

汽车行业 2012 年中期投资策略

——密切关注政策导向

报告摘要:

- 中国正从汽车制造大国向汽车制造强国转变, 汽车股的估值水平理应更高一些。目前汽车股的 PE 为 15 倍左右, 仅略高于银行、建筑、石油石化、煤炭, PB 也大致如此。历史看, 目前汽车股的 PE 也处于最低位。
- 宏观调控瞄准稳增长之后, 刺激汽车消费的政策有望陆续推出, 下半年的汽车股投资应密切关注政策导向。新的“以旧换新”政策已经推出, 但刺激力度较小; 新的“汽车下乡”政策正在制定中; 新能源汽车发展规划及政策措施有望陆续推出。
- 我们维持年初预测: 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。汽车行业持续低速增长, 隐藏的问题开始凸现, 行业竞争格局发生微妙的变化, 行业系统性投资机会难以再现。
- 由于基数原因, 未来几个季度的汽车销量大致上将呈现逐季向好的局面, 我们谨慎看好下半年汽车股的市场行情。由于政府换届完成, 加上汽车行业经过 2011-2012 年两年的调整, 预期 2013 年汽车行业将会有较好的表现。
- 我们给予汽车行业“优于大势”的投资评级。各子行业都应有一定的投资机会, 但行业机会是结构性的, 建议重点关注经营稳健、增长确定性强的企业。
- 投资风险: 宏观经济环境继续恶化、汽车行业竞争进一步加剧。

历史收益率曲线



重点公司	投资评级
江淮汽车	推荐
上海汽车	推荐
华域汽车	推荐
长城汽车	推荐
宇通客车	推荐
江铃汽车	推荐

相关报告

汽车行业 2012 二季度投资策略

证券分析师: 刘立喜

执业证书编号: S0550511020007

(021)20361162 liulx@nesc.cn

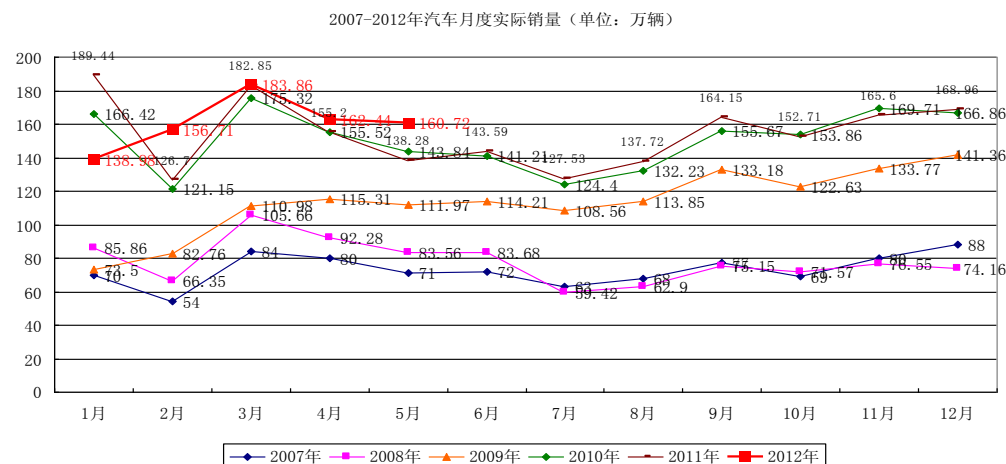
1. 上半年汽车行业基本情况回顾:

1.1. 1-5 月汽车行业整体销售情况:

根据中汽协的统计,2012年5月,汽车累计销售160.72万辆,环比下降1.06%,同比增长15.97%。其中,乘用车销售128.19万辆,环比增长0.46%,同比增长22.56%。商用车销售32.53万辆,环比下降6.63%,同比下降4.30%。5月份继续保持正增长,而且增长幅度比4月份扩大10.78个百分点。符合我们的预期,略好于市场预期,说明中国的汽车消费需求依然非常强劲。由于去年的基数较低,进入二季度以来,汽车整体销量开始正增长,而且5月份的增幅明显大于4月份的增幅。我们判断未来几个月汽车销量仍将保持增长,增幅在10-20%之间。

1-5月,汽车销售802.35万辆,同比增长1.70%。其中乘用车销售633万辆,同比增长5.48%;商用车销售169.35万辆,同比下降10.31%。商用车的市场表现仍明显落后于乘用车。商用车的后市表现仍不明朗。

图 1: 2007-2012 年汽车月度实际销量



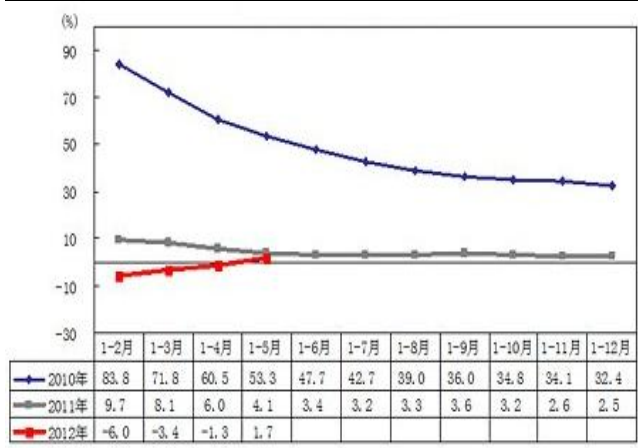
数据来源: 中汽协 东北证券

图 2: 2012 年 5 月产销分类数据

2012年5月份汽车销售完成情况（单位：万辆）						2012年5月份汽车生产完成情况（单位：万辆）					
	5月	1-5月累计	环比增长	同比增长	同比累计增长		5月	1-5月累计	环比增长	同比增长	同比累计增长
汽车销售	160.72	802.35	-1.1	16.0	1.7	汽车生产	157.09	800.03	-4.7	16.2	3.2
乘用车	128.19	633.00	0.5	22.6	5.5	乘用车	126.91	634.07	-2.8	21.6	7.1
轿车	89.33	434.39	0.3	19.6	4.5	轿车	88.30	436.22	-2.1	20.7	-6.4
MPV	4.52	4.03	20.69	-6.0	10.9	MPV	4.05	20.49	-3.9	13.9	-0.7
SUV	16.26	76.04	3.9	58.4	28.1	SUV	16.87	77.63	5.0	58.3	32.4
交叉型乘用车	18.57	101.88	-0.3	16.1	-3.3	交叉型乘用车	17.69	99.73	-11.8	3.9	-3.2
商用车	32.53	169.35	-6.6	-4.3	-10.3	商用车	30.18	165.96	-11.9	-2.0	-9.3
客车	3.31	15.96	-5.0	8.1	3.6	客车	3.41	16.17	-5.8	11.9	10.4
货车	22.88	119.18	-7.5	1.7	-6.1	货车	21.05	115.97	-14.6	1.2	-6.3
半挂牵引车	1.40	9.40	-11.4	-34.6	-22.5	半挂牵引车	1.33	9.38	-3.9	-21.4	-18.8
客车非完整车辆	0.72	3.21	0.3	8.0	-2.1	客车非完整车辆	0.68	3.06	-7.0	3.5	-3.4
货车非完整车辆	4.22	21.60	-2.6	-25.0	-30.6	货车非完整车辆	3.71	21.38	-3.8	-19.3	-28.4

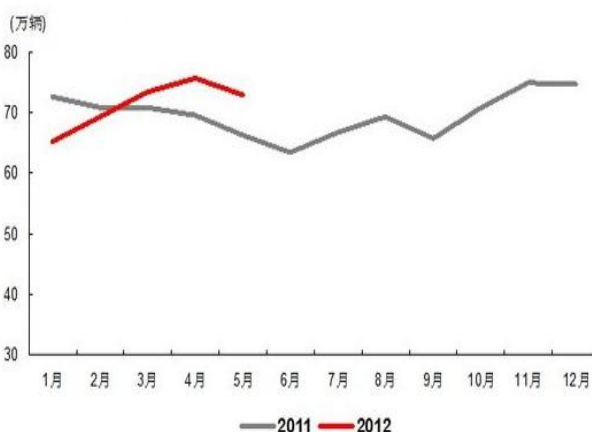
数据来源: 中汽协 搜狐财经

图 3: 汽车销量累计增长率



数据来源: 中汽协 腾讯汽车

图 4: 2011-2012.5 汽车库存变动趋势



数据来源: 中汽协 腾讯汽车

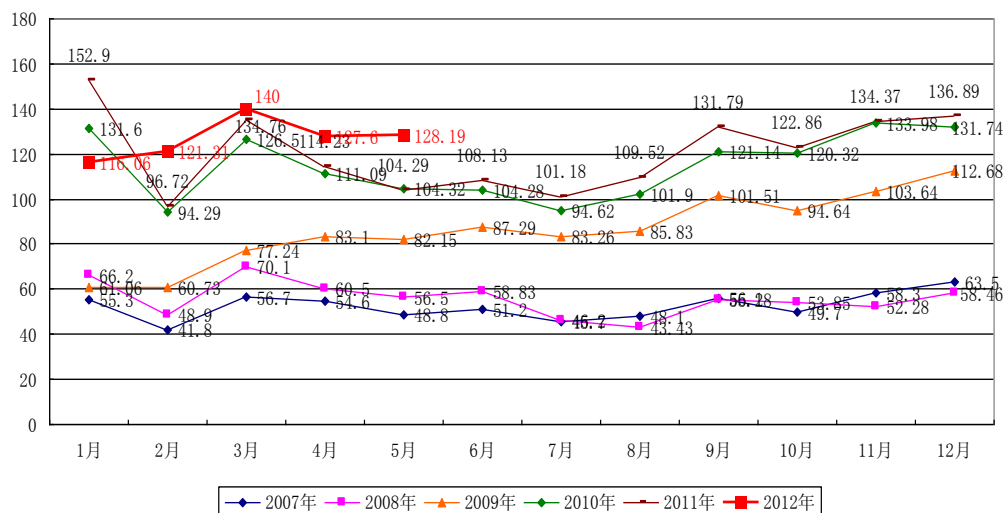
1.1.1. 乘用车:

5月,基本型乘用车(轿车)销售 89.33 万辆,环比增长 0.33%,同比增长 19.59%;多功能乘用车(MPV)销售 4.03 万辆,环比下降 6.01%,同比增长 10.94%;运动型多用途乘用车(SUV)销售 16.26 万辆,环比增长 6.01%,同比增长 58.41%;交叉型乘用车(微客)销售 18.57 万辆,环比下降 0.28%,同比增长 16.09%。五月份增速排序依次是 SUV、轿车、微客和 MPV。

1-5月,轿车销售 434.39 万辆,同比增长 4.53%;MPV 销售 20.69 万辆,同比增长 4.43%;SUV 销量 76.04 万辆,同比增长 28.08%;微客销售 101.88 万辆,同比下降 3.28%。其中 SUV 的增速最为显眼,增速高达 28.08%,提醒投资者物极必反的道理,SUV 持续热销多年,各厂家都推出自己的 SUV 车型,加入竞争,未来能否保持目前的增速,值得注意。

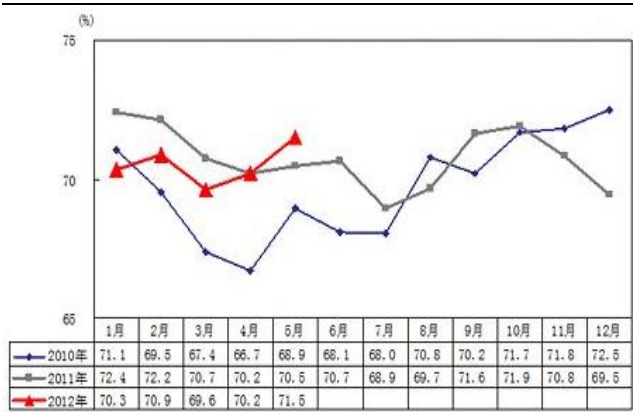
图 5: 2007-2012 年乘用车月度实际销量

2007-2012年乘用车月度实际销量(单位:万辆)



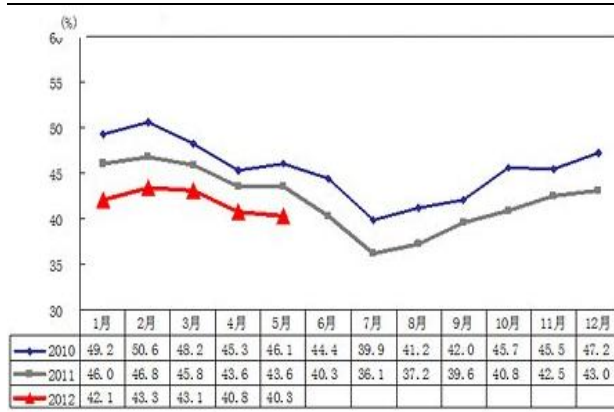
数据来源: 中汽协 东北证券

图 6: 2010-2012 年 5 月 1.6L 及以下占轿车销量比



数据来源: 中汽协 腾讯汽车

图 7: 乘用车自主品牌市场份额变化趋势



数据来源: 中汽协 腾讯汽车

1.1.2. 商用车:

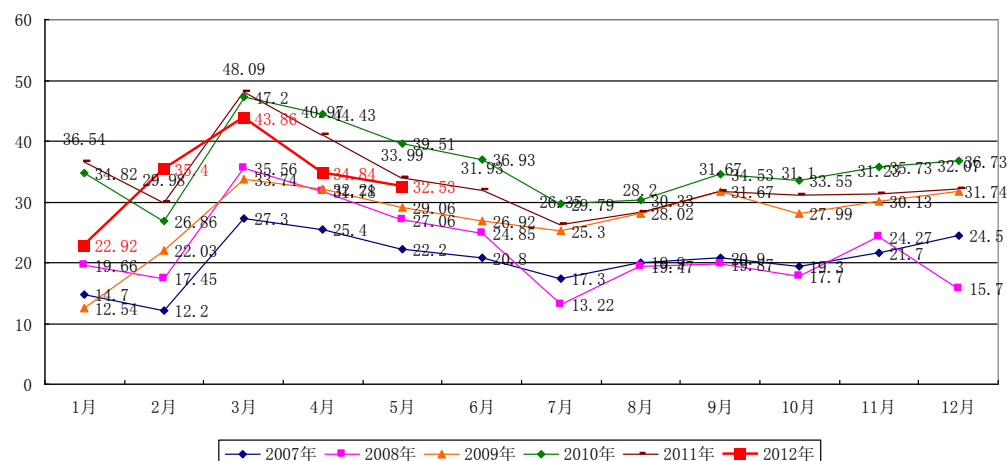
5 月, 只有客车销量保持增长, 其它品种有所下降。其中客车销售 3.31 万辆, 环比下降 4.97%, 同比增长 8.12%; 货车销售 22.88 万辆, 环比下降 7.46%, 同比增长 1.69%; 半挂牵引车销售 1.40 万辆, 环比下降 11.39%, 同比下降 34.56%; 客车非完整车辆销售 0.72 万辆, 环比增长 0.33%, 同比增长 8.04%; 货车非完整车辆销售 4.22 万辆, 环比下降 2.60%, 同比下降 22.98%。

1-5 月, 客车销售 15.96 万辆, 同比增长 3.58%; 货车销售 119.18 万辆, 同比下降 6.06%; 半挂牵引车销售 9.40 万辆, 同比下降 22.49%; 客车非完整车辆销售 3.21 万辆, 同比下降 2.08%; 货车非完整车辆销售 21.60 万辆, 同比下降 30.63%。

在商用车大类品种中, 客车明显好于货车, 目前仍将有重点关注客车上市公司, 这公司未来仍值得持续看好: 一是新能源公交车的持续推广使用; 二是校车销售启动未来几年将持续增长; 三是随着汽车保有量的大幅提升, 公交客车的发展成为各地方政府城市治理的重要工作; 四、随着人们生活水平的持续提升, 旅游业将持续发展, 带动客车的销售增长。

图 8: 2007-2012 年商用车月度实际销量

2007-2012 年商用车月度实际销量 (单位: 万辆)

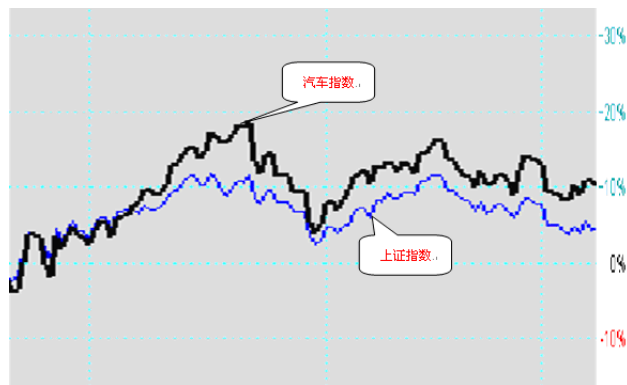


数据来源: 中汽协 东北证券

1.2. 上半年汽车股行情回顾:

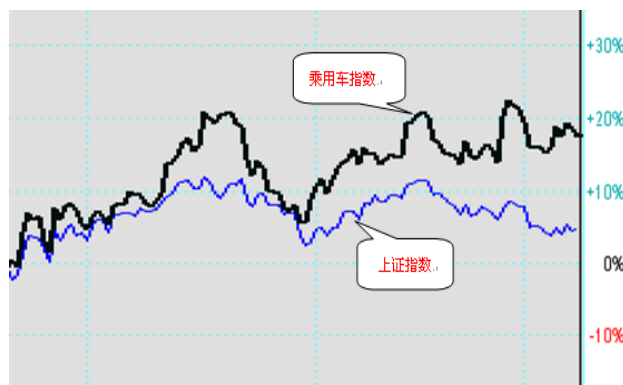
根据我们的统计,自 2012 年初截止 6 月 18 日, WIND 中信汽车股指数跑赢指数大约 6 个百分点。乘用车股指数、商用车股指数均大幅跑赢指数, 零部件股指数和指数基本持平。(注: 根据 WIND 中信汽车一、二级行业指数统计。)

图 9: 2012 年年初至今汽车股指数运行情况



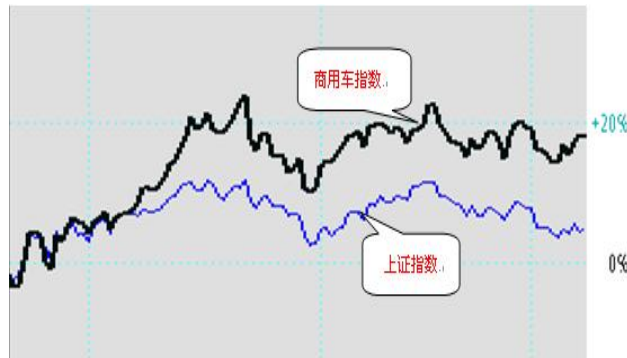
数据来源: 东北证券 wind 资讯

图 10: 2012 年年初至今乘用车股指数运行情况



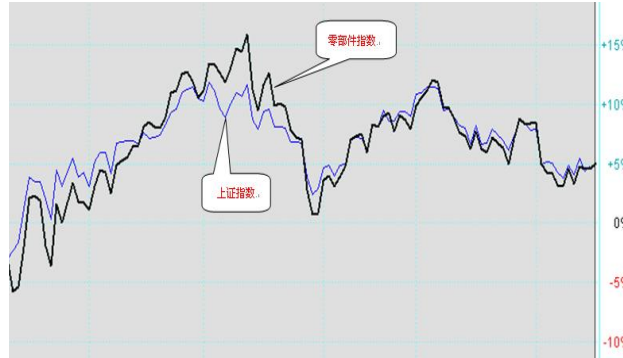
数据来源: 东北证券 wind 资讯

图 11: 2012 年年初至今商用车股指数运行情况



数据来源: 东北证券 wind 资讯

图 12: 2012 年年初至今零部件股指数运行情况



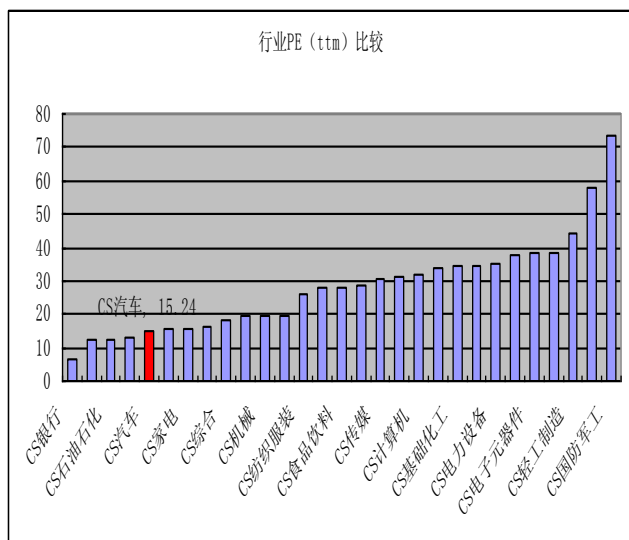
数据来源: 东北证券 wind 资讯

1.3. 目前汽车股的估值水平:

