

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

销量增速回升，重卡首当其冲

——汽车行业 2013 年投资策略

证券研究报告-行业策略

强于大市（调升）

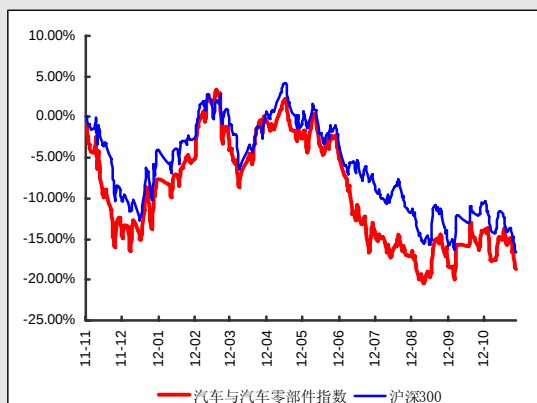
发布日期: 2012 年 11 月 22 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2012EPS	2013EPS	2013PE	评级
威孚高科	1.30	1.77	15.42	买入
庞大集团	0.05	0.25	19.40	买入
长安汽车	0.26	0.56	9.55	买入
上汽集团	1.93	2.10	6.22	买入
风神股份	0.76	0.94	8.93	买入
一汽富维	1.81	2.18	6.83	买入
中鼎股份	0.87	0.72	12.03	增持
中原内配	1.32	1.59	14.08	增持
福田汽车	0.98	0.52	10.81	增持
亚夏汽车	0.52	0.62	11.58	增持
江淮汽车	0.43	0.53	9.38	增持

注: 股价为 2012 年 11 月 16 日收盘价

汽车行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

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:

预计 2013 年汽车销量增速将回升至 8%，市场环境改善。受益于细分市场增长或符合产品升级方向的企业将获得较好的发展。

投资要点:

- **汽车价格体系重塑。**2011 年以来，汽车零售同比增速处于下降趋势中；而主流乘用车企业进入扩张期，新建产能逐步释放；进口汽车大量涌进中国市场，在供需增长不均衡的情况下，降价成为趋势。此轮降价是汽车价格体系的重塑。
- **乘用车行业格局调整。**在降价趋势下，中高端车型降价明显，其利润受到挤压，但仍会好于中低端车型。受钓鱼岛事件影响，日系乘用车产销大幅下降且会延续一段时间，其他国别品牌分别受益。大量新车型上市，为 SUV 市场较快增长奠定基础。
- **货车运能过剩行将结束。**2009-2010 年重卡市场爆发式增长，但运能过剩导致此后的重卡销量下滑。通过模拟陆地货运需求增长率，并与运能比较，显示出两者又将重新匹配，运能过剩行将结束。预计随着明年上半年需求季节性高峰期到来，重卡销量将重新进入增长通道。
- **经销商经营环境将有改善。**从长期看，汽车产业链的价值分布存在调整可能。从短期看，2013 年经销商的经营环境将获得改善。
- **节能环保型产品具备长期发展潜力。**在节能环保方面，对传统内燃机和相关动力总成进行升级是现时最直接最易实现的方式。在节能环保标准压力下，高性能内燃机系统和相关产品市场都有巨大的增长潜力。
- **投资策略。**鉴于销量增速回升，市场环境将有改善，调升行业评级至“强于大市”。建议关注受益于细分行业增长或推出重量级新车型的成长性企业，以及具有技术优势的龙头企业；受益于宏观经济企稳回升、产品销量有望恢复增长的货车企业；产品符合升级趋势，加快国际化、多元化发展的零部件企业；随着销量增速提升，经营环境环比改善的经销商企业。
- **风险提示：**（1）政策变动；（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. 回顾：销量低增长期，业绩分化严重.....	5
2. 乘用车：格局调整.....	7
2.1 价格体系重塑完成，后续趋于稳定.....	7
2.2 中高端车型利润承压.....	10
2.3 日系品牌继续颓势.....	12
2.4 SUV仍有较快增长.....	13
3. 商用车：货车运能过剩行将结束.....	15
4. 经销商经营环境将有改善.....	17
5. 节能环保型产品具备长期发展潜力.....	20
6. 投资策略	23
7. 风险提示	24

图目录

图 1: 历年中国汽车销量.....	5
图 2: 1-10 月各车型累计销量增速.....	5
图 3: 汽车类上市公司整体收入与增速.....	6
图 4: 汽车类上市公司整体业务毛利率.....	6
图 5: 汽车类上市公司整体净利润与增速.....	6
图 6: 汽车类限额以上批发零售企业销售额同比增速.....	8
图 7: 进口汽车数量与增速.....	9
图 8: 汽车价格指数一（基期为 2011 年 1 月）.....	9
图 9: 汽车价格指数二（基期为 2009 年 1 月）.....	9
图 10: 进口汽车终端优惠指数.....	10
图 11: 整车生产企业中低端和中高端汽车单车利润分布.....	11
图 12: 部分上市公司自主品牌业务毛利率（2012 年上半年）.....	11
图 13: 长城汽车和长安汽车季度主营业务毛利率.....	12
图 14: 分国别乘用车品牌市场份额.....	12
图 15: 日系流失客户去向调查.....	13
图 16: 自主品牌轿车占比.....	13
图 17: SUV 销量在狭义乘用车中的占比.....	14
图 18: 公路货运周转量同比增速.....	15
图 19: 固定资产投资增速（年内累计）.....	16
图 20: 公路营运货车总吨位与模拟需求容量累计增长比较.....	17
图 21: 汽车经销商库存深度一.....	17
图 22: 汽车经销商库存深度二.....	18
图 23: 经销商单车毛利.....	18
图 24: 成熟市场汽车产业链价值分布.....	19
图 25: 国内整车和经销商上市公司典型代表的单车净利润（2011 年）.....	19
图 26: 乘用车平均油耗和阶段标准.....	21
图 27: 截止 2010 年不同排放标准汽车保有量比例.....	21
图 28: 截止 2010 年不同排放标准汽车排放的污染物占比.....	22
图 29: 重卡排放的污染物占比.....	22
图 30: WIND 汽车与零部件行业市盈率（TTM 整体法）与沪深 300 比较.....	23

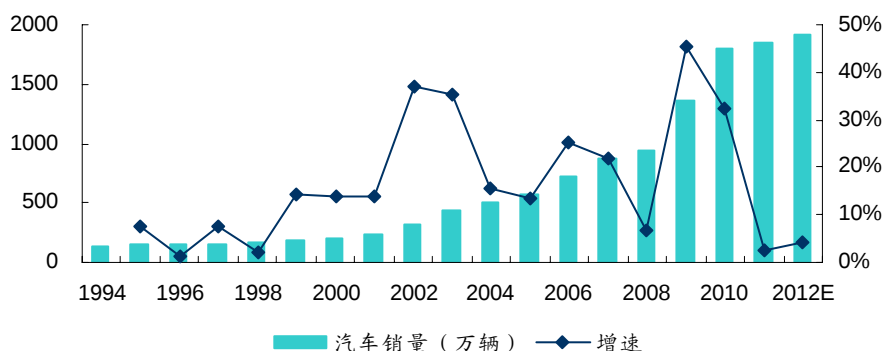
表目录

表 1: 部分上市公司季度净利润.....	7
表 2: 2011-2012 年主要乘用车企业扩产情况.....	8
表 3: 部分 SUV 车型上市时间表.....	14
表 4: 重卡年化销量.....	15
表 5: 重点公司盈利预测.....	24

1. 回顾：销量低增长期，业绩分化严重

正如我们在前期报告中阐述，中国已经进入汽车销量低增长期。2011年以来汽车销量增速总体维持在10%以内。预计2012年销量增速约为4%，稍高于2011年水平。

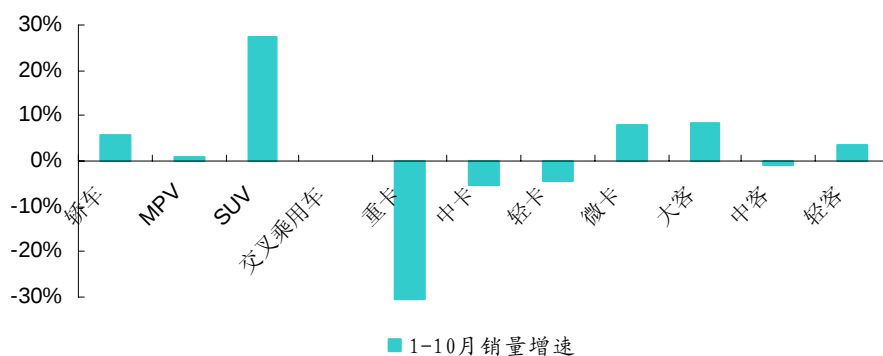
图 1：历年中国汽车销量



资料来源：中原证券，CAAM

从前三季度细分车型销量来看，除了SUV和重卡表现有重大不同外，其余车型均微幅增长或下降，表现平稳，基本符合早期的预期。而SUV增速达到29%，重卡销量同比下降超过30%。

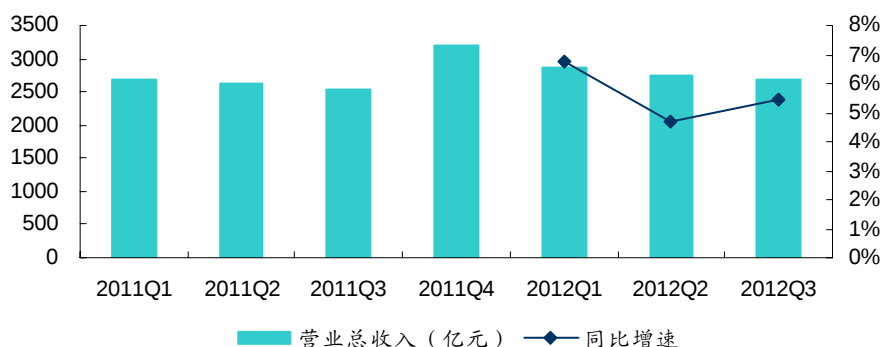
图 2：1-10月各车型累计销量增速



资料来源：中原证券，CAAM

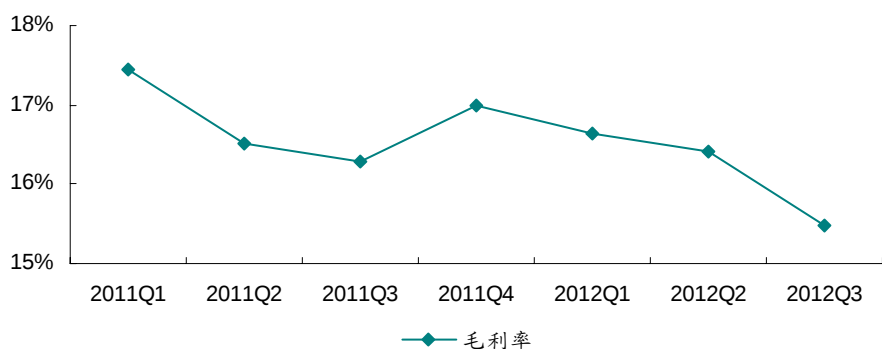
虽然销量增速波动较小，但在降价大背景下，行业盈利能力开始受损。从行业数据来看，受产品结构变化影响，这一趋势并不明显。但从上市公司来看，今年以来整体毛利率显著下滑。根据统计，汽车类上市公司三季度整体毛利率为15.48%，延续下滑趋势，降幅较二季度扩大0.92个百分点。这也导致上市公司整体净利润同比下滑12.73%。

图 3：汽车类上市公司整体收入与增速



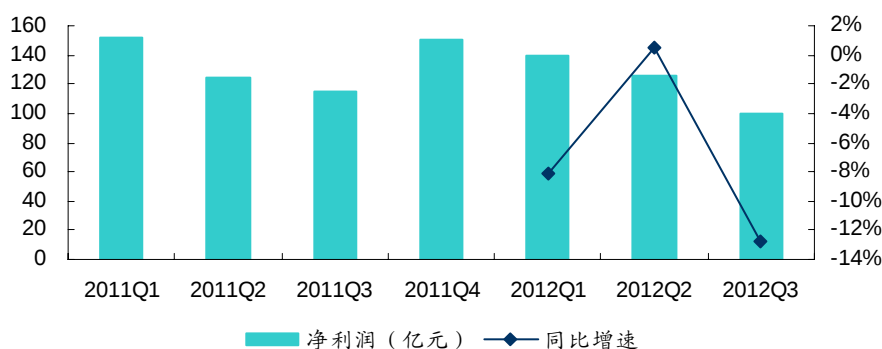
资料来源：中原证券，WIND

图 4：汽车类上市公司整体业务毛利率



资料来源：中原证券，WIND

图 5：汽车类上市公司整体净利润与增速



资料来源：中原证券，WIND

在行业整体低迷的背景下，部分上市公司业绩大幅下滑。这其中一部分以货车企业为代表，受货车行业特别是重卡行业持续低迷影响较大，如福田汽车；另一部分以自主品牌乘用车为主，如一汽轿车；还有一部分为受下游需求萎缩的零部件上市公司，如天润曲轴。另外汽车销售与服务类上市公司也普遍出现业绩下降。

当然也可以看到，业内公司呈现分化态势，部分上市公司业绩取得逆势增长。一部分公司受益于细分行业的增长，如长城汽车受益于 SUV 销量的大幅增长，宇通客车受益于客车行业特别是校车行业是规模的增长；部分公司受益于旗下产品线的丰富和结构的调整，如长安汽车；还有部分公司受益于国际化和多元化，如中原内配。

表 1: 部分上市公司季度净利润

单位: 亿元

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3
长安汽车	7.22	3.18	-1.42	0.70	1.46	4.24	1.85
一汽轿车	3.92	4.12	-0.50	-5.37	-0.11	-0.51	-2.50
长城汽车	8.75	9.36	7.39	8.75	10.94	12.60	14.88
福田汽车	4.37	2.69	1.81	2.65	4.13	-1.99	-2.78
天润曲轴	0.56	0.73	0.38	0.36	0.35	0.11	0.07
中原内配	0.35	0.33	0.33	0.25	0.41	0.39	0.37
宇通客车	1.77	2.45	3.11	4.48	2.41	3.48	3.83
庞大集团	2.70	1.33	2.99	-0.53	1.80	0.53	-5.16

资料来源: 中原证券, WIND

从上市公司比较来看，在整体销量增速有限、市场竞争加剧的背景下，企业的发展如果固守某些产品 and 市场，则很难获得额外的发展空间。相反，发挥自身优势，推出新产品，开拓新市场，则有望获得新的增长点，当然也要承受可能失败的风险。

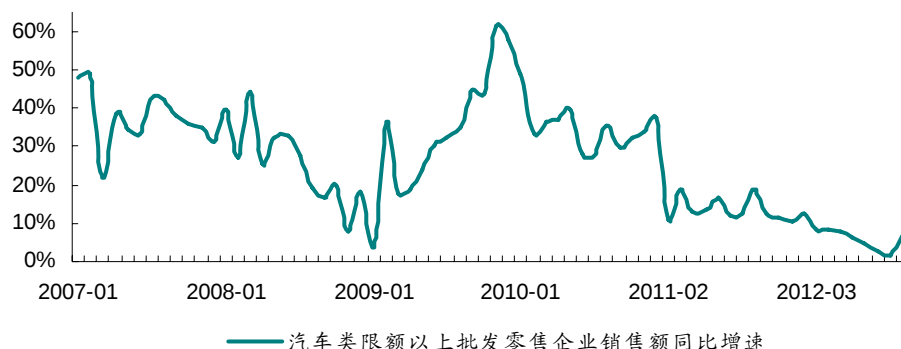
2. 乘用车: 格局调整

2.1 价格体系重塑完成，后续趋于稳定

我们在前期报告中阐述的中国进入汽车销量低增长期，主要是基于乘用车部分进行分析。从实际情况看，乘用车销量增速也确实基本决定了汽车整体的增长基调。

从代表汽车零售情况的汽车类限额以上批发零售企业销售额情况看，其同比增速一直处于下降状态，且已经趋近于 0。也就是说，不考虑价格变化，2011 年以来零售市场增长很不理想。

图 6：汽车类限额以上批发零售企业销售额同比增速



资料来源：中原证券，WIND

而从供给端来看，2011 年以来，国内主流乘用车企业进入扩张期，新建产能逐步释放。经统计的 10 家企业合计新增产能 266 万辆，占 2011 年上述企业合计销量的 37%。另外上海大众在宁波、新疆，上海通用在武汉，一汽大众在佛山，长安福特在重庆、杭州，仍将建设新的工厂。预计未来产能释放将维持较长一段时间。不仅如此，较高端的路虎、英菲尼迪等品牌也将国产，宝马等已国产品牌将持续推出国产新品。因此，未来一段时间内新增的供给将是全方位的产品体系。

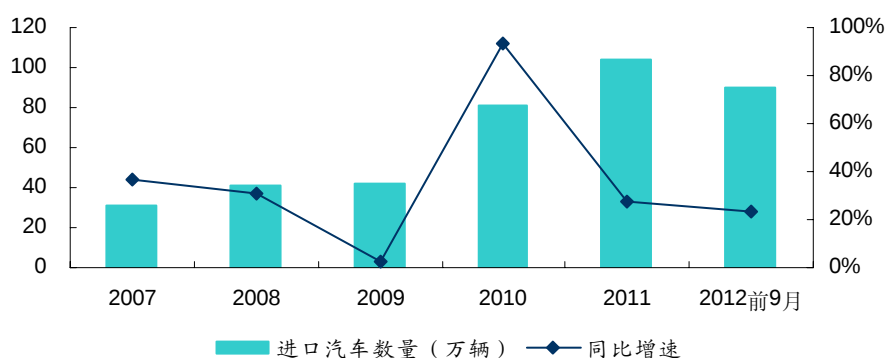
表 2：2011-2012 年主要乘用车企业扩产情况

企业	时间点	扩产情况	新增产能（万辆）
上海大众	2011-2012 年	南京工厂扩产、仪征工厂投产	50
上海通用	2012 年	东岳基地扩产、北盛基地扩产	34
一汽大众	2011 年	成都工厂扩产	25
北京现代	2012 年	第三工厂投产	40
奇瑞	2012 年	大连基地投产	20
东风日产	2011-2012 年	花都二工厂投产，襄樊工厂扩产	32
一汽丰田	2012 年	丰越新工厂投产	10
长安福特	2012 年	重庆二工厂投产	15
长城汽车	2011 年	天津工厂投产	30
东风本田	2012 年	第二工厂投产	10
合计			266

资料来源：中原证券

另一方面，在欧美市场承压的国际汽车企业巨头，均将视线对准中国，正向中国市场输送大量货源。2011 年以来，进口汽车增速均大幅高于国内市场增幅，已经超出市场需求。一个例证是，根据彭博社报道，大众汽车计划将 2013 年对中国市场出口数量提升至 20 万辆，而 2010 年大众出口中国汽车仅 5.3 万辆，2012 年计划完成也只有 10 万辆。

图 7：进口汽车数量与增速



资料来源：中原证券，海关总署

因此，在供需增长不均衡的情况下，降价成为趋势。这其中国产中高端汽车价格偏高，合资企业盈利也处于高位，为降价提供了基础。

从两类数据渠道来看，虽然降价幅度有所不同，但都表明汽车价格均处于下降趋势中。

图 8：汽车价格指数一（基期为 2011 年 1 月）



我们认为，此轮降价是汽车价格体系的再一次调整，类似 2003-2005 年。2003-2005 年期间，国内新建产能大幅释放，新车型频繁推出，进口关税下降导致进口车价格下降，这些变化整体促成了价格体系的调整，国内汽车价格整体向海外水平靠近。

2011 年以来，这些情况无一例外再度发生，包括前面提到的产能释放、新车型推出以及进口汽车价格的下降。2011 年年末开始，进口汽车市场已经出现持续大幅的降价优惠。因此伴随而来的是国内汽车价格体系重塑。

图 10：进口汽车终端优惠指数



资料来源：中原证券，中国进口汽车市场数据库

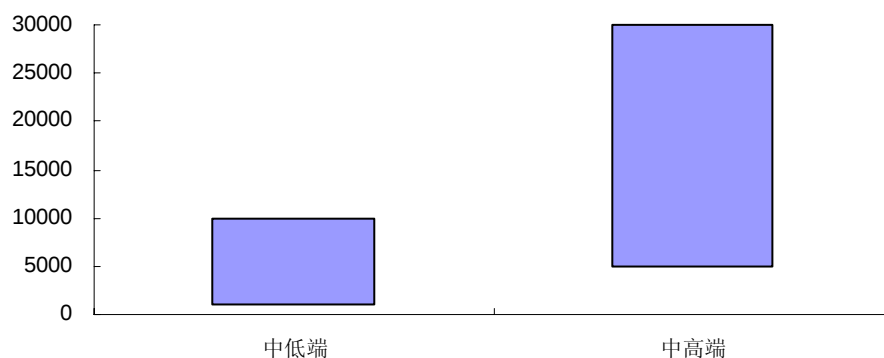
随着经济企稳回升，经过一段时间的降价，价格体系的调整将告一段落，未来价格整体将趋于平稳。一方面，我们预计 2013 年乘用车销量仍会保持一定增长，增速有望高于 2011-2012 年，主要原因是政策退出影响已经结束，经济企稳有助于消费信心回升，未来小城镇化建设有利于三级以下城市汽车消费的增长。另一方面，部分汽车产品经过大幅降价已经接近合理水平，如果进一步降价将会对品牌价值造成巨大损害，不利于未来发展，近期进口汽车价格趋稳即是一种征兆。

2.2 中高端车型利润承压

与前几年降价情况有所不同的是，本轮降价更多集中在中高端车型上，这也与进口汽车降价直接相关。因为目前进口汽车均价在 20 万以上，更多是中高端车型和豪华车，对国内相应市场的价格产生较大压力。

而且，国产中高端车型定价偏高、利润丰厚，存在降价空间。而中低端车型经过前期的降价竞争，利润空间有限，部分车型处于亏损状态，不支持继续降价，从国内外比较，其价格也具有竞争力，鲜有溢价。

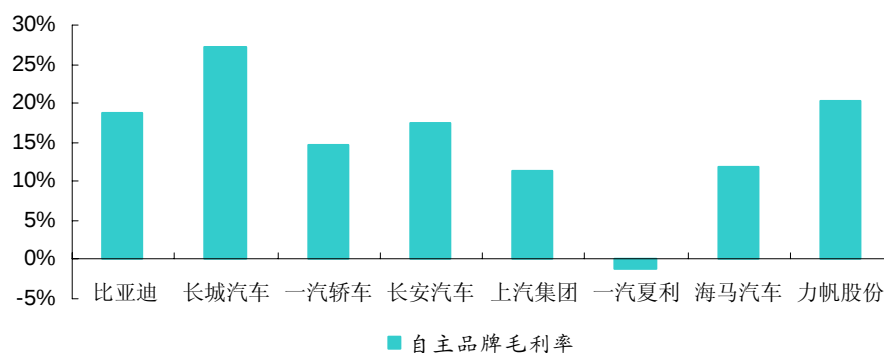
图 11：整车生产企业中低端和中高端汽车单车利润分布



资料来源：中原证券

自主品牌企业整体以中低端产品为主，其表现具有代表性。从上市公司来看，受制于产销规模和庞大的研发投入，一般 20%以上毛利率才有较好的利润表现，而 15%以下以亏损为主，15-20%之间根据不同企业情况会出现微利或者亏损。整体来看，自主品牌乘用车业务盈利能力较低。

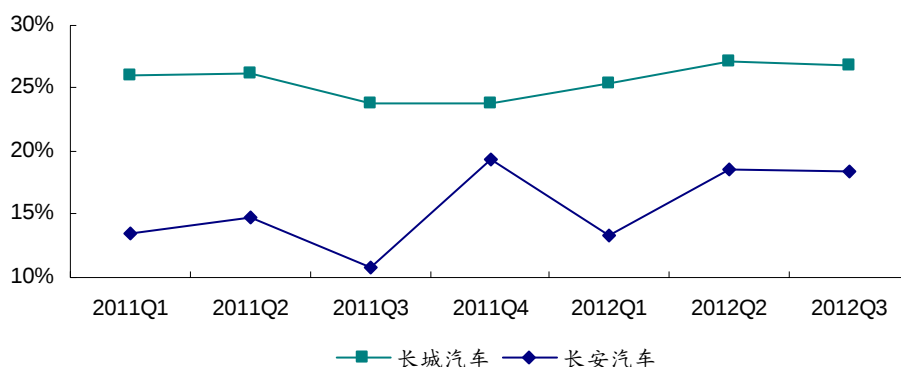
图 12：部分上市公司自主品牌业务毛利率（2012 年上半年）



资料来源：中原证券，WIND

当然，即便中高端车型利润压缩是一个趋势，但整体收益仍会高于中低端车型。因此，对于整车企业来说，调整产品结构仍是提升整体业务盈利能力的重要手段。以长城汽车和长安汽车为例，其盈利较好的产品比例上升，推动了整体毛利率的上升。

图 13: 长城汽车和长安汽车季度主营业务毛利率

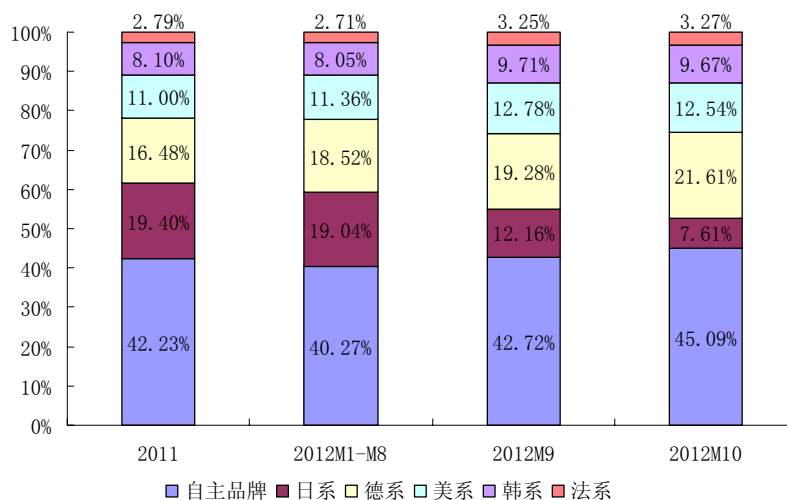


资料来源: 中原证券, WIND

2.3 日系品牌继续颓势

9 月份以来, 因钓鱼岛事件, 日系品牌市场份额出现显著下降, 无一幸免。9 月日系乘用车销量环比下降 29.49%, 同比下降 40.82%, 其市场份额环比 8 月下降 6.46 个百分点。而其他国别品牌市场份额均有所上升。

图 14: 分国别乘用车品牌市场份额



资料来源: 中原证券, CAAM

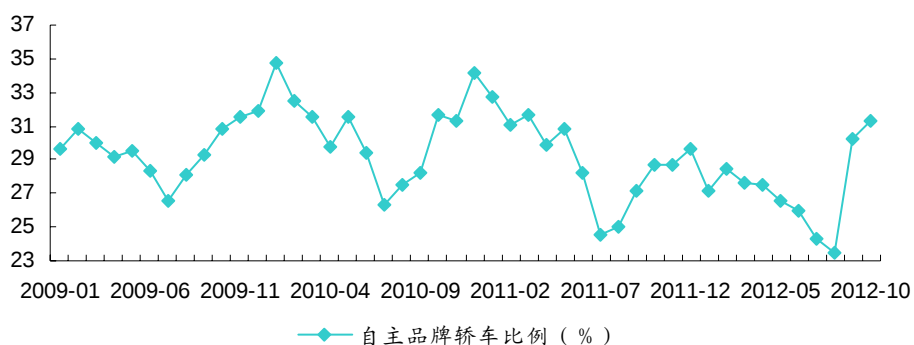
我们认为日系乘用车在中国市场的颓势难以在短期内改变。实际上, 日系品牌的弱势非一日之寒。相对于其他外资品牌, 日系品牌普遍存在车型老化、国内研发投入不足、配套关系不开放等弊端, 这对日系品牌在中国的发展不利。预计各大日系厂家减产减销仍将维持一段时间。这为其他品牌的发展提供了很好的机会。以自主品牌为例, 9 月自主品牌轿车占比大幅攀升至 30.26%, 而前期的赢弱表现在近几年是绝无仅有的。对于各品牌的受益程度, 尚无法测算, 需要观察后续表现。

图 15: 日系流失客户去向调查



资料来源: 中原证券, 威尔森

图 16: 自主品牌轿车占比

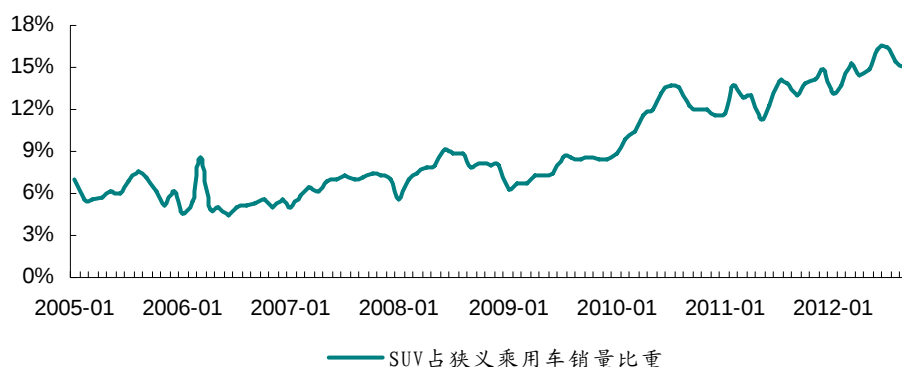


资料来源: 中原证券, CAAM

2.4 SUV 仍有较快增长

SUV 是近几年表现优越的细分车型, 销量增速始终高于狭义乘用车整体。其销量在狭义乘用车中的比重也从 2007 年以前的 6-7% 上升到目前的 16%。突出的产品优势是其在国内大受欢迎的主要原因。

图 17: SUV 销量在狭义乘用车中的占比



资料来源: 中原证券, CAAM

观察主流 SUV 上市时间可以看出, 新车型的推出是 SUV 占比提升的重要推动力量。2009 年之前, 国内生产销售的 SUV 车型相对较少, 且更多体现了越野特色, 因此其占比也停留在 7% 上下。从 2010 年开始, SUV 新车型大量推出, 其占比也快速上升, 成就了 SUV 火爆销售的局面。

表 3: 部分 SUV 车型上市时间表

时间	车型						
2004	本田 CRV						
2005	现代途胜	奇瑞瑞虎					
2006	华泰圣达菲						
2007	起亚狮跑						
2008	日产逍客						
2009	丰田汉兰达	丰田 RAV4					
2010	大众途观	奥迪 Q5	起亚智跑				
2011	长城 H6	奔驰 GLK	宝马 X1	比亚迪 S6	纳智捷		
2012	现代 IX35	吉利 GX7	雪佛兰科帕奇	通用昂科拉	福特翼虎	长安 CS35	标致 3008
2013E	福特翼博	马自达 CX5	长城 H7	斯柯达 Yeti	奥迪 Q3	雪铁龙 C4	

资料来源: 中原证券

但 SUV 也会有饱和的比例水平。这一规模目前尚无法确定。但可以确认的是, 在大多数企业均研发生产或引进生产 SUV 车型且完全布满 SUV 各细分市场之前, SUV 市场的占比都有提升空间。因为从历史来看, 即便是针锋相对的竞品上市, 很多时候也没有对原有车型造成巨大打击, 如途观的上市。这也说明了消费者对于某一品牌的偏好。因此可以预见的是, 在重量级新车型上市后, 都将带来新的销量增量。

2012-2013 年, 仍有大量 SUV 车型上市或者拟上市, 这至少为 2013 年 SUV 市场的较快增长奠定了基础。

3. 商用车：货车运能过剩行将结束

2011 年以来,重卡销量逐级下降,目前年化销量维持在 50 万辆/年水平,较高峰期下降 50%以上。与前几轮波动周期相比,本轮重卡低迷时间显著更长。不仅是重卡,其他货车均表现较差。

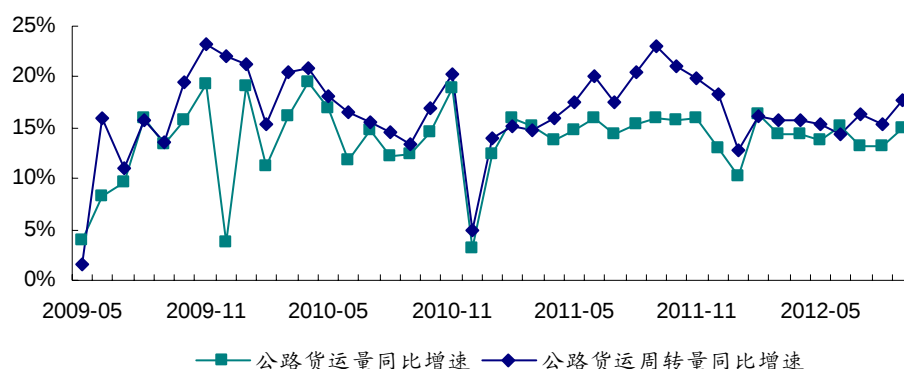
表 4: 重卡年化销量

	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	75.7	73.4	76.6
2012	99.1	71.9	53.7	56.3	54.1	52.9	51.3	52.9	58.0		

资料来源：中原证券

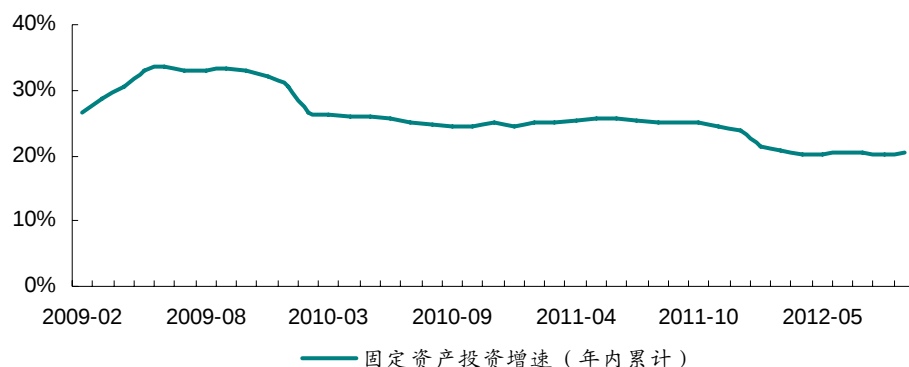
而与重卡销量表现迥异的是,近两年公路货运量与周转量增速仍维持 15%上下的较快增速。这说明公路货运需求依旧旺盛。另一方面,虽然固定资产投资增速较前几年有所下降,但仍维持在 20%以上。这些都说明,公路或非公路货运需求实际上仍处于增长趋势中。

图 18: 公路货运周转量同比增速



资料来源：中原证券, WIND

图 19：固定资产投资增速（年内累计）

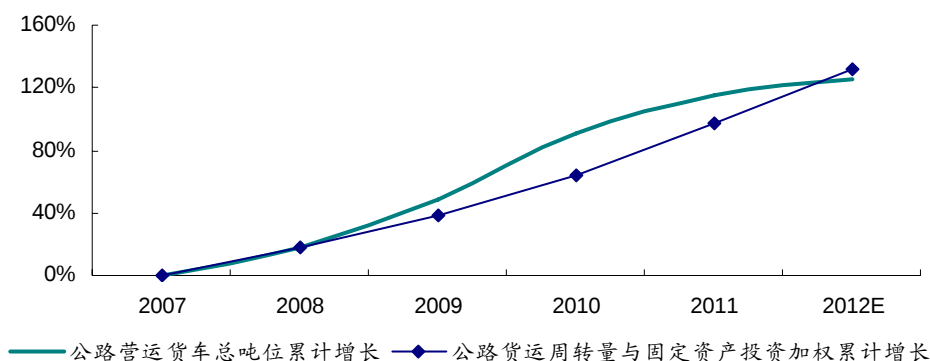


资料来源：中原证券，WIND

导致重卡采购与实际运力需求之间不同步表现的主要原因是，公路或非公路运输市场极度分散，在需求高峰来临时，各方都会采购重卡以争取获得更多客户订单，最终导致运能过剩，这种过剩在需求季节性低谷月份会尤其突出，因此会出现重卡新车销量急剧下降的情形。2009-2010 年大规模刺激经济的各项措施使得重卡市场爆发式增长，甚至出现一车难求的局面。但此后带来的就是运能过剩以及伴随而来的重卡销量下滑。

货车主要用于公路或非公路运输，其需求容量与固定资产投资和公路货运周转量相关。按照固定资产投资和公路货运周转量分别为 70%和 30%的权重，我们测算了模拟陆地货运需求的增长率。以 2007 年为基数，2012 年固定资产投资和公路货运周转量分别累计增长 204%和 101%，因此模拟的货运需求累计增长 132%。假定 2007 年货车运能（以公路营运货车总吨位度量）与货运需求恰好匹配，通过比较公路营运货车总吨位累计增长率和模拟货运需求增长率可以发现，2010-2011 年货车运能存在明显的过剩。这也正好可以进一步解释这一期间重卡销量的大幅下滑。而根据预期的全年重卡销量、固定资产投资和公路货运周转量，2012 年运能和需求又重新匹配，运能过剩行将结束。随着明年需求的进一步增长，预计随着明年上半年需求季节性高峰期到来，重卡销量将重新进入增长通道。

图 20: 公路营运货车总吨位与模拟需求容量累计增长比较



资料来源: 中原证券

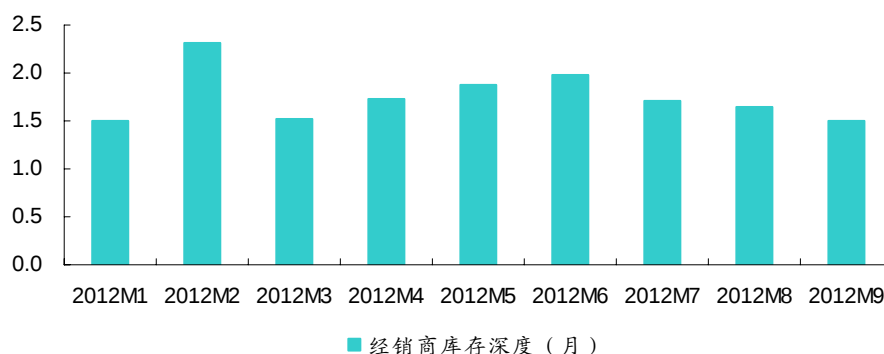
上文是我们对短期市场的分析。从长期来说, 经济转型进程 (如制造业规模的变化)、货运方式的重分类 (如铁路货运的增长) 和运输效率的变化 (如治理超载的影响) 等, 都会对市场远期规模大小产生决定性影响。因此, 在没能清晰的看到未来经济发展框架的情况下, 无法对长期容量规模发展趋势做出预测。

4. 经销商经营环境将有改善

国内整车企业在与经销商的关系中相对强势, 对批发销量和批发价格控制较好。因此市场趋冷的环境中, 整车企业实际受损较小, 相反经销商需直面惨淡的环境。

在市场低迷阶段, 根据年度购销协议, 经销商批发购入的车辆数量调整较慢, 高于实际需求。这导致经销商库存水平逐步上升。从 2011 年以来的经销商库存深度数据正好反映了这一情况。

图 21: 汽车经销商库存深度一



资料来源: 中原证券, 中国汽车流通协会

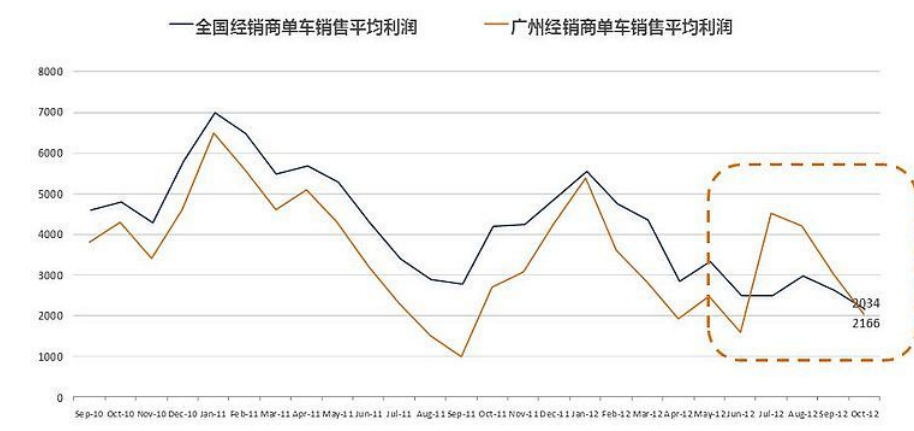
图 22：汽车经销商库存深度二



资料来源：中原证券，威尔森终端市场监测体系

面对沉重的库存压力，经销商唯有降价促销，以求提高销量。除了销量的一定幅度提升，经销商降价优惠带来的更多的是其单车销售利润的下降。从威尔森终端市场监测体系的数据来看，2010年以来，全国经销商单车销售平均利润整体处于下降趋势中，目前处于 2000-3000 元/辆的低位，远低于 6000-7000 元/辆的高峰。

图 23：经销商单车毛利

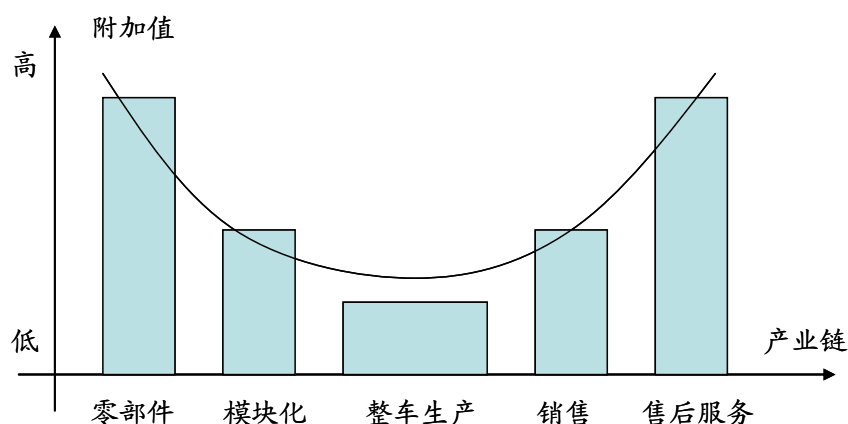


资料来源：中原证券，威尔森终端市场监测体系

在这样低水平的平均利润情况下，一些销量规模有限、品牌相对弱势的经销商已经出现亏损。以上市公司庞大集团为例，三季度其亏损 5.16 亿元，前三季度累计亏损 2.83 亿元。可见目前经销商处境的困难。这与整车企业特别是合资企业相对良好的财务状况形成鲜明的对比。

从长期看，汽车产业链的价值分布存在调整可能。从成熟市场来看，汽车产业价值链呈微笑曲线分布。一方面上游的产品研发设计、核心零部件制造附加值较高，另一方面下游的汽车销售与服务的价值也会凸显，而中间单纯的整车组装制造，其附加值会被压缩。

