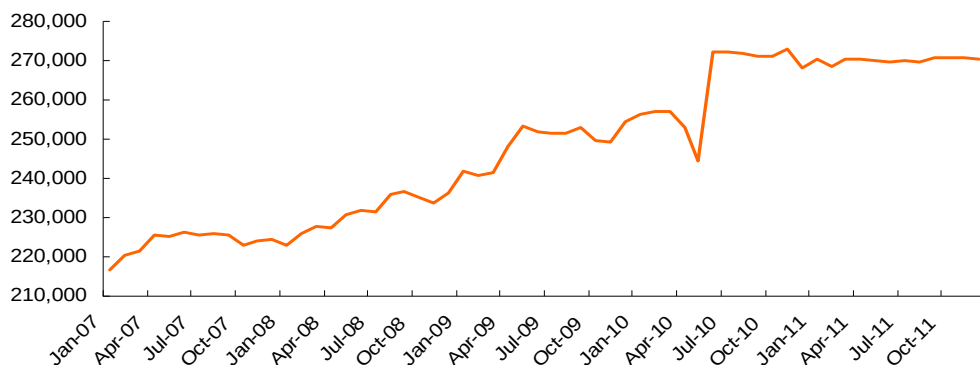
资料来源：中汽协 东方证券研究所

图 18 重卡产品月销量年度对比



资料来源：中汽协 东方证券研究所

图 19 重卡产品销售均价的变化趋势（人民币元）



数据来源：CEIC 东方证券研究所

4、投资评级及建议

国内汽车市场在经历两年的爆发式增长以后，2011 年呈现出全年销量增速回落，整车类上市公司盈利水平下滑的状况，符合我们之前的预期，我们认为 2012 年汽车行业依然缺乏行业性的投资机会，按照细分子行业盈利增速的快慢排序，依次是大中型客车行业、乘用车零部件行业、乘用车整车行业、重卡行业。我们看好大中型客车行业、部分乘用车零部件企业以及具有业绩反转预期的乘用车整车企业的投资机会，重申宇通客车（600066）、一汽富维（600742）、华域汽车（600741）、威孚高科（000581）、江铃汽车（000550）的买入评级，并建议积极关注长安汽车（000625）。

5、附表：2011 年汽车类上市公司盈利预测

表 1 汽车行业主要上市公司盈利预测及估值水平汇总

公司代码	公司名称	股价	10EPS	11EPS(E)	12EPS(E)	11P/E	12P/E	投资评级
600104	上汽集团	15.40	1.61	1.85	2.16	8.32	7.13	买入
000625	长安汽车	4.16	0.87	0.20	0.35	20.80	11.89	未评级
600805	悦达投资	12.18	1.32	1.85	1.65	6.58	7.38	买入
600741	华域汽车	10.31	0.97	1.20	1.36	8.59	7.58	买入
600742	一汽富维	20.70	2.70	2.30	2.80	9.00	7.39	买入
600066	宇通客车	25.49	1.65	2.09	2.82	12.20	9.04	买入
000550	江铃汽车	21.91	1.98	2.17	2.50	10.10	8.76	买入
000338	潍柴动力	34.36	4.07	3.55	3.65	9.68	9.41	买入
000581	威孚高科	32.10	2.36	2.10	2.26	15.29	14.20	买入
002406	远东传动	10.37	1.11	0.77	1.06	13.47	9.78	买入
002454	松芝股份	11.54	1.12	0.88	1.05	13.11	10.99	买入
300258	精锻科技	20.24	0.97	0.92	1.20	22.00	16.87	买入
002101	广东鸿图	9.97	1.04	0.71	1.08	14.04	9.23	买入

数据来源：WIND、东方证券研究所 股价为 2012 年 2 月 3 日收盘价

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn