

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

市场低迷, 产品降价, 整体利润下滑

——汽车行业 2012 年中报综述

证券研究报告-行业分析

同步大市 (维持)

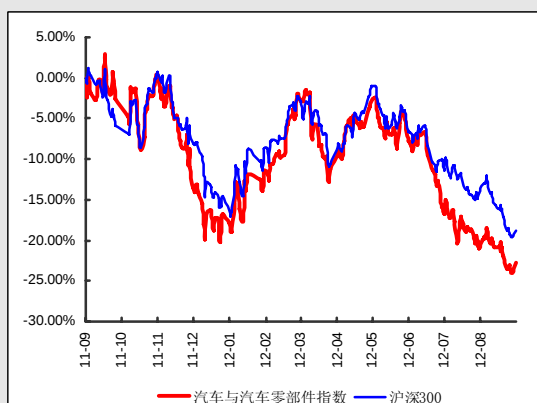
发布日期: 2012 年 9 月 4 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2011EPS	2012EPS	2012PE	评级
长安汽车	0.20	0.34	14.38	买入
上汽集团	1.83	1.93	6.13	买入
福田汽车	0.55	0.98	6.26	增持
庞大集团	0.25	0.25	21.40	买入
一汽富维	2.02	2.15	7.44	买入

注: 股价为 2012 年 9 月 3 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:

上市公司中报披露完毕, 本文按不同板块对汽车行业进行分类分析, 并对行业后期发展进行展望。

投资要点:

- **乘用车: 板块利润存下降风险。**乘用车销量表现稍好, 上半年销量同比增长 7.08%。虽然乘用车板块盈利能力已经有所下降, 但我们认为汽车产品价格下降对业绩的影响尚未完全体现。除非政策刺激使得短期销量大幅上升, 否则未来板块业绩仍存下降风险。当然对于部分处于成长中的上市公司, 其通过车型谱系的完善和产品结构的调整, 仍可以获得良好的利润增长。
- **货车: 恢复增长依赖经济回暖。**上半年, 货车销量同比下降较多, 重卡表现尤其惨淡。板块业绩已经降至近一年来低点。货车销量增长需要宏观经济的企稳回升。目前重卡规模偏小, 盈利水平处于较低位置。如果未来销量回升, 包括零部件和整车在内的重卡产业链的净利润有望获得较大幅度增长。
- **客车: 维持稳定。**在校车的助力下, 客车整体销量仍将维持平稳增长, 整体盈利水平将保持稳定。预计这一趋势还将延续。
- **经销商: 售后服务和新业务是未来看点。**汽车经销商在市场竞争加剧和产品降价的背景下, 新车销售利润率趋于下降。产品结构和销售区域的调整可以改善这一状况。基于保有量增长的售后服务仍是未来的主要看点。另外其他相关业务的发展也值得期待。
- **零部件: 维修和出口市场是增量关键。**受产品价格下降和货车销量下降影响, 汽车零部件板块收入规模和盈利能力均有所下降。其中以商用车零部件为主的上市公司降幅较大。在以配套收入为主的大背景下, 零部件板块利润增长还需依赖下游主机产量提升以及维修与出口市场的开拓。
- **轮胎: 盈利能力上升。**轮胎板块毛利率出现了强劲的上升趋势, 反映定价能力的提升, 板块净利润也有显著增加。但在负债经营的情况下, 利息支出会吞噬较多营业利润。
- **风险提示:** (1) 政策调整; (2) 销量出乎预期; (3) 汽车和原材料价格大幅波动; (4) 海外市场贸易保护主义加剧。

目录

1. 汽车板块整体	4
2. 乘用车板块	6
3. 货车板块	8
4. 客车板块	10
5. 经销商板块	12
6. 零部件板块	14
7. 轮胎板块	16
8. 行业展望	18

图目录

图 1: 月度汽车销量走势.....	4
图 2: 汽车板块整体季度营业收入与同比增速.....	4
图 3: 汽车板块整体毛利率.....	5
图 4: 汽车板块整体期间费用比率.....	5
图 5: 汽车板块整体净利润.....	5
图 6: 月度乘用车销量走势.....	6
图 7: 乘用车板块季度营业收入与同比增速.....	6
图 8: 乘用车板块毛利率.....	7
图 9: 乘用车板块期间费用比率.....	7
图 10: 乘用车板块净利润.....	7
图 11: 乘用车板块投资收益占利润总额比例.....	8
图 12: 月度货车销量走势.....	8
图 13: 货车板块季度营业收入与同比增速.....	9
图 14: 货车板块毛利率.....	9
图 15: 货车板块期间费用比率.....	9
图 16: 货车板块净利润.....	10
图 17: 月度客车销量走势.....	10
图 18: 客车板块季度营业收入与同比增速.....	11
图 19: 客车板块毛利率.....	11
图 20: 客车板块期间费用比率.....	11
图 21: 客车板块净利润.....	12
图 22: 经销商板块季度营业收入与同比增速.....	12
图 23: 经销商板块毛利率.....	13
图 24: 经销商板块期间费用比率.....	13
图 25: 经销商板块净利润.....	14
图 26: 经销商板块存货.....	14
图 27: 零部件板块季度营业收入与同比增速.....	15
图 28: 零部件板块毛利率.....	15
图 29: 零部件板块期间费用比率.....	15
图 30: 零部件板块净利润.....	16
图 31: 轮胎板块季度营业收入与同比增速.....	16
图 32: 轮胎板块毛利率.....	17
图 33: 轮胎板块期间费用比率.....	17
图 34: 轮胎板块净利润.....	17

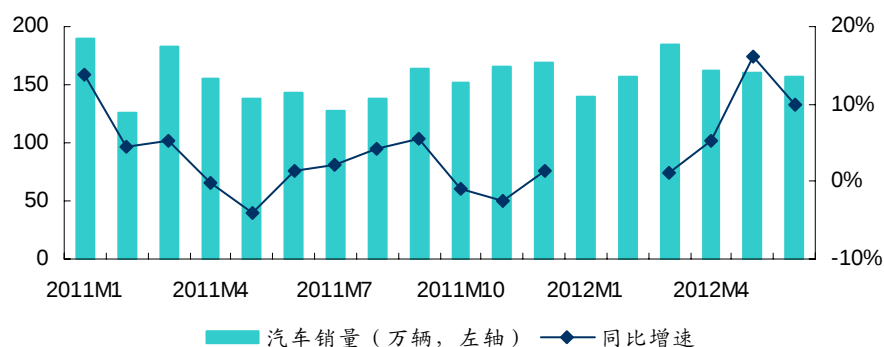
表目录

表 1: 公司估值分析表.....	18
-------------------	----

1. 汽车板块整体

2012 年上半年，汽车销量为 959.81 万辆，同比增长 2.93%，增速处于较低水平，整体市场处于低迷状态。

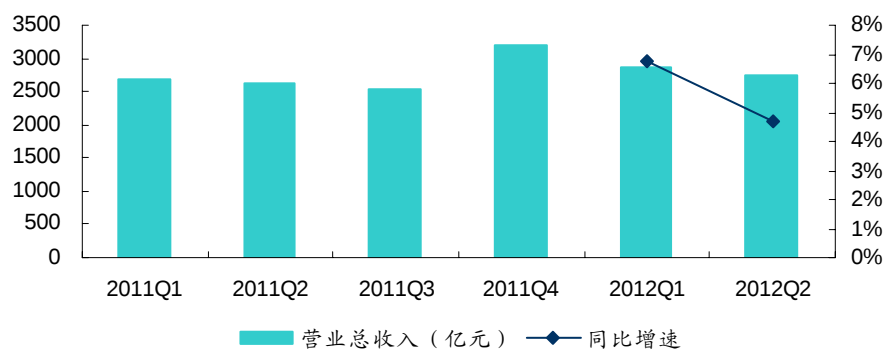
图 1：月度汽车销量走势



资料来源：中原证券，CAAM

在这样的背景下，汽车板块整体业绩表现也不尽如人意。虽然在结构变化的影响下，板块整体收入增速高于行业销量增速，但增速趋于下降，二季度收入增速为 4.68%，这其中降价也是重要影响因素之一。

图 2：汽车板块整体季度营业收入与同比增速

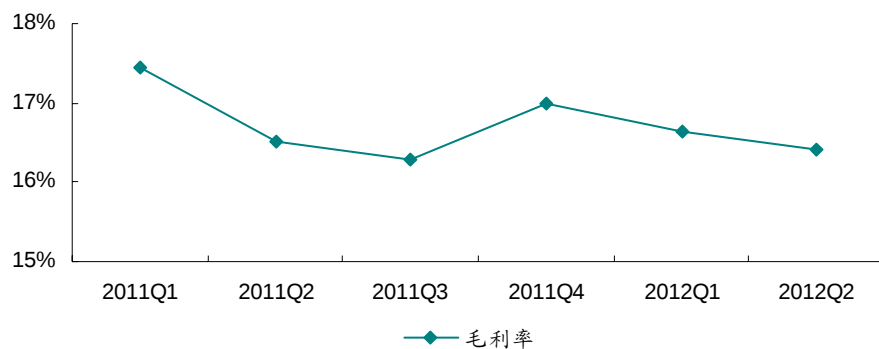


资料来源：中原证券，WIND

受销量增速下滑和产品降价等因素影响，汽车板块整体毛利率也处于下滑趋势中。二季度毛利率为 16.40%，虽然同比基本持平，但环比下降 0.24 个百分点。

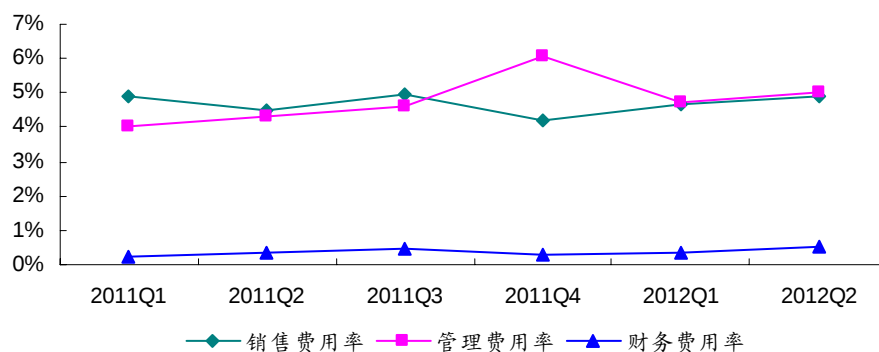
与之相反是，期间费用率整体处于上升趋势中。二季度销售费用率、管理费用率和财务费用率分别环比上升 0.23 个百分点、0.31 个百分点和 0.20 个百分点。

图 3：汽车板块整体毛利率



资料来源：中原证券，WIND

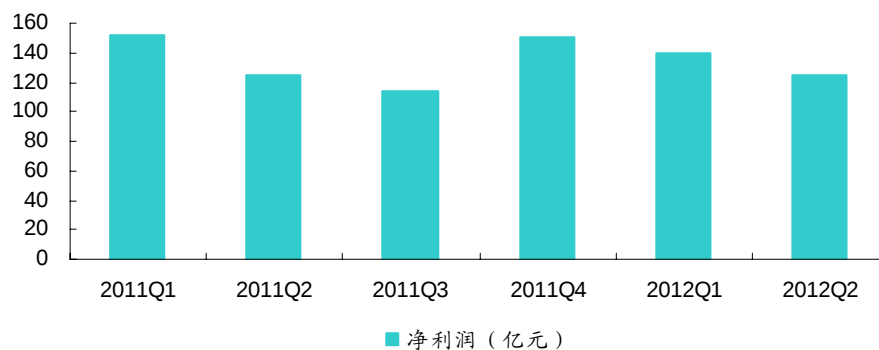
图 4：汽车板块整体期间费用比率



资料来源：中原证券，WIND

在规模增长有限而盈利能力下滑的双重影响下，汽车板块整体净利润表现不佳。二季度净利润为 125 亿元，同比增长 0.46%，环比下降 10.01%。若扣除非经常性损益和合并范围变化的影响，净利润实际上为负增长。

图 5：汽车板块整体净利润

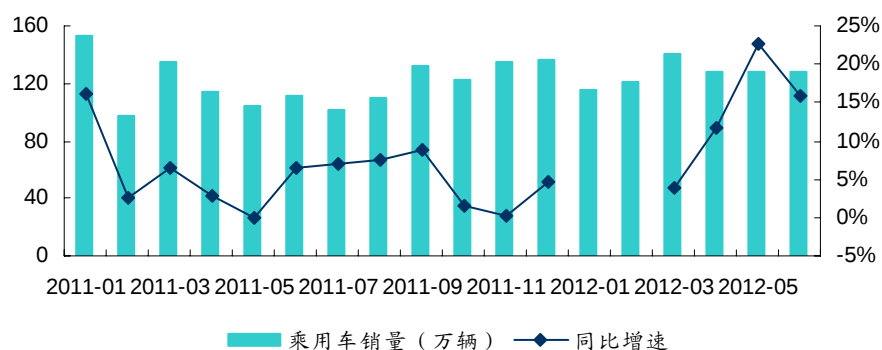


资料来源：中原证券，WIND

2. 乘用车板块

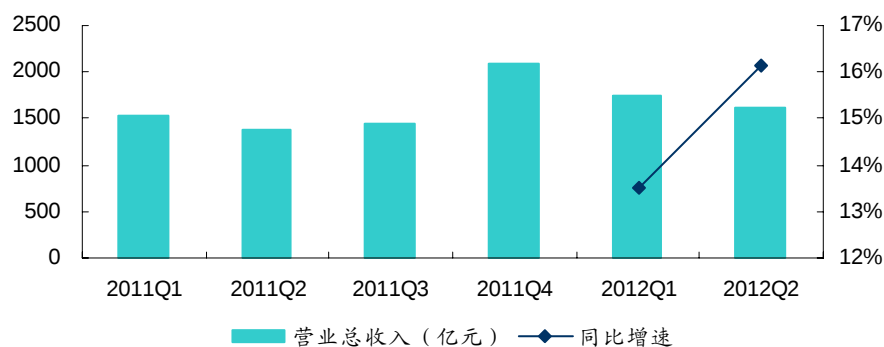
在细分车型中，乘用车销量表现稍好。上半年销量 761.34 万辆，同比增长 7.08%，其中二季度因去年同期基数原因增速表现特别突出。正因为如此，二季度乘用车板块收入同比增速上升至 16.15%。

图 6：月度乘用车销量走势



资料来源：中原证券，CAAM

图 7：乘用车板块季度营业收入与同比增速



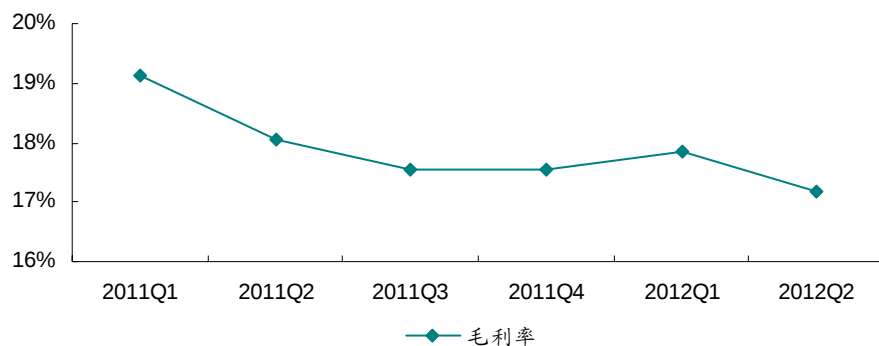
资料来源：中原证券，WIND

注：未剔除上汽集团合并范围变化大影响，下同

但这样的数据背后也存在一些问题。首先，批发销量的增长一定程度是提高经销商库存的结果，实际零售情况并不乐观。这也就是说未来通过经销商加库存的方式来提升批发销量的空间几乎没有，且存在去库存压力。这种情况下，批发销量增速将大幅下降。其次，去年以来，市场供求平衡的变化，使得豪华车和中高级轿车降价情况愈演愈烈。

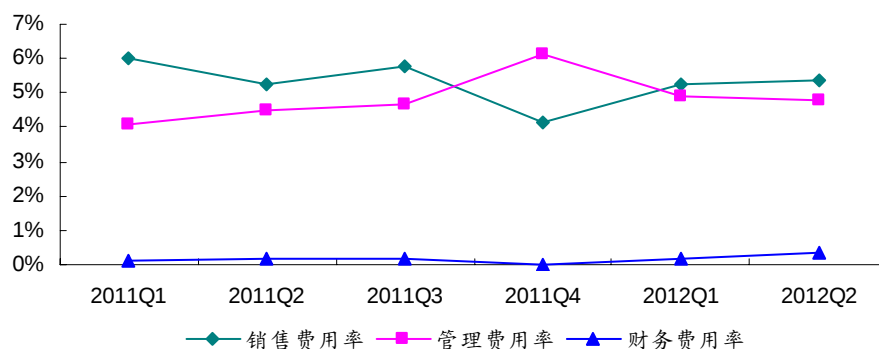
降价是影响整车制造行业毛利率的重要原因。去年以来，乘用车板块毛利率处于下降趋势中，其中毛利率为 17.16%，环比下降 0.7 个百分点。虽然毛利率下降，但期间费用率仍保持稳定，总体变化不大。

图 8：乘用车板块毛利率



资料来源：中原证券，WIND

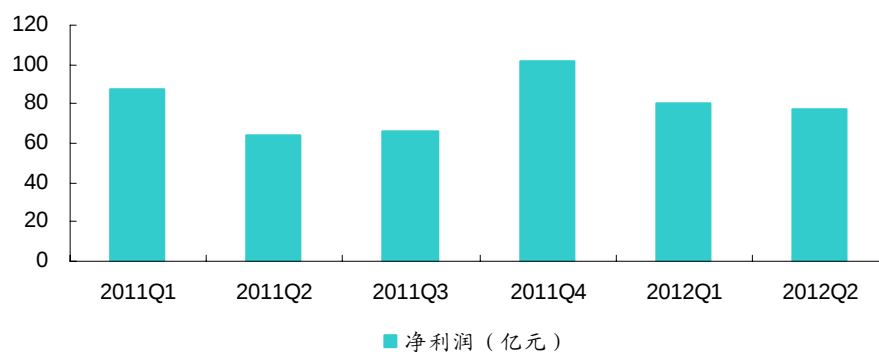
图 9：乘用车板块期间费用比率



资料来源：中原证券，WIND

虽然盈利能力总体下降，但在营收规模增长的带动下，乘用车板块净利润仍表现较好。二季度净利润为 77.65 亿元，同比增长 21.38%，环比下降 3.39%。

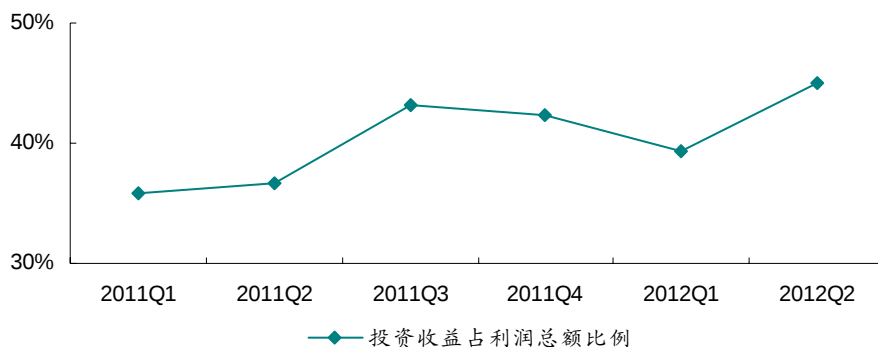
图 10：乘用车板块净利润



资料来源：中原证券，WIND

但值得注意的是，乘用车板块的利润，有较大部分来源于合资企业。二季度板块投资收益占利润总额的比例已经提升至 45%。虽然前期合资企业盈利能力相对稳定，但在整体市场低迷、降价情况蔓延的背景下，预计合资企业也不能幸免于难，盈利能力存下降风险。这是乘用车板块，特别是拥有合资企业的乘用车上市公司未来业绩表现的重要风险。