横向看,汽车股的 PE 为 15 倍左右,仅略高于银行、建筑、石油石化、煤炭, PB 也大致如此。中国是制造业大国,经过 30 年的激烈市场竞争,通讯设备如华为、中兴,空调如格力、美的,彩电如海信、TCL,电脑如联想等,都已走在世界前列,我们认为,未来 5-10 年,中国的汽车业必将在竞争中胜出。“前途是光明的,道路是曲折的。”困难的时候应该看到光明,汽车制造业的估值水平理应更高一些,和中国的制造业大国的单位相匹配。

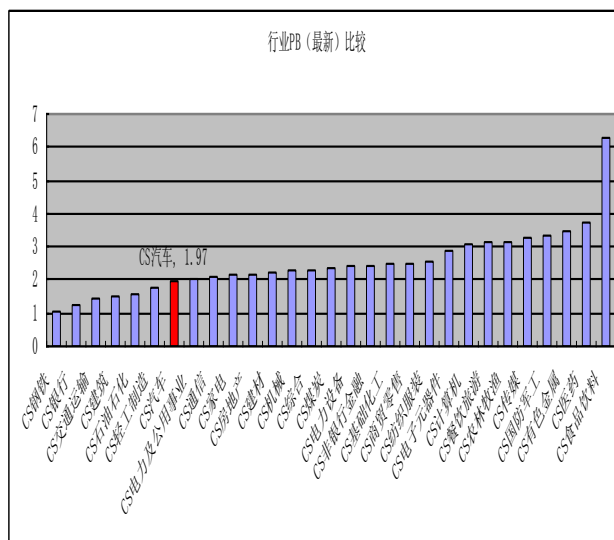
从历史看,汽车股的估值水平仍处于历史低位。PE 估值水平和 2004 年大致相当,仅略高于 2008 年金融危机的非常时期。由于 2009-2010 年汽车企业的盈利水平较好,股权融资较多,盈利能力较好,导致汽车企业的 PE 水平相对较高,但仍处于相对低位。

图 13: 汽车行业 PE (ttm) 估值比较



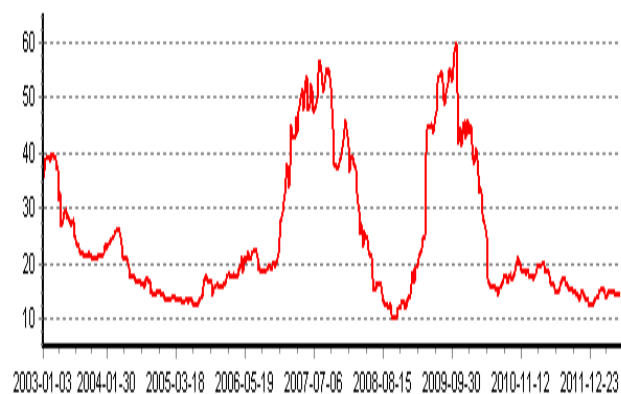
数据来源: 东北证券 Wind 资讯

图 14: 汽车行业 PB 估值比较



数据来源: 公司公告 Wind 资讯

图 15: 汽车行业历史 PE 趋势 (TTM, 剔除负值)



数据来源: 东北证券 Wind 资讯

图 16: 汽车行业历史 PB (剔除负值)



数据来源: 公司公告 Wind 资讯

2. 下半年汽车行业热点问题的基本认识:

2.1. 新的“以旧换新”政策对市场的刺激力度较小。

2008 年金融危机来袭时, 政府 2009 年初推出汽车以旧换新和汽车下乡优惠政策确实起到了拉动内需的作用。数据显示, 2009 至 2010 年汽车下乡政策实施以来, 政府补贴投入 49.7 亿元, 带动新车消费达 382 亿元, 惠及车辆超过 100 万辆。两大汽车补贴政策直接拉动了 150 余万辆汽车的销售, 接近全年汽车总销量的 10%, 对汽车市场的刺激作用相当明显。

2009 年推出的汽车“以旧换新”政策, 包括老旧报废和黄标车, 包括重卡、中卡、轻卡、微卡、大客、中客、轻客、微客、轿车等几乎所有车型, 实施时间为 2010 年 5 月 31 日至 2010 年 12 月 31 日。

2012 版汽车“以旧换新”政策于 6 月 13 日发布，针对 2012 年 1 月 1 日至 12 月 31 日期间交给报废汽车回收企业的不同类型产品，给予不同补贴。只针对以下三类商用车：

(1) 使用 6 年以上(含 6 年)且不到 15 年，车长大于 4.8 米(含 4.8 米)、小于 7.5 米，并于当年更新的农村客运车辆，补贴标准为每辆车 11000 元人民币。

(2) 使用 8 年以上(含 8 年)且不到 15 年，车长大于 6 米(含 6 米)或者乘坐人数大于 20 人(含 20 人)，并于当年更新的城市公交车，补贴标准为每辆车 18000 元人民币；车长小于 6 米且乘坐人数为 10-19 人，并于当年更新的城市公交车，补贴标准为每辆车 11000 元人民币。

(3) 使用 10 年以上(含 10 年)且不到 15 年的半挂牵引车和总质量大于 12000 千克(含 12000 千克)的重型载货汽车(含普通货车、厢式货车、仓栅式货车、封闭货车、罐式货车、平板货车、集装箱车、自卸货车、特殊结构货车等车型，不含全挂车和半挂车)，补贴标准为每辆车 18000 元人民币。

对比发现，2012 版的汽车“以旧换新”政策力度和范围要比 2009 版差很多。

2.2. 媒体报道称新的“汽车下乡”政策正在制定中，有望于 6 月底或 7 月初公布。

5 月 28 日，《上海证券报》引路透社报告，中国政府正在制定汽车下乡和以旧换新政策，汽车板块有 10%左右的反弹，可见市场对 2009-2010 年的刺激汽车消费政策是多么期待。

5 月 31 日上午，重庆市决定对重庆行政辖区内生产的 1.6 升及以下排量的微型客车、轻型、微型载货车按购买汽车销售价格的 6%给予补贴，最高不超过 3000 元。同日下午，长安集团公开表示，长安集团将对相关车型补贴 4%，政企合力补贴将达“10%”。

6 月 4 日，工信部装备司司长张相木接受采访时，称新一轮汽车刺激政策确实在制定过程中，“具体方案尚在多部委讨论过程中，出台时间还不能确定。”另有权威消息人士称：“有一些政策细节尚在讨论，讨论的焦点是既要维持政策的延续性，又要根据目前汽车市场和整体经济不同于 2009 年的情况做出调整，由此决定是否扩大受益面。”

