

乘用车行业深度研究报告

评级：持有 维持评级

行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

乘用车投资逻辑梳理及价格战风险再警示

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	10.92
沪深 300 指数	2301.79
上证指数	2106.96
深证成指	8838.63
中小板指数	4972.99

投资建议

- **行业整体景气将继续下滑，投资时机未到。** 受限于当前的宏观经济环境，乘用车行业由于需求增长难以显著提高而价格战却愈演愈烈，行业盈利将面临大幅下滑风险。重卡行业需求仍无显著改善，且由于油价重新上涨，行业面临的不确定性因素重新增加，也不具备良好的投资机会。我们认为当前的宏观经济背景以及行业自身运行趋势均难以形成投资汽车板块的良好时机。从战略上考虑，逐渐退出汽车板块尤其是业绩增长确定性不强或者面临巨大下行压力的公司也是明智之选。
- **继续提示风险，仅推荐长城、长安、宇通。** 汽车板块最大的风险因素为盈利下滑，诸多企业业绩可能难达预期。本着确定性第一原则，我们的推荐组合进一步收缩为：长城汽车、长安汽车、宇通客车。

行业观点

- **乘用车板块投资时机的把握：**我们发现，投资乘用车板块可获得绝对和超额收益的时间通常都发生在经济的复苏或扩展阶段，一般也对应着行业的景气提升。此外，投资机会的来临也经常源于预期改善而早于基本面的实质改观，但我们并未找到较好的领先指标。相反的，若经济处于高通胀时期或者行业发生严重价格战，则应当考虑撤离乘用车板块。
- **乘用车板块个股的选择：**我们发现，乘用车板块的个股表现基本为“各领风骚一两年”，优质企业也难以长期持续领涨，其中的原因可能与企业车型投放也存在周期性有关。我们认为，在个股选择上应当重视企业产品结构以及车型竞争力的分析，尤其新车型较多、竞争力较强的企业往往能取得领先行业的市场表现。此外，我们认为仍应重视行业整体趋势的研究，且价格因素对盈利的影响将大于销量因素，值得更加重视，我们也建议投资乘用车板块不宜长期持有，更不宜死守某一企业。
- **价格战已全面发生，根本原因是供需失衡：**多种数据检测均说明当前乘用车行业已发生全面价格战，A、B、C 等各级别车型价格区间均明显下移，且 B、C 级车型并无幸免，降价幅度甚至还更为剧烈。我们认为去年下半年豪华车的率先降价是价格战的导火索，但产能大扩张恰逢行业需求整体增速放缓导致的供需失衡是根本原因。
- **以量补价几无可能，盈利大幅下滑难以避免：**由于价格对盈利的弹性远大于销量对盈利的弹性，价格战背景下企业盈利大幅下滑难以避免，04-05 年间的历史经验也可说明了这一点。此外，截止一季度行业整体盈利水平仍处于高位，这也说明行业盈利能力存在巨大下降空间。
- **去库存容易，去产能难，预计 3-6 个月内价格战难以缓解：**价格战的缓解必须以需求恢复快速增长为条件。在目前经济背景下，我们预计 3-6 个月内并不具备这种条件。我们预测 2012 年乘用车板块业绩可能下滑达 20%。

相关报告

- 1.《乘用车价格战风险值得警惕》，2012.7.2
- 2.《整体景气下滑趋势尚未扭转》，2012.5.4
- 3.《继续首位推荐长城汽车》，2011.12.18

吴文利 分析师 SAC 执业编号：S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

厉叶森 联系人
(8621)61038244
liym@gjzq.com.cn

风险提示

- 宏观经济显著回升，汽车需求重现快速增长；
- 政府出台强有力汽车消费刺激政策，汽车需求重现快速增长；
- 市场出现趋势性大幅上涨行情；

内容目录

乘用车行业投资逻辑梳理	4
投资时机：经济复苏或扩张、行业景气度提高时期	4
撤离时机：高通胀时期或者行业发生严重价格战	7
个股选择：产品结构好、竞争力强尤其新车型较多企业将领先同行	8
对乘用车行业投资、研究的一些启示	11
价格战已全面上演、盈利下滑难以避免	12
价格战已全面上演，B、C级车降价幅度尤为突出	12
豪华车“倾销”恰逢行业产能大扩张造成价格战，根本原因是供需失衡 ...	14
以量补价几无可能，盈利大幅下滑难以避免	16
去库存容易、去产能难，价格战暂难缓解	19
投资策略：继续提示风险，仅推荐长城、长安、宇通	20
行业整体景气延续下滑，投资时机未到	20
继续提示风险，仅推荐长城、长安、宇通	21

图表目录

图表 1：03 年以来乘用车板块获得显著绝对收益和超额收益的主要时间段	4
图表 2：乘用车销量增速与 GDP 增速变化趋势一致且领先一个季度	5
图表 3：CPI 高企时，乘用车销量增速往往迅速下滑	5
图表 4：06 年狭义乘用车销量增速 7 月份见底（辆）	6
图表 5：07 年狭义乘用车销量增速起伏较大（辆）	6
图表 6：09 年狭义乘用车销量增速一路走高（辆）	6
图表 7：10 年狭义乘用车增速 8 月后有明显回升（辆）	6
图表 8：04 年以来乘用车板块单季度净利率变化（归属母公司）	6
图表 9：M1 增速是乘用车销量增速的同步指标	7
图表 10：M2 增速对乘用车销量增速有一定领先性	7
图表 11：03 年以来乘用车板块显著跑输大盘的主要时间段	8
图表 12：09 年以来乘用车板块重要上涨时间段涨幅领先企业	8
图表 13：09 年以来各时间段涨幅领先企业当期对应的业绩增速（归母净利润）	9
图表 14：09 年交叉型乘用车增速最为强劲	9
图表 15：近几年 SUV 销量增速显著高于乘用车整体	9
图表 16：东风悦达起亚近年销量构成（辆）	10
图表 17：东风悦达起亚近年各类车型销量占比	10
图表 18：长城汽车近年销量构成（辆）	10
图表 19：长城汽车近年各类车型销量占比	10

图表 20: 上汽 08 年以来销量表现与主要新车型上市时间.....	11
图表 21: 长安福特将投放的新车型	11
图表 22: 乘用车价格体系重现逐步下行趋势.....	12
图表 23: 乘用车市场整体优惠幅度走势.....	13
图表 24: A 级车优惠幅度走势.....	13
图表 25: B 级车优惠幅度走势.....	13
图表 26: SUV 市场优惠幅度走势.....	13
图表 27: 各级别典型车型 3 月至今的优惠幅度变化情况 (万元)	14
图表 28: 价格战已使各级别车型价格体系渐次下移.....	15
图表 29: 乘用车行业近年产能及增速预测.....	15
图表 30: 乘用车行业近年产能利用率及预测.....	16
图表 31: 乘用车行业产能利用率与行业整体净利率走势高度一致	16
图表 32: 车企价格与销量对净利润弹性的敏感性测算	17
图表 33: 一汽轿车 04-05 年间净利率走势	17
图表 34: 长安汽车 04-05 年间净利率走势	17
图表 35: 当前乘用车板块整体盈利能力仍处高位	18
图表 36: 全球主要汽车企业近年来毛利率水平 (%)	18
图表 37: 全球主要汽车企业近年来净利率水平 (%)	18
图表 38: 国内部分整车企业净利率水平.....	19
图表 39: 国金宏观预测短期内我国 GDP 增速难以回升	19
图表 40: 汇丰制造业 PMI 仍然震荡往下	19
图表 41: 2012 年 6 月份以后投产的产能达 123 万辆.....	20
图表 42: 2012 乘用车板块业绩增速预测 (百万元)	20
图表 43: 汽车行业重点公司盈利预测与投资评级 (元)	22

乘用车行业投资逻辑梳理

- 作为周期性行业，乘用车板块乃至整个汽车板块的市场表现都免不了大起大落，波澜壮阔的大幅上涨以及哀鸿遍野的大幅下挫我们都曾几度经历。近期，我们对近十年来乘用车板块的市场表现以及背后的主要原因进行了详细梳理，我们试图找到投资乘用车板块的一些基本逻辑：何时值得投资、何时应该退出、哪种公司可以明显跑赢行业？我们得出的主要结论归纳如下：

投资时机：经济复苏或扩张、行业景气度提高时期

- 站在投资者角度，投资某一板块自然希望不仅能获得绝对收益还能获得超额收益，这样的时间段也就是投资某一板块的最佳时机。我们统计，03年以来，乘用车板块已在 5 个时间段可同时获得显著的绝对收益和超额收益，具体情况如图表 1 所示。

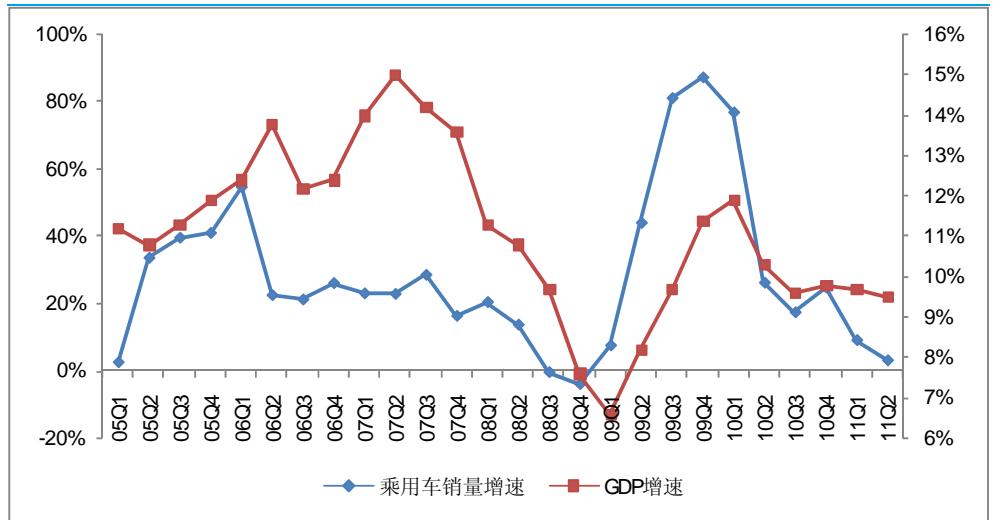
图表1：03年以来乘用车板块获得显著绝对收益和超额收益的主要时间段

时间段	行业指数涨幅	上证指数涨幅	当时经济环境	行业销量增速表现	行业盈利能力变化趋势	行业盈利增长情况
2003.3-2003.5	67%	5%	复苏阶段，通缩-低通胀，经济增速爬升	高位回落，但5月份见底，随后持续回升	逐季提高	逐季提高
2006.4-2006.7	65%	33%	复苏阶段，低通胀，经济增速爬升	高位回落，但7月份见底，随后持续回升	二三季度连续提升	二三季度增速提高
2007.1-2007.9	260%	104%	扩张-过热阶段，高通胀，经济增速走高	一季度回落，二季度回升，但下半年又持续回落	除三季度有所回落外，其余均环比提高	除三季度有所回落外，其余均环比提高，且全年增速高达168%
2009.1-2009.12	298%	74%	复苏阶段，通缩-低通胀，经济增速回升	销量增速持续提高，全年高速增长	逐季提高	逐季提高，且全年增速高达352%
2010.7-2010.10	41%	20%	过热-衰退阶段，高通胀，经济增速回落	8月以前大幅回落，但随后有明显回升，全年仍实现高速增长	震荡走低，但三季度净利率有所回升	增速逐季走低，但全年增速仍达98%