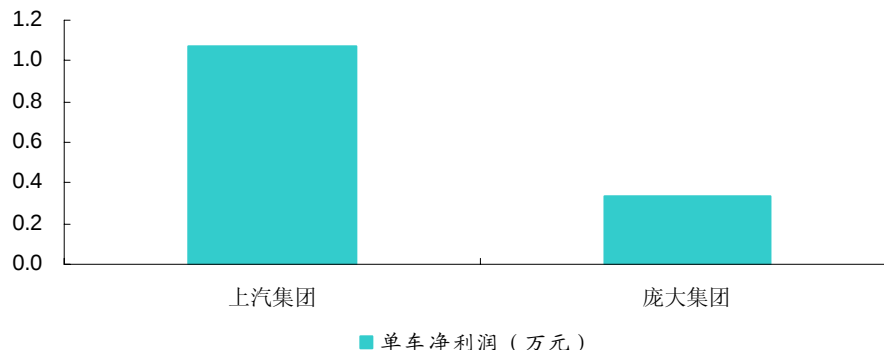
图 24：成熟市场汽车产业链价值分布



资料来源：中原证券

目前国内市场整车企业强势主导，产业链的利益分配更多倾向于整车生产环节。上汽集团、庞大集团作为整车企业和经销商的典型代表，其单车净利润水平正好反映这种状况。

图 25：国内整车和经销商上市公司典型代表的单车净利润（2011 年）



资料来源：中原证券，公司资料

注：上汽集团数据按权益销量计算，未剔除零部件的贡献；庞大集团数据已剔除萨博预付款减值的影响

整车企业的强势更多体现在市场需求快速增长或供不应求的阶段，卖方市场特征明显。而在市场需求增速下降甚至负增长、竞争加剧的情况下，经销商如果长期经营困难，出现较多的经销商退出或倒闭，显然会损害整车企业利益。因此市场低迷的情况，整车企业有动力调整厂商和经销商关系。前期部分品牌对经销商的补贴正是基于此。因此经销商发展过于困难的情形不会持续太久。

另外，随着保有量快速增长，售后市场规模迅速扩大。这也是未来经销商发展的潜力所在。

从短期看，虽然价格体系的调整还会继续发酵，但从终端零售来看，部分车型价格已经趋于稳定。从经销商角度看，其也没有空间继续大幅优惠，未来降价更多来源于厂家让利。

其次，目前库存处于高位，经销商资金压力较大，未来继续上升的空间很小。未来如果厂商调整考核目标，有利于经销商降低库存，减轻经营压力。

第三，2012 年经销商经营压力和营业亏损，有部分来源于 2010-2011 年经销商网点的大扩张。这些新增网点成本较高而销量尚未上规模，售后市场还在培育期，大部分会表现为亏损。我们认为，随着销量规模和售后市场规模提升，未来对经销商的负面影响将会减弱，甚至成为新的增长点。

因此，整体上 2013 年经销商的经营环境将获得改善。

5. 节能环保型产品具备长期发展潜力

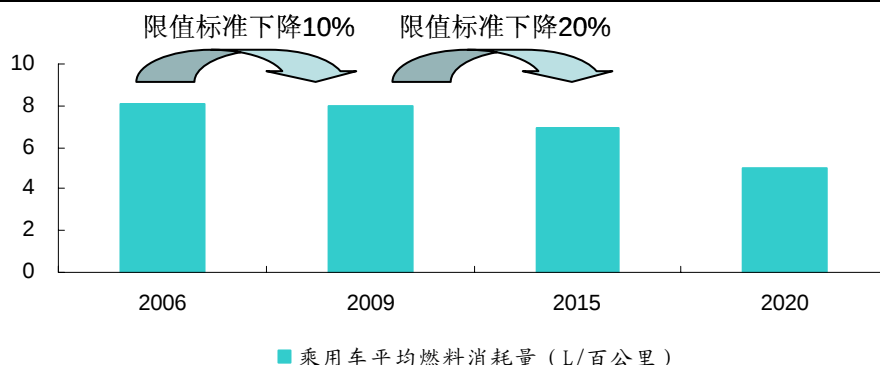
节能与环保是汽车发展的重要方向。

对于原油对外依存度超过 50% 的中国来说，汽车节能无疑具有重大意义。目前中国汽车保有量约 1 亿辆，根据我们测算，未来中国汽车极限保有量会达到 4 亿辆。也就是说，如果按照当前的油耗和汽车使用率计算，彼时汽车消耗的汽柴油会达到目前的 4 倍。这对未来中国能源供应的压力不可谓不大。因此，推动汽车节能会是一个长期的任务。

对于乘用车燃料消耗量，国家分阶段规定了限值。第一阶段标准于 2005 年 7 月开始实施（在产车型推迟到 2006 年 7 月）。第二阶段于 2008 年 1 月开始实施（在产车型推迟到 2009 年 1 月），此阶段燃料消耗量限值下降约 10%。第三阶段从 2012 年 7 月 1 日起正式实施，整体标准在第二阶段基础上再下降约 20%。考虑到第三阶段燃油限值较为严格，而且计量标准完全不同，第三阶段燃油限值将分步实施：2012 年为导入期，允许企业平均燃油消耗量比目标值高 9%；2013 年，允许企业平均燃油消耗量比目标值高 6%；2014 年，允许企业平均燃油消耗量比目标值高 3%；到 2015 年全面实行第三阶段燃油消耗限值标准。

今年 4 月份通过的《节能与新能源汽车规划（2012-2020）》指出要大力推广节能汽车，对汽车燃料消耗提出了更长远的目标，要求 2015 年当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至每百公里 6.9 升，到 2020 年降至 5.0 升。

图 26：乘用车平均油耗和阶段标准



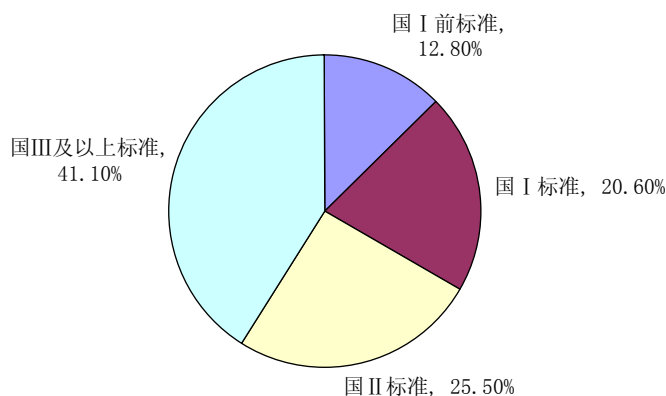
资料来源：中原证券，环保部、中汽研

为推动汽车节能，2010年6月份，国家首次推出了节能产品补贴政策。随着乘用车第三阶段燃料消耗量限值的逐步开始实施，节能产品准入门槛提高。目前符合补贴标准的车型（即第七批和第八批）合计近200款。节能汽车的优势不仅仅体现在补贴方面，更体现在消费者的偏好上。在油价普遍较高的背景下，节能汽车相对较低的油耗无疑更具吸引力。

随着汽车保有量的快速增长，中国逐步进入汽车社会，面临了汽车社会带来的环保压力。汽车尾气污染物是大气污染的重要来源之一，低排放标准的汽车的大量存在，对提高城市空气质量造成很大压力。如果汽车尾气污染严重，即将普遍监测的PM2.5数据将长期处于不佳状态。

虽然汽车排放标准逐步提升，但因中国汽车市场发展时间较短，前期较低标准汽车仍处于使用期中。截止2010年全国汽车保有量中，国I前标准的汽车984万辆，占12.8%，国I标准的汽车1594万辆，占20.6%，国II标准的汽车1968万辆，这些低排放标准的汽车占比仍较大。按环保标志划分，黄标车保有量为1558万辆，占总保有量的20.2%。