由此可见，近期汽车消费的舆论导向转向政策预期，短期会出现一定程度的持币待购现象，对汽车市场造成一定的负面影响。

我们认为：(1) 不要过分夸大政策对汽车市场的刺激作用。表明上看，国家 2009 年-2010 年推行了汽车购置税优惠、汽车下乡以及以旧换新等刺激汽车消费政策，极大地刺激了汽车销量的增长，2009 年汽车销量增长 46%，2010 年增长了 32%。我们认为，汽车消费与 GDP 增速、居民收入增长预期密切相关。金融危机之后，国家迅速推出了一揽子经济刺激计划，连续两年，GDP 增速平稳、居民收入增长预期强烈，多重因素导致汽车销量的大幅增长。目前的宏观经济状况已经和 2009 年大不相同，而且目前汽车保有量也比 2009 年有了大幅增长。我们认为，即使完全沿用上一轮政策的措施，其刺激效果也会大打折扣。

(2) 政府即将换届，汽车消费政策能否正式推出，值得怀疑。

2.3. 《节能与新能源汽车产业发展规划》近期将由国务院发布实施，下半年有关新能源汽车的投资机会有望明显增多。

目前中国汽车保有量已达千人 80 辆，尽管终端需求非常强劲，但能源、环境、交通等问题开始凸现出来，政府不应该让 2009-2010 年的汽车销量高增长的局面再次出现。国家把新能源汽车作为战略性新兴产业是完全正确的，应该大力倡导和支持新能源汽车的发展意义相当重大。既避免增长过渡下滑，又调整了结构，有利于产业良性发展，对中国汽车工业的长远发展具有极其重要的战略意义。

近日，工信部装备工业司司长张相木在全球节能与新能源汽车峰会上表示，《节能与新能源汽车产业发展规划》近期将由国务院发布实施。该规划将带着一系列产业扶持政策浮出水面，其中包括新能源汽车免征车辆购置税、增值税税率降至 13% 等。我们认为相当及时、相当必要、相当正确的。

据报道，《规划》将明确，2011-2020 年购买纯电动汽车、插电式混合动力汽车可免征车辆购置税。在节能汽车方面，2011-2015 年，中重度混合动力汽车减半征收车辆购置税、消费税和车船税。如此推断，未来消费者购买新能源汽车，将能获得车价 15% 左右的优惠，其中包括 10% 的购置税优惠、4% 的增值税优惠、车船税等。此外，为鼓励技术研发，新能源汽车及其关键零部件企业在计算应纳税所得额时，可按研究开发费用的 100% 加计扣除。

另外，财政部明确，从今年起我国每年将安排 10 亿-20 亿元资金扶持新能源汽车产业化发展，涉及新能源汽车的车牌拍卖、摇号、限行等限制措施也会尽快取消，并将扩大新能源汽车在公务、物流、租赁等行业的使用规模。

6 月 16 日，全国政协经济委员会副主任、原工信部部长李毅中在 2012 节能与新能源汽车峰会上透露，有关部门最近正在研究进一步推动新能源车示范试点的工作方案，加快新能源汽车产业化发展进程。

截至目前，中国已在 25 个城市进行了公共服务领域新能源汽车示范推广，并在 6 个城市开展了私人购买新能源车补贴试点工作。据初步统计，示范推广各类节能与新能源汽车累计达 1.6 万辆，其中新能源汽车超过 8 千辆，建设和安装各类充电站、充电桩 1 万多个。

3. 下半年汽车行业发展态势的基本判断

3.1. 我们维持年初预测：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。

截止 2011 年底，我国千人汽车保有量估计在 78 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。

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。

图 17: 汽车销量同比增速与 M2 正相关



数据来源：中汽协 Wind 资讯

图 18: 汽车销量同比增速与 CPI 负相关



数据来源：中汽协 Wind 资讯

3.2. 自 2011 年初至今，汽车行业持续低速增长，隐藏的问题开始凸现，行业竞争格局发生微妙的变化，行业系统性投资机会难以再现。

3.2.1. 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。

我们曾整理过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

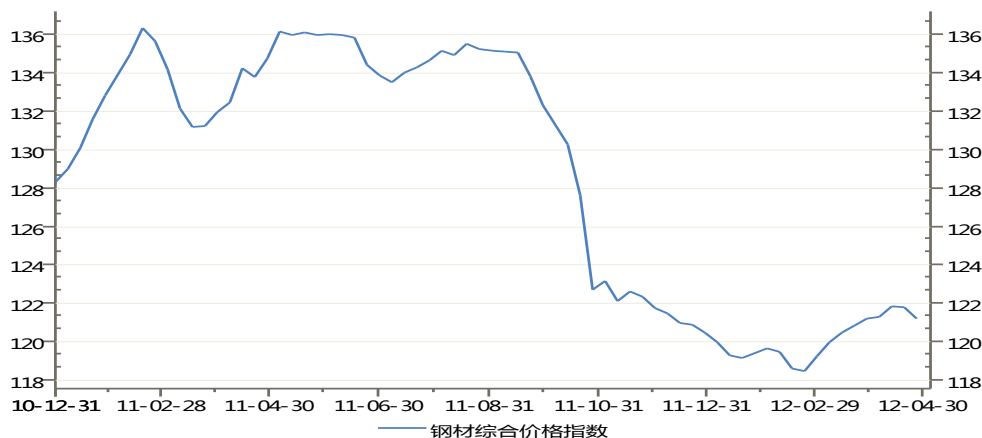
3.2.2. 合资品牌的竞争格局也发生了微妙的变化，销量增速也是参差不齐，产品价格大幅下降。

近两年来，受到进口豪华车的大幅降价和自主品牌车高端化的双重挤压，合资品牌企业竞争环境趋于恶化，一汽大众、上海大众、上海通用、东风日产市场表现仍表现尚可，一汽丰田、广汽丰田、广汽本田、东风本田等市场表现则较为一般，致使原来以合资企业贡献主要利润的上汽集团（600104）、广汽集团（601238）、悦达投资（600805）等汽车股的 PE 水平难以大幅提升。主要为合资企业配套的零部件类上市公司如华域汽车（600741）、一汽富维（600742）、宁波华翔（002048）等的 PE 水平也难以大幅提升。这是汽车股投资必须注意的新动向。

3.3. 2012 年的汽车销量大致上将呈现逐季向好的局面，我们谨慎看好下半年汽车股的市场行情。由于政府换届完成，加上汽车行业经过 2011-2012 年两年的调整，2013 年汽车行业将会有更好的表现。

由于各种宏观因素有利于汽车消费，加上 2011 年汽车销量基数较低的因素，2012 年 2、3 季度汽车销量有望迎来 8-12% 的销量增长幅度。我们判断，乘用车的销量增速表现仍将明显优于商用车。4 季度，由于政府换届，汽车市场的气氛预期尚可，加上 4 季度是传统的消费旺季，汽车消费仍值得看多。