图 11：乘用车板块投资收益占利润总额比例

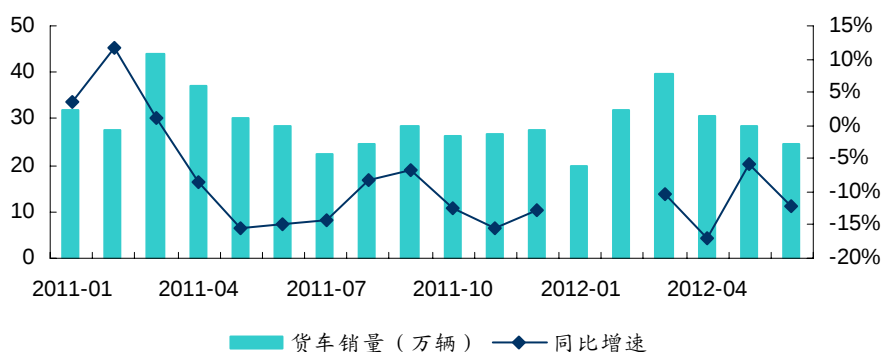


资料来源：中原证券，WIND

3. 货车板块

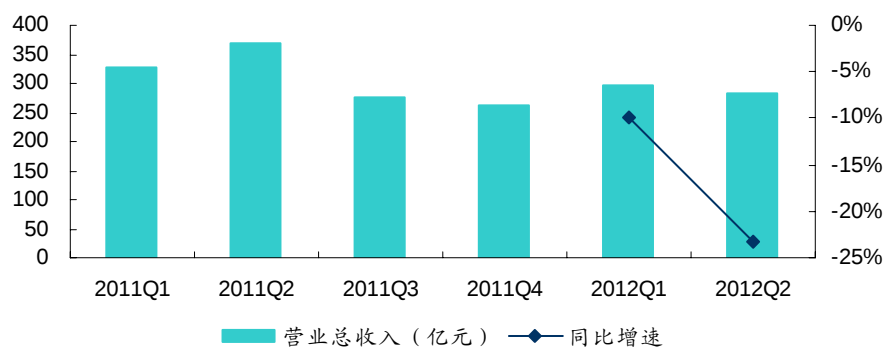
上半年，货车销量为 174.72 万辆，同比下降 11.92%，自去年以来一直处于下滑趋势中。其中重卡销量 37.16 万辆，同比下降 31.62%，表现惨淡。受此影响，货车板块营收规模同比出现大幅下降，其中二季度下降 23.22% 至 282.92 亿元，降幅较一季度扩大 13.41 个百分点。

图 12：月度货车销量走势



资料来源：中原证券，CAAM

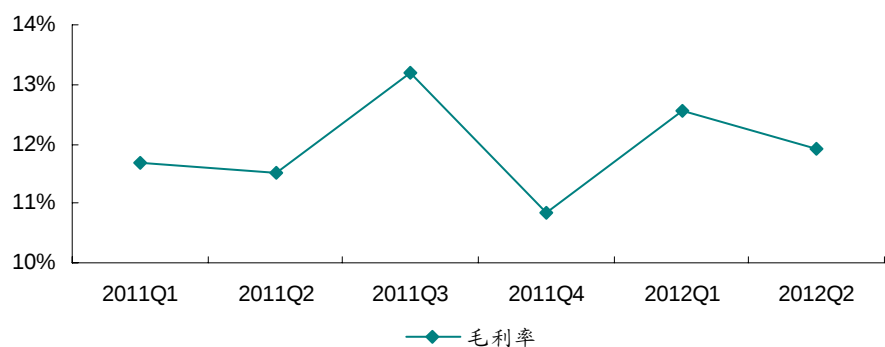
图 13: 货车板块季度营业收入与同比增速



资料来源: 中原证券, WIND

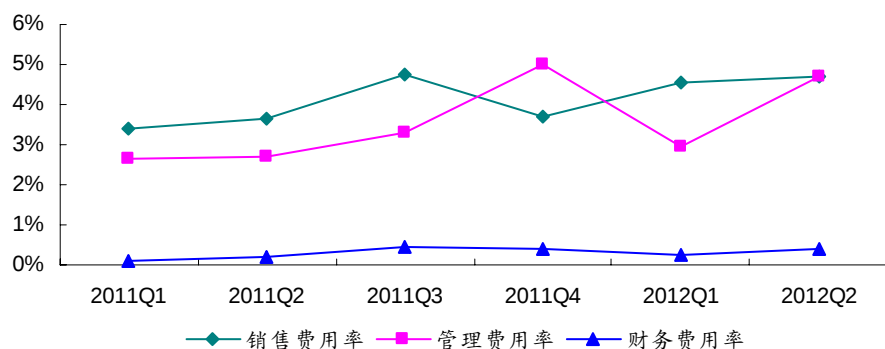
货车行业本身盈利能力较弱, 自销量下滑以来, 行业毛利率一直维持在12%上下, 虽有波动, 但没有也无法出现大幅的下降。而期间费用率却出现了明显的上升。二季度期间费用为9.77%, 环比上升2.04个百分点, 达到近一年以来的新高。

图 14: 货车板块毛利率



资料来源: 中原证券, WIND

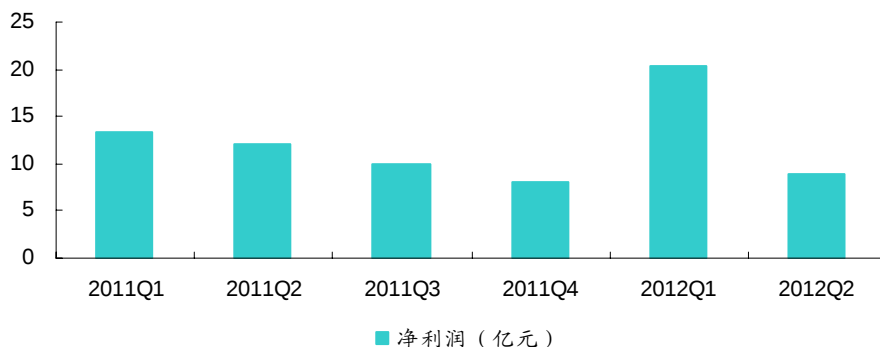
图 15: 货车板块期间费用比率



资料来源: 中原证券, WIND

虽然数据反映一季度净利润大幅上升,但若扣除福田汽车非经常性损益,货车板块实际净利润同比下降 23%,二季度降幅进一步扩大至 75%,板块净利润仅约为 3 亿元。

图 16: 货车板块净利润

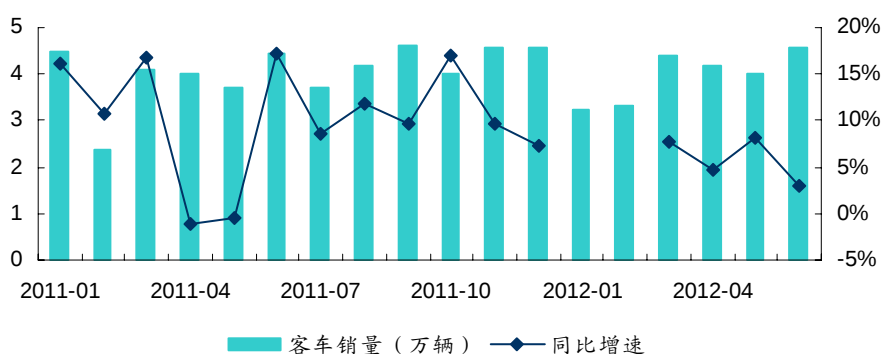


资料来源: 中原证券, WIND

4. 客车板块

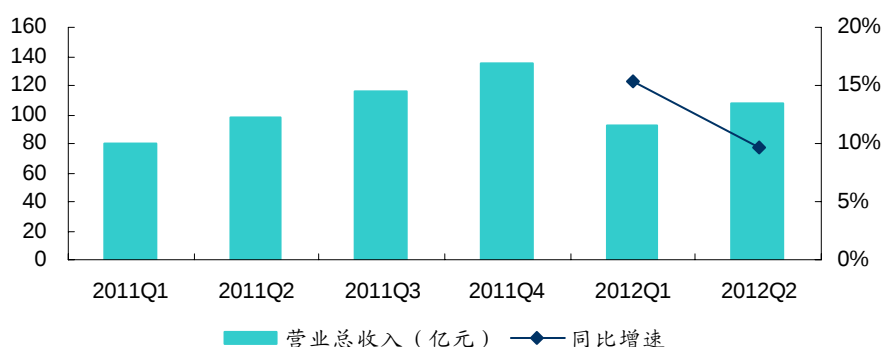
上半年客车销量为 23.74 万辆,同比增长 2.66%。客车行业的稳定表现一定程度上得益于校车销量的崛起。但实际上二季度校车销量的贡献已经下降,导致客车销量同比增速也开始下降。上市公司营业收入增速也是同样表现,二季度增速下滑至 9.66%。

图 17: 月度客车销量走势



资料来源: 中原证券, CAAM

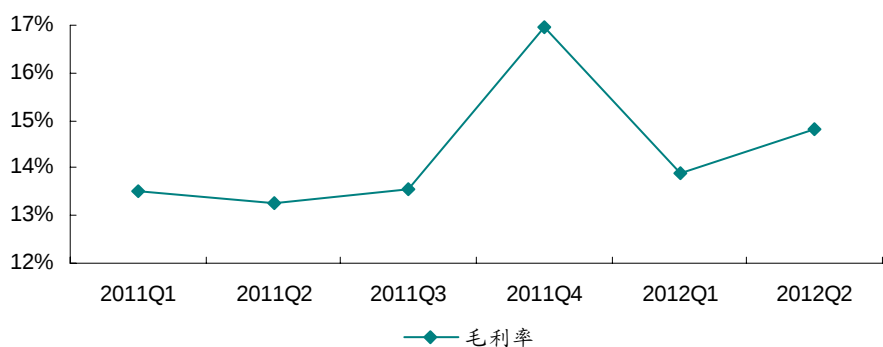
图 18: 客车板块季度营业收入与同比增速



资料来源：中原证券，WIND

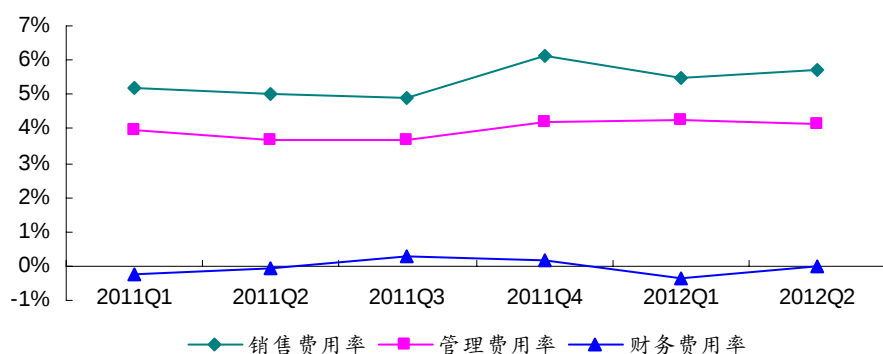
受益于客车销量的良好表现，客车板块毛利率有所上升，其中二季度毛利率为 14.83%，环比上升 0.94 个百分点。期间费用率表现稳定，二季度较一季度上升 0.5 个百分点，低于毛利率变动幅度。

图 19: 客车板块毛利率



资料来源：中原证券，WIND

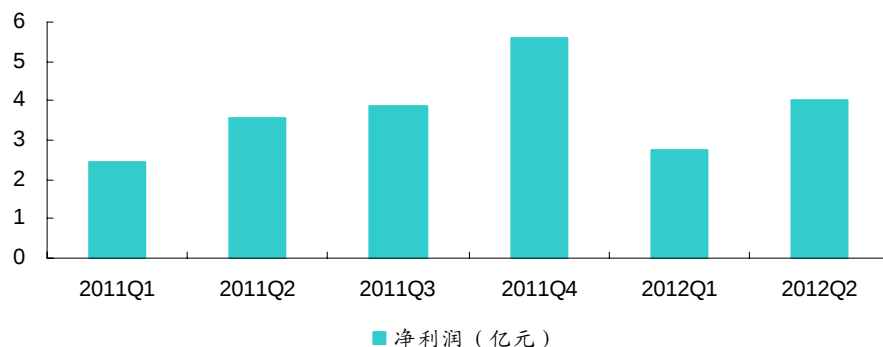
图 20: 客车板块期间费用比率



资料来源：中原证券，WIND

受益于销量规模扩大和盈利能力的稳定提升，客车板块净利润呈上升态势。其中二季度净利润为 4.02 亿元，同比增长 13.70%，增速较一季度扩大 0.35 个百分点。