来源：国金证券研究所

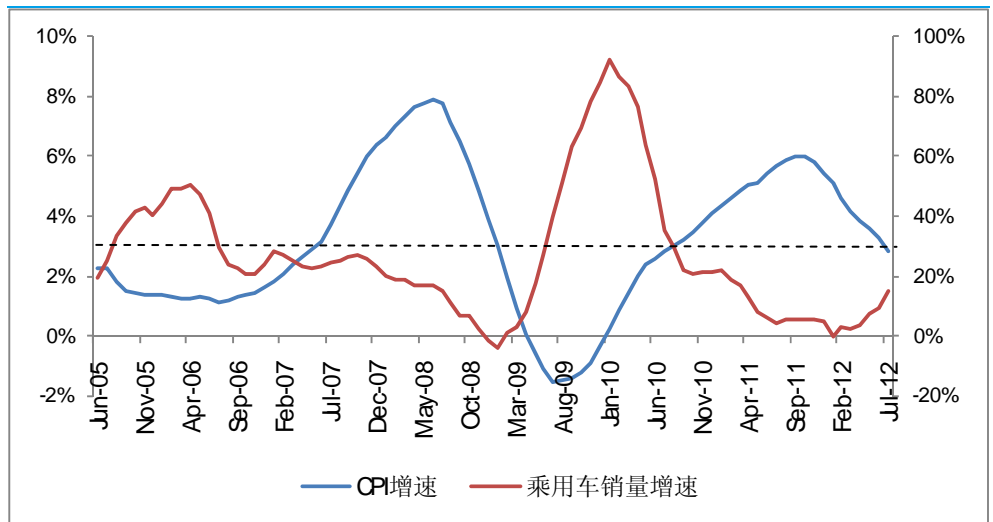
- **投资时机一般在经济的复苏或扩张阶段。**从图表 1 可以看出，投资乘用车板块可获得绝对收益和超额收益的 5 个时间段中有 3 段处于经济的复苏阶段，另有 07 年前三季度也主要属于经济扩张阶段。究其原因，作为可选消费品，乘用车需求受消费者购买力和消费信心的共同影响，由此其需求快速增长的时期也必然发生在经济增速不断提高而通胀水平仍较低的经济复苏以及扩张阶段。若在经济过热乃至衰退阶段，高通胀以及由此引起的经济增速放缓必然将对乘用车需求增长构成抑制，行业景气度也将由此下降，板块市场表现由此也将受到负面影响。
- 值得说明的是，图表 1 中，2010 年 7-10 月我国经济已处于过热至衰退阶段，但这一时期乘用车板块仍实现了大幅超额收益和绝对收益，其中的主要原因是当年 6 月份国家出台了节能车补贴政策，由此导致乘用车销量增速在连续下滑半年后又开始明显提高，行业景气度得以阶段性回升。形成鲜明的对比的是，2010 年上半年乘用车板块仍是大幅下滑且跑输大盘的，由此我们也认为 2010 年 7-10 月的这波行情主要属于政策刺激的结果，并不具有普遍的代表性。

图表2: 乘用车销量增速与 GDP 增速变化趋势一致且领先一个季度



来源: CAAM、wind、国金证券研究所

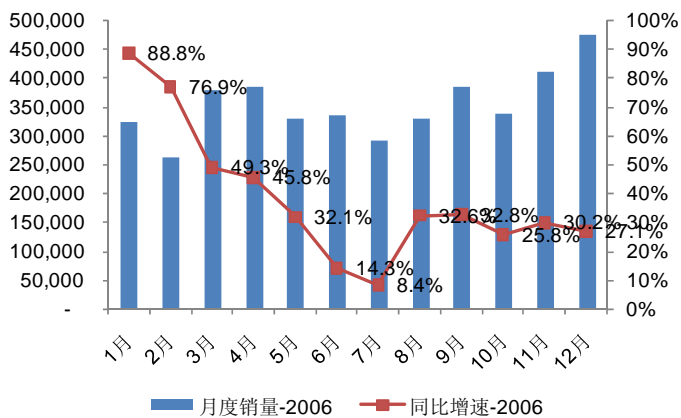
图表3: CPI 高企时, 乘用车销量增速往往迅速下滑



来源: CAAM、wind、国金证券研究所

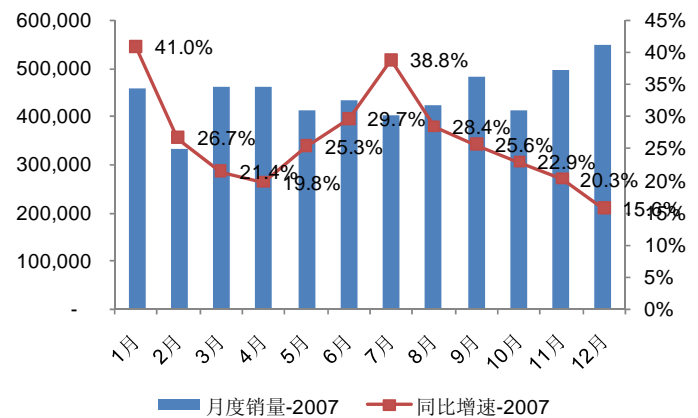
- 投资时机一般也对应着行业的景气上升。良好的投资时机离不开良好的经济环境,同时也离不开良好的行业自身基本面支持。从图表 1 中可以看出,在前述 5 个投资乘用车板块既可获得绝对收益也可获得超额收益的时间段中,乘用车行业景气度均呈提高趋势,表现为销量增速和盈利能力双双走高,盈利则大幅增长。有所不同的是,2007 年乘用车销量增速仅在二季呈逐步提高趋势,行业整体盈利能力也有所起伏,行业景气提高趋势并不明显。但不容置疑的是,07 前三季度无论乘用车销量增速还是盈利水平都仍保持较高水平,而资本市场正处于空前的亢奋状态,对未来行业景气的下滑趋势可能估计不足,由此汽车板块仍取得了很高超额收益。

图表4: 06年狭义乘用车销量增速7月份见底(辆)

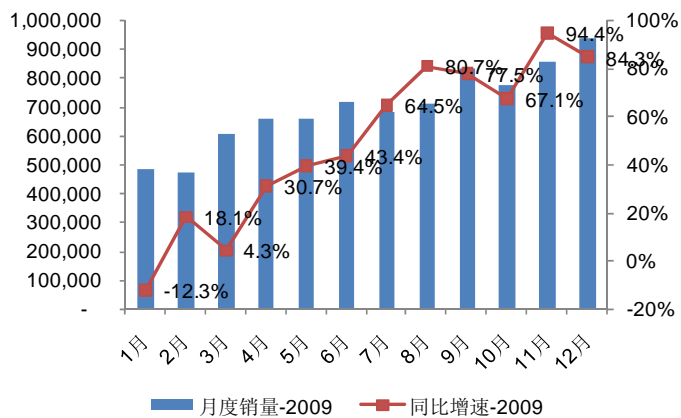


来源: CAAM、国金证券研究所

图表5: 07年狭义乘用车销量增速起伏较大(辆)

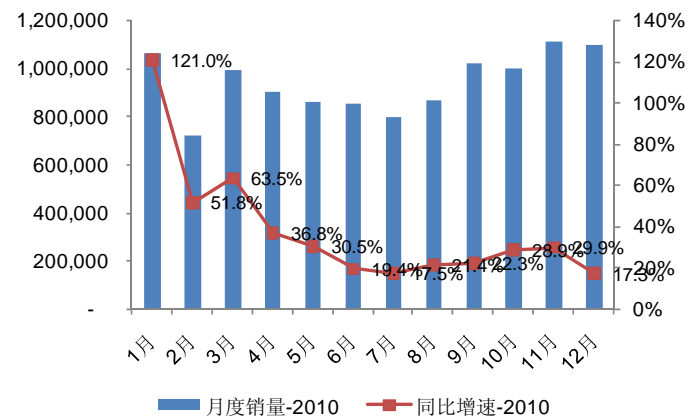


图表6: 09年狭义乘用车销量增速一路走高(辆)

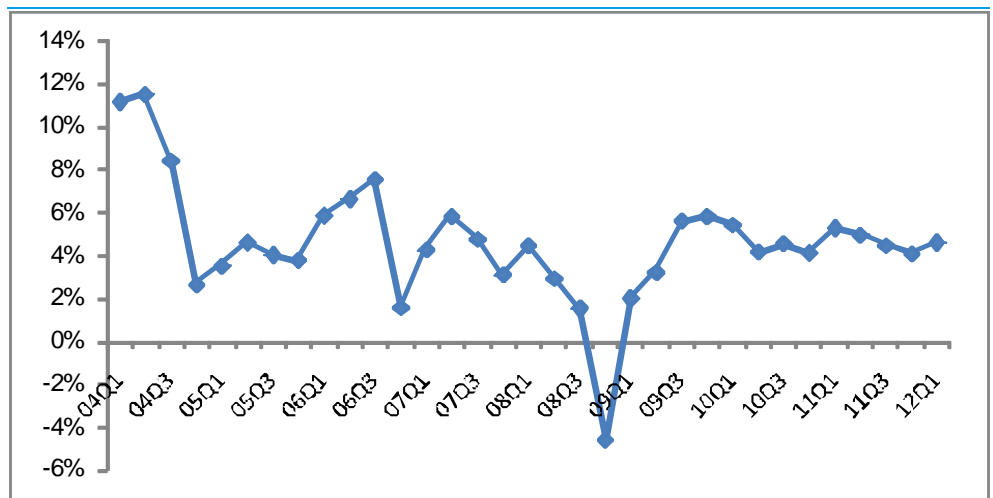


来源: CAAM、国金证券研究所

图表7: 10年狭义乘用车增速8月后有明显回升(辆)