图 19: 国内钢材综合价格走势



数据来源：东北证券，Wind

数据来源: Wind资讯

图 20: 汽车原材料橡胶期货价格趋势



数据来源：公司公告 东北证券

图 21: 国家原油期货价格走势



数据来源：公司公告 东北证券

3.4. 综合判断，我们给予汽车行业“优于大势”的投资评级，各子行业都应有一定的投资机会，但行业机会是结构性的，建议重点关注经营稳健、增长确定性强的企业。

首先，建议重点关注经营稳健、增长确定性强的企业，如长城汽车（601633）、上汽集团（600104）、宇通客车（600066）、江铃汽车（000550）、华域汽车（600741）、一汽富维（600742）、江淮汽车（600418）等。

其次，建议重点关注受惠稳增长措施推行的重卡相关企业，如中原内配（002448）、华菱星马（600375）、潍柴动力（000338）、中国重汽（000951）等。

4. 重点关注企业的销售情况与投资评级:

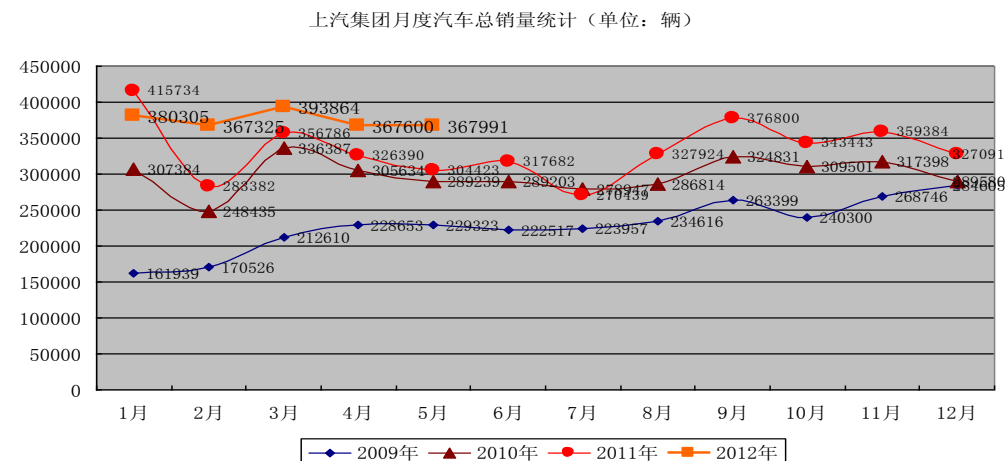
4.1. 上汽集团（600104）:

1-5 月，上汽集团（600104）的市场表现仍较为强劲，销量达 1877085 辆，同

比增长 11.32%，超过整体汽车销量增速 9.62 个百分点。其中上海大众累计销量 530405 辆，同比增长 10.77%，上海通用累计销量 555280 辆，同比增长 9.39%，上汽通用五菱销量 648611 辆，同比增长 16.34%。预计全年上汽集团累计销量增长 15-18%，继续领跑整个行业。

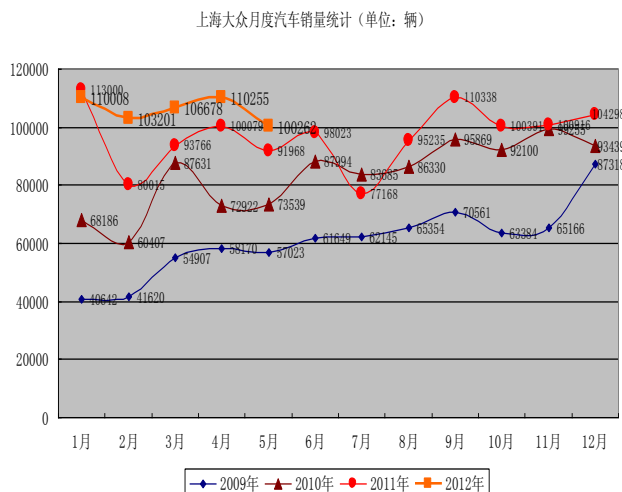
我们预测公司 2012-2013 年每股收益为 2.23 元、2.68 元，给予公司 2012 年 10-12 倍的市盈率，则公司的合理价位应为 22.30-26.76 元，维持“推荐”的投资评级。投资时需注意，目前公司体量较大，公司股价弹性较小。

图 22：上汽集团月度汽车总销量统计



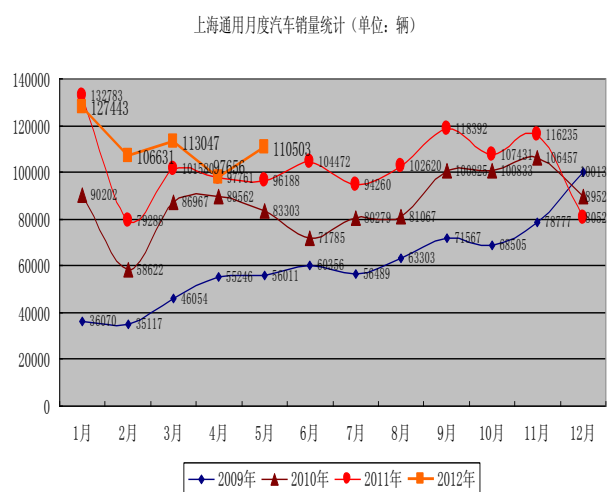
数据来源：公司公告 东北证券

图 23：上海大众月度汽车销量数据统计



数据来源：中汽协 腾讯汽车

图 24：上海通用月度汽车销量统计



数据来源：中汽协 腾讯汽车

4.2. 宇通客车（600066）:

1-5 月，公司累计销售各类客车 17598 辆，同比增长 22.25%，而同期行业增速为 8.12%，公司超过客车行业增速 14.13 个百分点。其中大客 8219 辆，同比增长

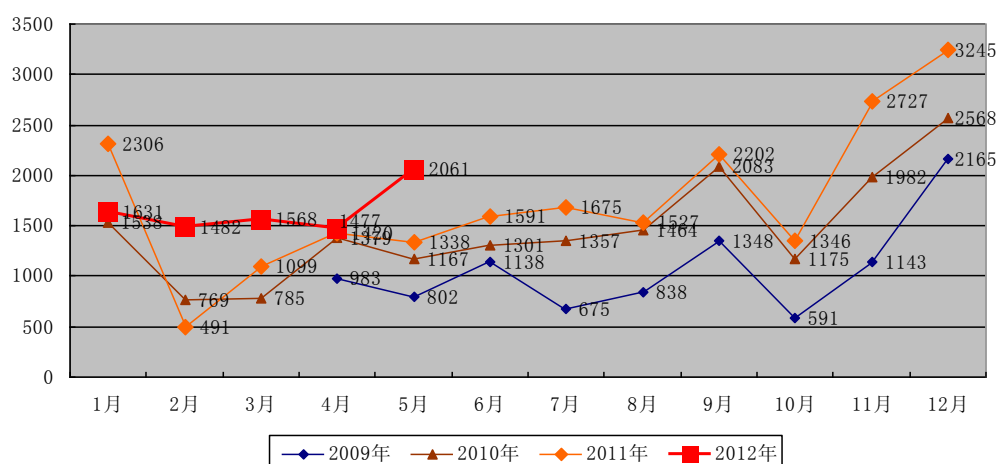
23.58%，中客 7603 辆，同比增长 14.47%，轻客 1776 辆，同比增长 61.16%。