图 21：客车板块净利润

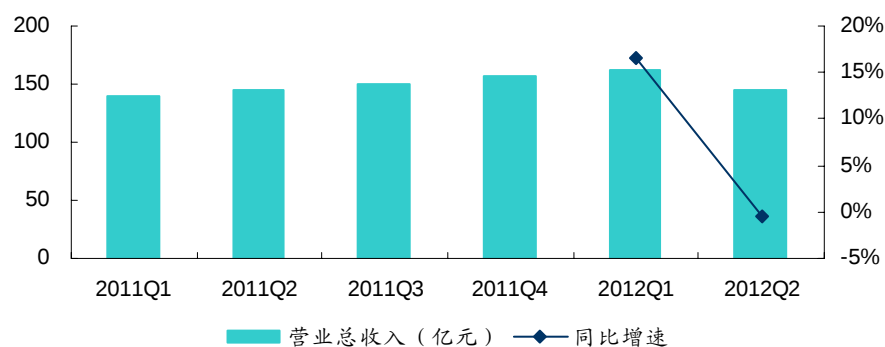


资料来源：中原证券，WIND

5. 经销商板块

上半年经销商板块营收规模增速趋于下降，二季度同比下降 0.52%，远差于一季度的 16.57%。这也正好反映了汽车零售市场的低迷状态，与厂家批发销量低速稳步增长形成反差。

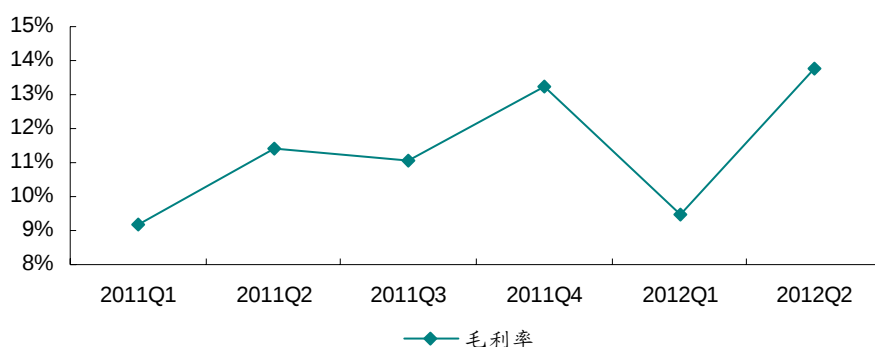
图 22：经销商板块季度营业收入与同比增速



资料来源：中原证券，WIND

虽然经销商新车销售止步不前，但售后服务等板块仍维持较快增长，毛利率较高的售后服务板块收入占比提升，带动整体毛利率提升。二季度经销商板块毛利率为 13.78%，环比大幅上升 4.29 个百分点。另外融资租赁等新业务快速增长也是板块毛利率上升的重要原因。

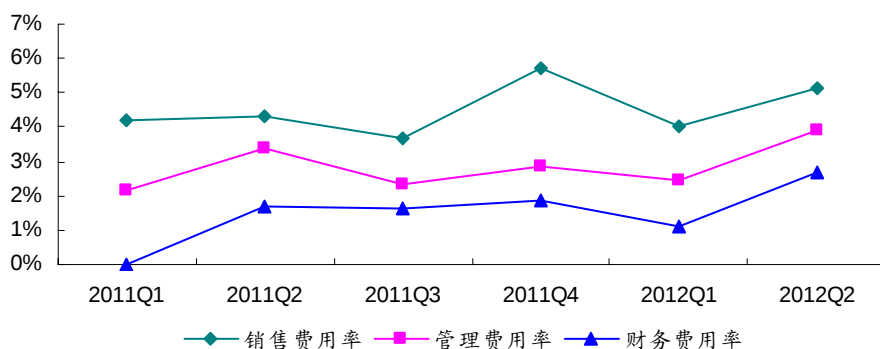
图 23: 经销商板块毛利率



资料来源: 中原证券, WIND

由于经销商板块内上市公司均处于扩张期中, 新开网点较多, 这些网点新增销量和保有客户较少, 在折旧、人员工资等影响下, 销售费用率和管理费用率均有所上升。另外, 在扩张经营的过程中, 对资金的需求较大, 负债率普遍较高, 导致利息支出增加, 财务费用率上升。整体来说, 期间费用率有一定幅度上升, 二季度甚至高达 11.71%。

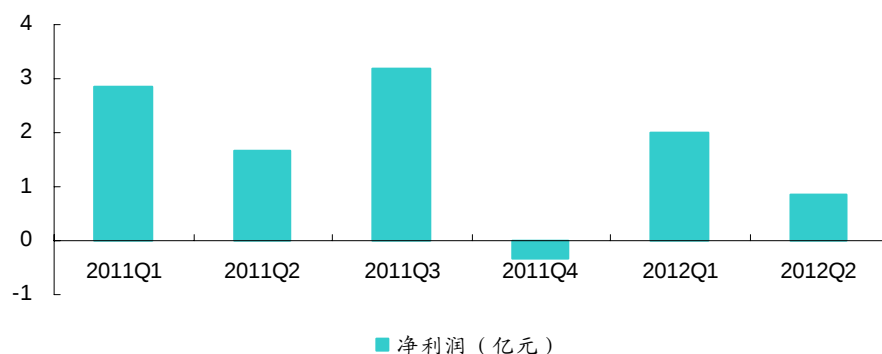
图 24: 经销商板块期间费用比率



资料来源: 中原证券, WIND

正是期间费用率的上升, 导致板块净利润持续下降。二季度板块净利润仅为 0.85 亿元, 为 2011 年以来最差季度 (2011 年四季度因减值影响板块净利润为负, 扣非净利润约为 5 亿元)。