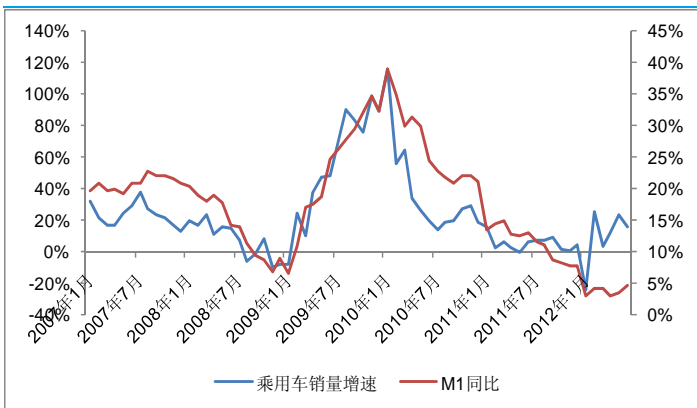
图表8: 04年以来乘用车板块单季度净利率变化(归属母公司)



来源: CAAM、wind、国金证券研究所

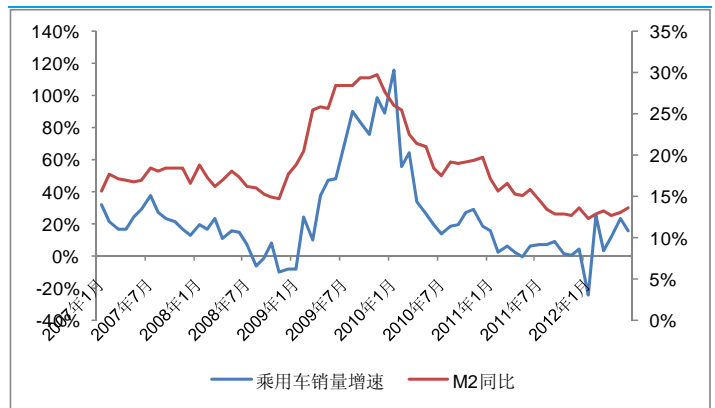
- 投资机会的来临往往源于预期改善，早于基本面的实质改观。前面两点说的是投资乘用车板块可获得绝对和超额收益所必须具备的宏观和行业条件，具备了这种条件，乘用车板块也就具备了在一段较长时间内都值得投资的显著价值。但就投资机会的起点而言，由于股市涨跌通常由预期驱动，加上乘用车行业本身具备较为明显的早周期特征（图表 2），乘用车板块投资机会的来临也往往早于基本面的实质改善，这在近几年间表现尤为明显。
- 2009 年，乘用车板块从年初即开始大幅上涨且明显跑赢大盘，但 09 年 1 月份乘用车销量仍为负增长，行业需求真正显著改善是 2 月份以后的事情。实际上，当年 1 月中旬国务院原则通过了汽车产业振兴规划，购置税减征等一系列重大政策已有效扭转市场对乘用车行业的悲观预期。
- 2010 年 7-10 月，乘用车板块出现了一轮波澜壮阔的上涨行情，直接动因便是当年 6 月 30 日出台的节能汽车补贴政策。该政策的出台充分减缓了当年购置税减征等政策效果将趋于弱化、09 年透支了未来需求等方面担忧，市场对乘用车需求增长重新转为乐观。而实际上，这一政策的效果得以在销量上体现已经是 8 月份，乘用车板块的上涨至少提前了 1 个月。
- 以上两个例子中的预期改变都源于政策推动。除了这一因素，我们也希望找到可以有效预见乘用车基本面改善的领先指标，无奈结果比较令人失望。我们发现，M1 增速、商品房销售、消费者信心等诸多指标均缺乏领先性，M2 增速尽管有过较好的领先表现（领先 09 年-10 年行业增速低谷和高峰均为 2 个月），但缺乏持续性，参考意义也不是很强。我们认为，很难仅凭某些经济指标来判断乘用车行业基本面的改变趋势，较为可靠的可能仍为终端调研等手段。