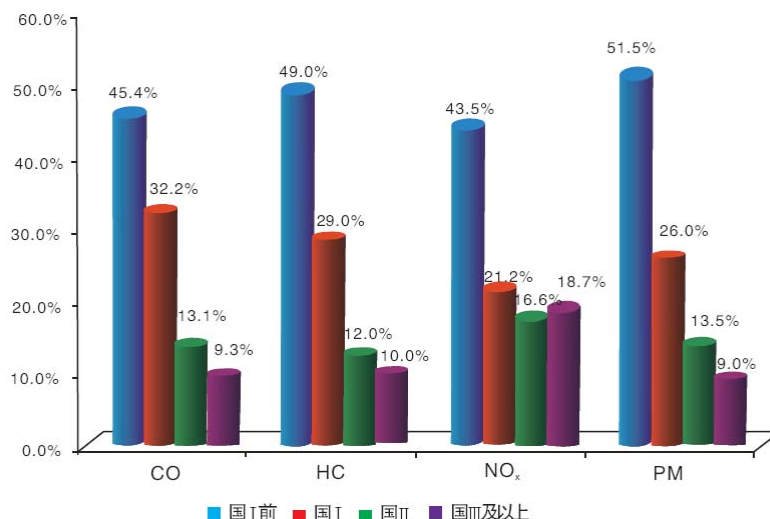
图 27：截止 2010 年不同排放标准汽车保有量比例



资料来源：中原证券，环保部

这些低排放标准的汽车是汽车污染物的主要贡献者。根据统计，国 II 及以下标准汽车的各类污染物占比约为 90%。以单车计算，国 I 前标准汽车排放的污染物是国 III 及以上汽车的 10 倍以上。

图 28：截止 2010 年不同排放标准汽车排放的污染物占比

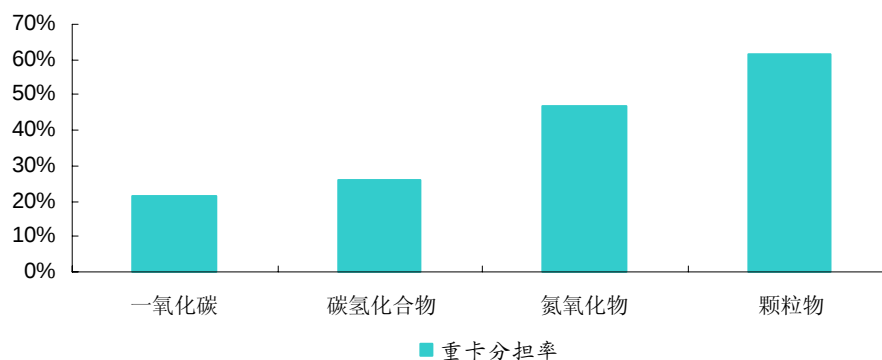


资料来源：中原证券，环保部

降低汽车尾气污染物排放，一方面需要限制黄标车使用并加快报废淘汰步伐，以减少低排放标准汽车的使用或保有量。实际上，上一轮以旧换新政策即着力于此。我们预计未来仍有可能实施类似的相关政策。

另一方面是提高新车排放标准。特别是对于重卡来说，其排放的污染物占比均较大，且更新周期相对较快，因此重卡排放标准的提高对较少污染物排放尤为重要。重卡国 IV 排放标准已经数次延迟执行，目前暂定的时间是 2013 年 7 月 1 日。不管最终会否如期实施，但这一趋势是毋庸置疑的。近几年来，多数重卡企业寻求合资即是对这一趋势的应对。

图 29：重卡排放的污染物占比



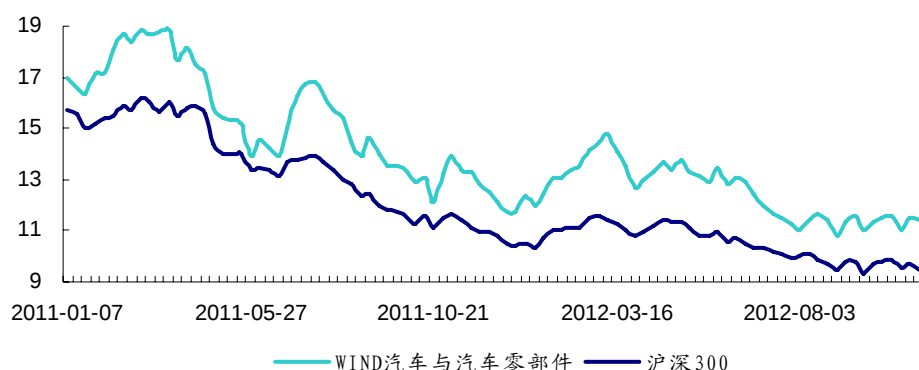
资料来源：中原证券，环保部

纯电动车是解决汽车节能环保问题的较佳路径。但目前电动车发展存在性能、成本、使用环境等方面的障碍，消费者对其安全性和使用便利性普遍存在质疑，短期内大规模推广有较大难度。混合动力在大中客领域具有很好的发展潜力，但在乘用车领域有一定的成本和技术障碍。因此，对传统内燃机和相关动力总成进行升级是现时最直接最易实现的方式。在节能环保标准压力下，高性能内燃机系统包括相关的高压共轨燃油喷射系统、增压器、尾气处理系统等零部件市场都会有巨大的增长潜力。

6. 投资策略

2011 年以来，汽车行业市盈率（TTM 整体法）逐步下降，2012 年以来维持在 12 倍左右的历史较低水平，但高于沪深 300 整体。部分公司估值较低。

图 30: WIND 汽车与零部件行业市盈率（TTM 整体法）与沪深 300 比较



资料来源：中原证券，WIND

总体来说，我们预计乘用车销量增速维持稳健水平，商用车销量恢复增长。整体汽车销量增速将高于 2012 年，预计将达到 8% 水平。鉴于市场环境改善，调升行业评级至“强于大市”。

乘用车方面，建议关注受益于细分行业增长或推出重量级新车型的成长性企业，以及具有技术优势的龙头企业，如长安汽车等

商用车方面，建议关注受益于宏观经济企稳回升、产品销量有望恢复增长的货车企业，如福田汽车等。

零部件方面，建议关注产品符合升级趋势，加快国际化、多元化发展的企业，如威孚高科、中原内配、中鼎股份等。

经销商方面，建议关注随着销量增速提升，经营环境环比改善的企业，如庞大集团、亚夏汽车等。



表 5: 重点公司盈利预测

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		
威孚高科	2.12	1.30	1.77	12.30	27.30	12.88	21.00	15.42	2.22	买入
庞大集团	0.25	0.05	0.25	3.57	4.85	19.40	97.00	19.40	1.36	买入
长安汽车	0.20	0.26	0.56	3.19	5.35	26.75	20.58	9.55	1.68	买入
上汽集团	1.83	1.93	2.10	10.39	13.07	7.14	6.77	6.22	1.26	买入
风神股份	0.62	0.76	0.94	5.83	8.39	13.53	11.04	8.93	1.44	买入
一汽富维	2.02	1.81	2.18	13.25	14.90	7.38	8.23	6.83	1.12	买入
中鼎股份	0.50	0.87	0.72	2.82	8.66	17.32	9.95	12.03	3.07	增持
中原内配	1.36	1.32	1.59	13.65	22.38	16.46	16.95	14.08	1.64	增持
福田汽车	0.55	0.98	0.52	5.32	5.62	10.22	5.73	10.81	1.06	增持
亚夏汽车	1.24	0.52	0.62	4.78	7.18	5.79	13.81	11.58	1.50	增持
江淮汽车	0.48	0.43	0.53	4.60	4.97	10.35	11.56	9.38	1.08	增持
平均						13.38	16.58	11.29	1.58	

资料来源：中原证券

注：收盘价日期为 11 月 16 日；2012 年平均市盈率已经剔除庞大集团影响

7. 风险提示

- 政策变动；
- 销量增速达不到预期；
- 市场竞争激烈程度和降价幅度超出预期；
- 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。