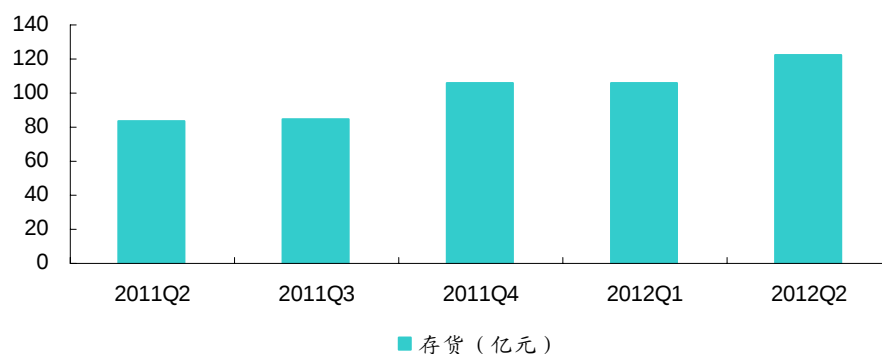
图 25: 经销商板块净利润



资料来源: 中原证券, WIND

新车销售不旺的另一个证据是经销商存货的上升。2011 年以来经销商板块存货一直处于上升趋势中, 目前库存深度已经超过 2 个月。但考虑到上述上市公司均处于扩张过程中, 这一上升幅度尚可接受。

图 26: 经销商板块存货

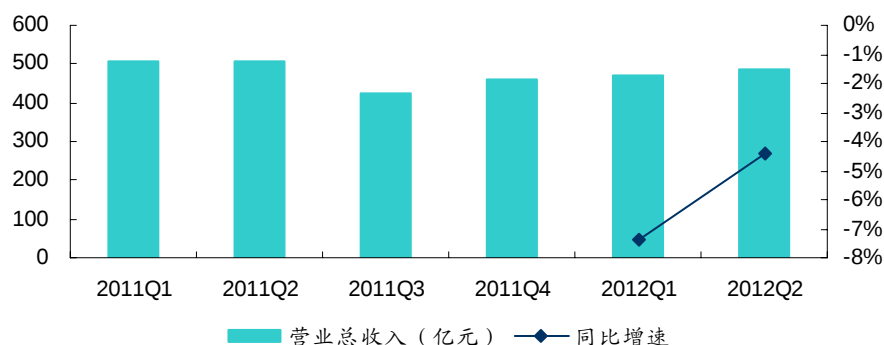


资料来源: 中原证券, WIND

6. 零部件板块

受零部件产品价格下降和货车销量下降影响, 上半年汽车零部件板块收入规模同比略有下降, 其中一二季度同比分别下降 7.36% 和 4.39%。其中以商用车零部件为主的上市公司降幅较大, 如潍柴动力、威孚高科; 而以乘用车零部件为主的上市公司降幅较小或者取得了正增长, 如华域汽车、京威股份等。这种差异正是下游不同车型表现的体现。

图 27：零部件板块季度营业收入与同比增速



资料来源：中原证券，WIND

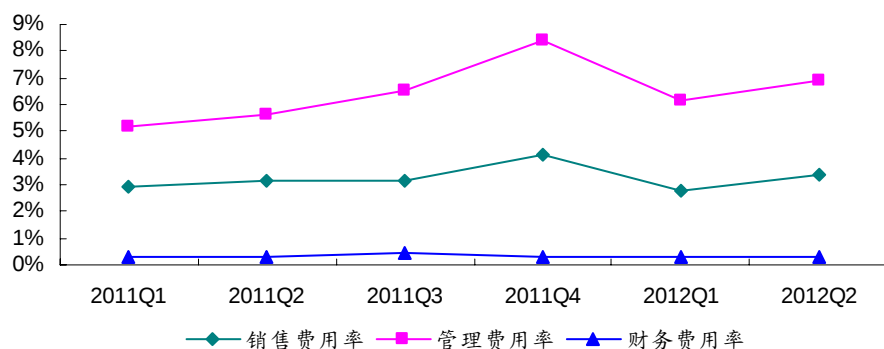
受产品价格下降和产能扩大等多种因素影响，零部件板块毛利率出现明显下降。二季度板块毛利率为 18.17%，同比下降 0.88 个百分点，环比下降 0.35 个百分点。而期间费用率却显著上升。二季度期间费用率为 10.56%，同比上升 1.49 个百分点，环比上升 1.29 个百分点。

图 28：零部件板块毛利率



资料来源：中原证券，WIND

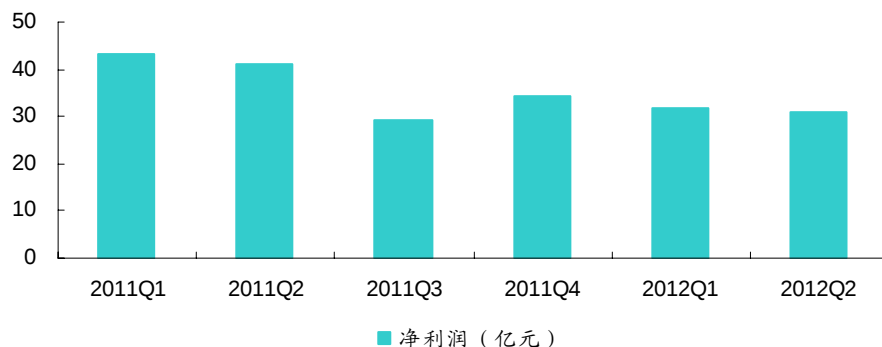
图 29：零部件板块期间费用比率



资料来源：中原证券，WIND

受毛利率下降和期间费用率上升双重挤压，上半年零部件板块净利润大幅下降 25.96%，其中部分以商用车零部件为主的上市公司降幅更大，如曙光股份、潍柴动力、天润曲轴、万向钱潮等。

图 30：零部件板块净利润

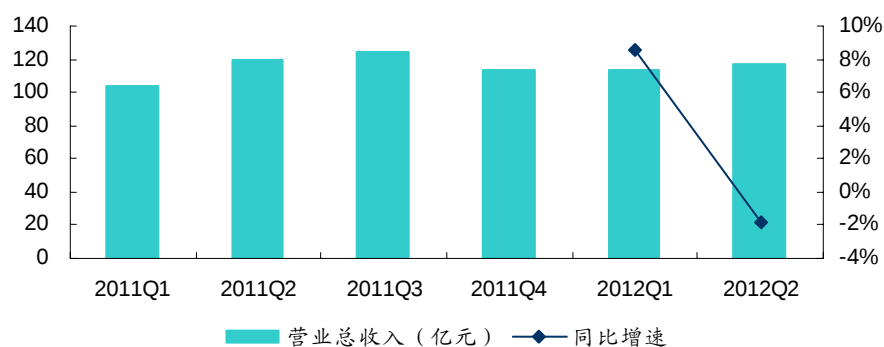


资料来源：中原证券，WIND

7. 轮胎板块

由于出口占比和维修需求占比较大，轮胎与一般的零部件产品有所不同。虽然受制于产品价格下降和下游主机产量增长乏力，但上半年轮胎板块营收规模仍然取得了 2.99% 的正增长。