图表9：M1 增速是乘用车销量增速的同步指标



来源：wind、国金证券研究所

图表10：M2 增速对乘用车销量增速有一定领先性



撤离时机：高通胀时期或者行业发生严重价格战

- 作为周期性行业，乘用车板块市场表现难免大起大落。从图表 11 可见，乘用车板块大幅下滑且跑输大盘的情况均发生在经济过热及衰退阶段。这一时期的典型特征便是高通胀，而高通胀不仅会抑制乘用车需求增长，同时也会增加制造企业的成本压力，由此这一时期不仅行业销量增速将下滑、盈利能力也通常下滑较大，乘用车板块盈利也将因双重压力而大幅下滑。由于与可获得绝对和超额收益时期的经济背景、行业基本面情况正好相反，在此不再赘述。
- 需特别提出的是，在价格战背景下，乘用车行业盈利必然遭受严重侵蚀，这种时期自然也不宜投资乘用车板块。但价格战并不一定发生在高通胀经济背景下，纵使通胀水平较低，行业需求增长也较为平稳，但若行业自身

产能扩张过快，严重的供需不平衡仍将导致价格战的爆发，今年以来也就是最为典型的时期。有关这一点，我们将在本文第二部分论述。

图表11：03年以来乘用车板块显著跑输大盘的主要时间段

时间段	行业指数涨幅	上证指数涨幅	当时经济环境	行业销量增速表现	行业盈利能力变化趋势	行业盈利增长情况
2004.2-2004.12	-62%	-21%	过热-衰退阶段，高通胀，经济增速回落	2月份见顶，随后大幅回落	因叠加价格战影响大幅回落	大幅下滑
2008.3-2008.10	-61%	-50%	衰退阶段，高通胀回落，经济增长回落	3月份见顶，随后震荡回落	逐季走低	逐季走低，且全年业绩大幅下滑
2010.1-2010.7	-26%	-19%	过热-衰退阶段，高通胀，经济增速回落	持续大幅回落	震荡走低，但三季度净利率有所回升	增速逐季走低，但全年增速仍达98%
2011.4-2011.12	-34%	-26%	过热-衰退阶段，高通胀，经济增速回落	尽管3季度有所回升，但全年主要呈震荡下行，且增速已较09-10年大幅回落	逐季走低	增速大幅下滑，且全年业绩几为零增长

来源：国金证券研究所

个股选择：产品结构好、竞争力强尤其新车型较多企业将领先同行

- 企业表现“各领风骚一两年”，难以长期持续领涨：通过对09年以来在乘用车板块主要上涨时间段中涨幅领先企业的梳理，我们首先的发现是：每年的“榜单”都有所变化，并没有哪家企业能在每轮的上涨行情中持续领涨。例如：上汽在09年表现最佳，但在2010年就落到了第三，且涨幅仅约为排名第一的悦达投资的55%，再到今年其市场表现就更为逊色，上半年涨幅仅1%；悦达投资在2010年和2011年的两个阶段中涨幅均排名第一，但到今年也已名落孙山，上半年其股价大幅下跌24%。

图表12：09年以来乘用车板块重要上涨时间段涨幅领先企业

排序	公司	2009年 涨幅-09全年	公司	2010年 涨幅（7-10月）	公司	2011年 涨幅（1-3月）	公司	2012年迄今 涨幅（上半年）
1	上海汽车	389%	悦达投资	115%	悦达投资	51%	长城汽车	49%
2	悦达投资	305%	江淮汽车	107%	上海汽车	36%	长安汽车	29%
3	长安汽车	283%	上海汽车	63%	江淮汽车	23%	一汽轿车	23%