2012 年两大亮点值得关注：一是校车销售情况，根据公司 1-5 月轻客销售数据看，公司校车销售情况不错；二是公司新增产能的投产进度，如果 4 季度新产能能够提前投产，将开始贡献利润。

我们预测公司 2012-2013 年 EPS 为 2.16 元、2.80 元，维持公司“推荐”的投资评级，以 15-18 倍的合理 PE 计算，公司合理估值区间为 32.40-38.88 元。由于前期公司受一季度销售利好数据及校车概念，公司股价处在高位，注意追高风险。

图 25: 宇通客车大客销量统计

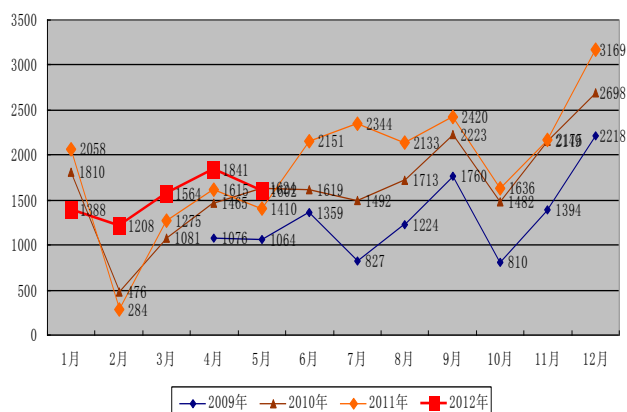
宇通客车大型客车月度销量数据统计



数据来源：公司公告 东北证券

图 26: 宇通客车中客月度销售数据统计

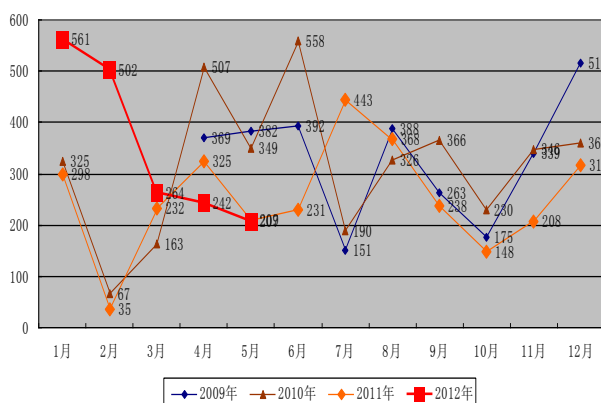
宇通客车中型客车月度销量数据统计



数据来源：公司公告 东北证券

图 27: 宇通客车轻客月度汽车销量统计

宇通客车轻型客车月度销量数据统计



数据来源：公司公告 东北证券

对比公司大型客车、中型客车和轻型客车的的历史数据，其中轻客的数据增幅异常，主要是因为校车销量大幅增加所致，投资机会仍值得关注。

根据官方统计，2012 年 1-5 月，国内共销售校车 10022 辆。从细分市场的销量看，5 米以下校车 613 辆，占 6.1%；5-6 米 902 辆，占 9%；6-8 米 6614 辆，占 66.0%；8-9 米校车 1144 辆，占 11.4%；9 米以上 749 辆，占 7.5%。可以看出，6-8 米的中

型校车占据了近 66%的份额，成为校车市场的绝对主力。

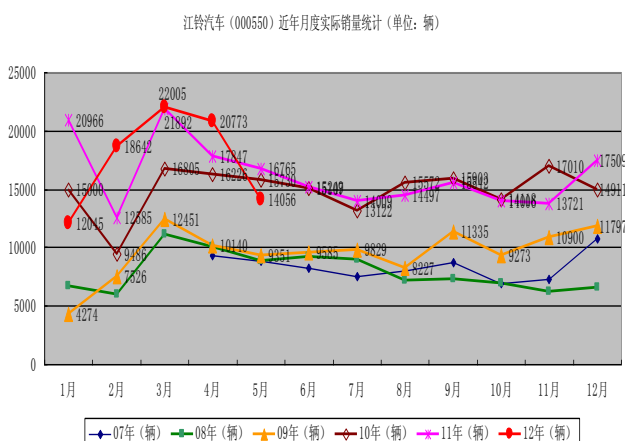
4.3. 江铃汽车（000550）:

公司 1-5 月累计销量为 87521 辆，同比下降 2.81%，同期商用车行业销量下滑 10.31%，公司超过行业 7.5 个百分点。其中全顺系列销量为 22672 辆，同比下降 10.82%；轻卡系列销量为 29357 辆，同比下降 11.03%；皮卡和 SUV 累计销量 35492 辆，同比增长 12.19%。考虑到整个商用车行业仍处于低迷状态，公司表现超过行业，公司经营稳健，仍是轻型商用车的龙头。

公司披露的 5 月份当月的批发销售数据不是很理想，但据了解，公司 5 月份终端销售数据明显优于批发数据，显示公司各产品系列仍保持较强的竞争力。

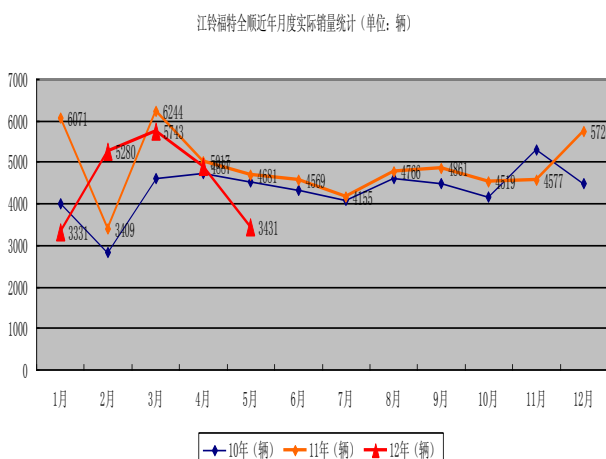
我们维持公司 2012 年每股收益 2.73 元的盈利预测，比 2011 年业绩增长 25.8%。维持“推荐”的投资评级，给予 2012 年 10-12 倍的合理市盈率，则公司的合理估值区间为 27.30-32.76 元。投资风险在于宏观经济恶化、产业竞争激烈。