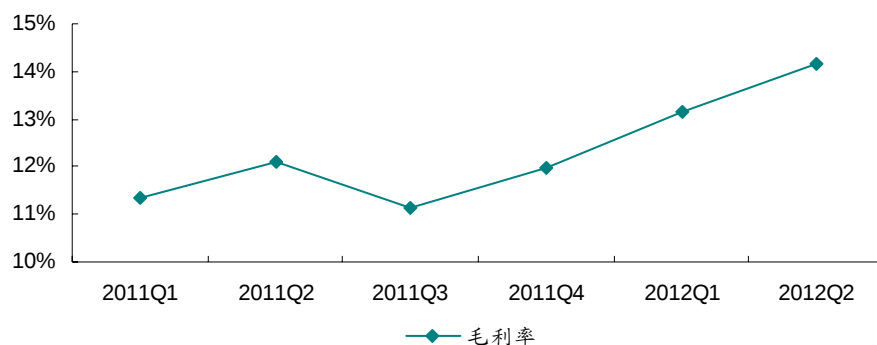
图 31：轮胎板块季度营业收入与同比增速



资料来源：中原证券，WIND

与一般零部件差异更大的是，轮胎板块毛利率出现了强劲的上升趋势，其中二季度毛利率为 14.14%，同比提高 2.05 个百分点，环比提升 0.99 个百分点。毛利率的上升一定程度上反映了定价能力的提升。

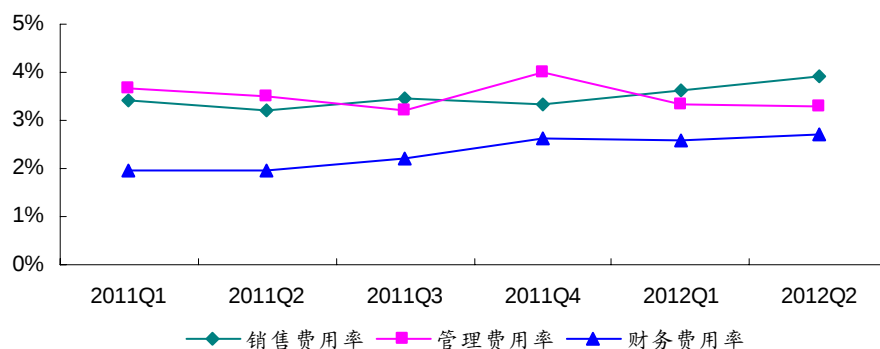
图 32：轮胎板块毛利率



资料来源：中原证券，WIND

与其他零部件或者整车企业有所不同，轮胎板块财务费用率处于上升趋势中，二季度达到 2.72%，已经高于板块净利率。轮胎的原材料中，天然橡胶和合成橡胶或进口或从大集团供应商处采购，一般需预付款或付全款；而下游客户多数为主机厂或经销商，一般具有一定期限的信用期，这导致轮胎企业对营运资金规模要求较高，多数企业采用负债经营，利息支出规模较大。

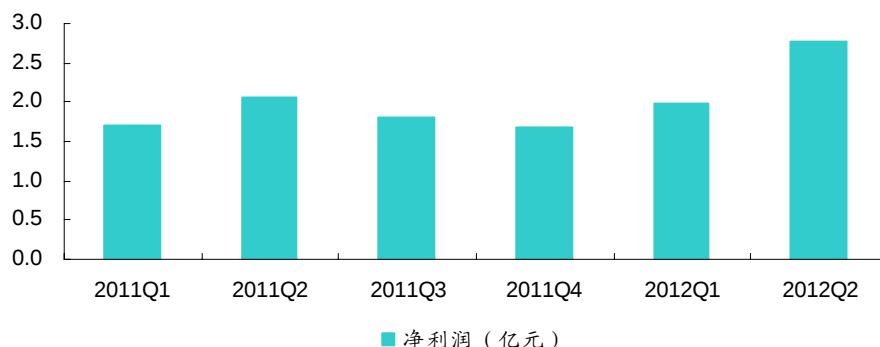
图 33：轮胎板块期间费用比率



资料来源：中原证券，WIND

在毛利率提升的带动下，轮胎板块业绩显著增长，二季度净利润为 2.77 亿元，同比上升 34.56%，环比上升 39.88%。

图 34：轮胎板块净利润



资料来源：中原证券，WIND



8. 行业展望

我们维持 2012 年全年销量增速为 6% 的预测，已经进入低速增长期。在销量增速和盈利能力波动幅度均减小的背景下，汽车板块整体业绩弹性较小。

虽然乘用车板块盈利能力已经有所下降，但我们认为汽车产品价格下降对业绩的影响尚未完全体现。除非政策刺激使得短期销量大幅上升，否则未来板块业绩仍存下降风险。当然对于部分处于成长中的上市公司，其通过车型谱系的完善和产品结构的调整，仍可以获得良好的利润增长。

货车销量增长需要宏观经济的企稳回升。目前重卡规模偏小，盈利水平处于较低位置。如果未来销量回升，包括零部件和整车在内的重卡产业链的净利润有望获得较大幅度增长。

在校车的助力下，客车整体销量仍将维持平稳增长，整体盈利水平将保持稳定。

汽车经销商在市场竞争加剧和产品降价的背景下，新车销售利润率趋于下降。产品结构和销售区域的调整可以改善这一状况。基于保有量增长的售后服务仍是未来增长的主要看点。另外其他相关业务的发展也值得期待。

表 1: 估值分析表

单位：元、倍

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
	2011A	2012E	2013E			2011A	2012E	2013E		
长安汽车	0.20	0.34	0.63	3.19	4.89	24.45	14.38	7.76	1.53	买入
上汽集团	1.83	1.93	2.10	9.93	11.84	6.47	6.13	5.64	1.19	买入
福田汽车	0.55	0.98	0.52	5.42	6.13	11.15	6.26	11.79	1.13	增持
庞大集团	0.25	0.25	0.48	3.77	5.35	21.40	21.40	11.15	1.42	买入
一汽富维	2.02	2.15	2.63	12.85	16.00	7.92	7.44	6.08	1.25	买入

注：股价为 2012 年 9 月 3 日收盘价

资料来源：中原证券

风险提示：（1）政策调整；（2）汽车销量出乎预期；（3）汽车和原材料价格大幅波动；（4）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。