图 28: 江铃汽车月度汽车销量数据统计



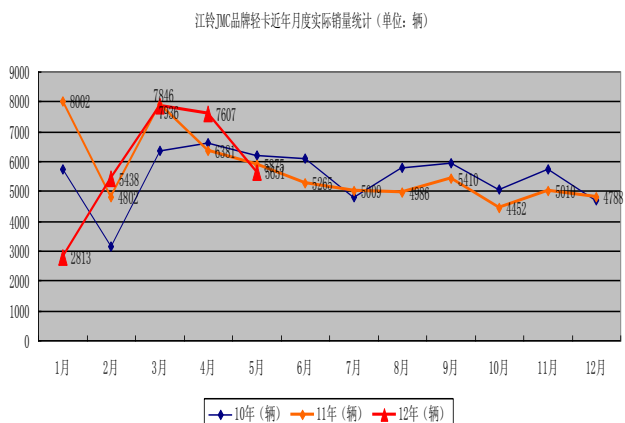
数据来源：公司公告 东北证券

图 29: 江铃全顺月度汽车销量统计



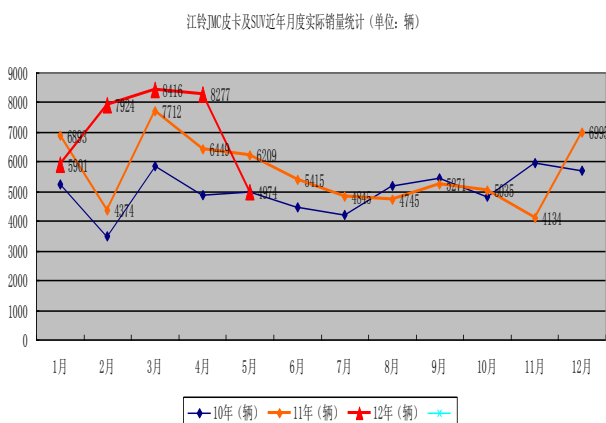
数据来源：公司公告 东北证券

图 30: 江铃轻卡月度销量数据统计



数据来源：公司公告 东北证券

图 31: 江铃皮卡与 SUV 月度销量统计



数据来源：公司公告 东北证券

4.4. 江淮汽车 (600418):

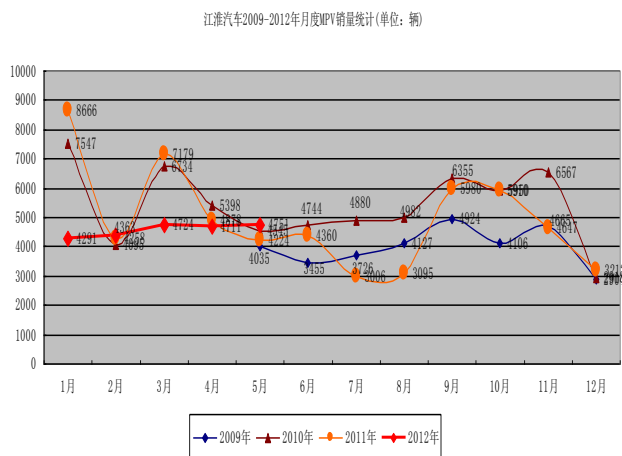
1-5 月, 公司累计销售各类整车 195253 辆, 同比下降 16.79%, 其中卡车销量为 106553 辆, 同比下降 9.91%; MPV 销量为 22840 辆, 同比下降 21.79%, 轿车 50816 辆, 同比下降 27.65%。

根据我们了解, 去年同期公司披露的销售数据为批发销售数据, 并有明显的压库存现象。从 2012 年开始, 公司披露的销售数据为终端销售数据, 为公司真实的市场销量, 因此, 同比去年, 公司的销售数据比实际情况要好很多。

整体来看, 公司商用车板块表现较好。受人事调整和乘用车管理体制改革的影
响, 公司乘用车的市场表现仍亟待改进, 预期未来市场表现会业绩逐季改善。

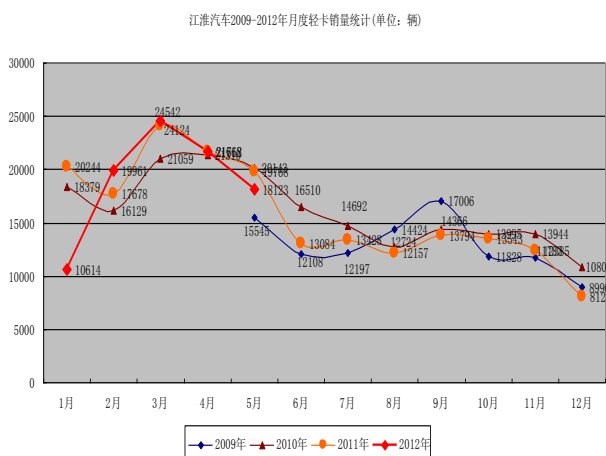
我们预测公司 2012-2013 年的 EPS 分别为 0.66 元、0.88 元。我们维持公司“推
荐”的投资评级。投资风险在于: 公司业绩波动较大, 投资节奏较难把握。

图 32: 江淮汽车月度 MPV 销量数据统计



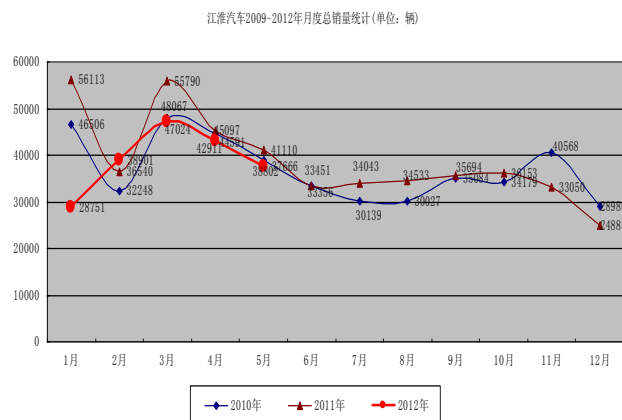
数据来源: 公司公告 东北证券

图 33: 江淮汽车月度轻卡销量统计



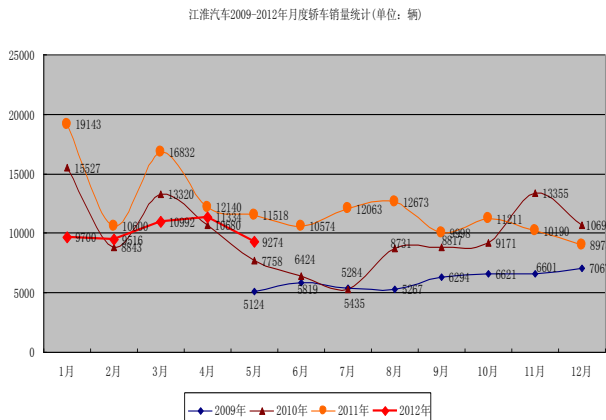
数据来源: 公司公告 东北证券

图 34: 江淮汽车月度总销量数据统计



数据来源: 公司公告 东北证券

图 35: 江淮汽车月度轿车销量统计



数据来源: 公司公告 东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760