来源：国金证券研究所

- 各公司股份表现差异与业绩增长差异基本相符：尽管推动各公司股份上涨的原因不尽相同，但从下表可以看出：乘用车各公司市场表现的差异基本都能用业绩增长方面的差异来合理解释。例如：上汽在09年涨幅第一，其业绩增速也远超其它企业（长安当年增速奇高由其08年下半年亏损所致，较为特殊）；悦达在10年涨幅最大，其业绩增速也是排名第一，11年悦达涨幅仍为第一，其业绩增速虽略低于上汽但差距并不大；今年以来，长城取代上汽、悦达成为涨幅第一企业与其业绩增长表现也非常一致。当然，今年表现较好的长安以及一汽轿车业绩增长并不佳，事实上其股价上涨的原因也较为特殊，长安被认为是业绩拐点型公司，其明年业绩大幅增长预期较强，一汽轿车则是基于一汽的整体上市预期。

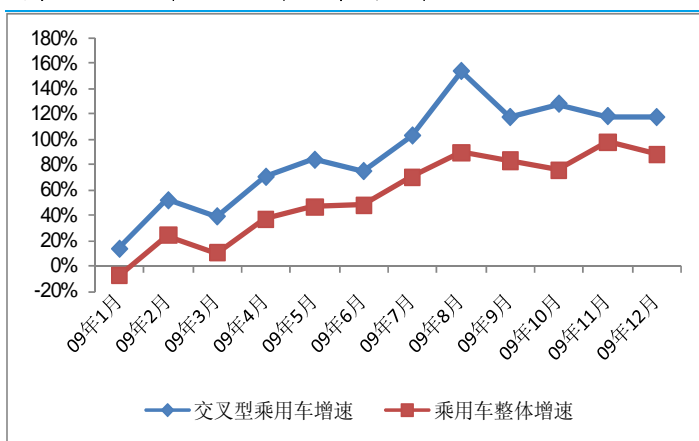
图表13：09年以来各时间段涨幅领先企业当期对应的业绩增速（归母净利润）

排序	公司	2009年 业绩增速	公司	2010年 业绩增速-Q1-3	公司	2011年 业绩增速-Q1	公司	2012年迄今 业绩增速-上半年
1	上海汽车	904.61%	悦达投资	270%	悦达投资	50%	长城汽车	30%
2	悦达投资	415.42%	江淮汽车	229%	上海汽车	56%	长安汽车	-45%
3	长安汽车	4323.37%	上海汽车	39%	江淮汽车	32%	一汽轿车	亏损

来源：wind、国金证券研究所

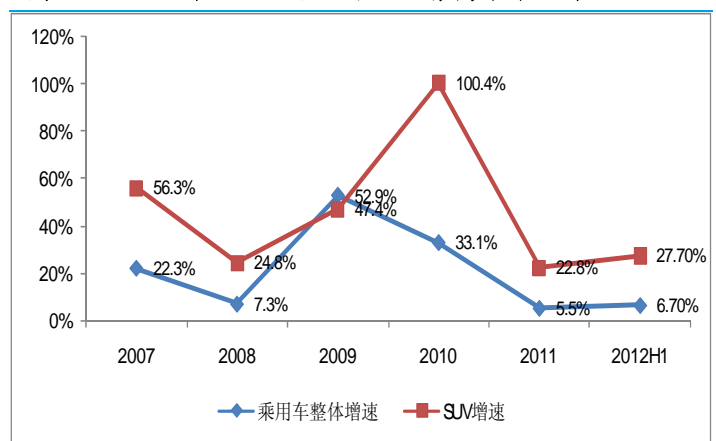
- 产品结构 with 车型竞争力是影响企业业绩增速的根本因素。汽车工业存在非常明显的规模效应，汽车制造企业要取得较好的盈利增长首先必须有良好的销量支撑。在同样的行业背景下，契合行业发展特征的产品结构以及富有竞争力的车型则将是企业取得良好销量的关键，这同样也是我们判断哪些企业股价表现可以获得超越同行的重要依据。
- 2009年，由于既可获得购置税减征又能享受“汽车下乡”优惠政策，交叉型乘用车成为汽车行业中增长最快的细分领域，由此微车市场的领先企业上汽通用五菱、长安自然有望取得更快的销量和业绩增长。当年长安取得近 43 倍的业绩增速也即主要归功于此，2008 年长安本部亏损约 2.87 亿元，而 2009 年本部实现净利润 5.33 亿元，约占公司合计归母净利润的一半。上汽当年取得近 9 倍的业绩增长也与上汽通用五菱的贡献密不可分。

图表14：09年交叉型乘用车增速最为强劲



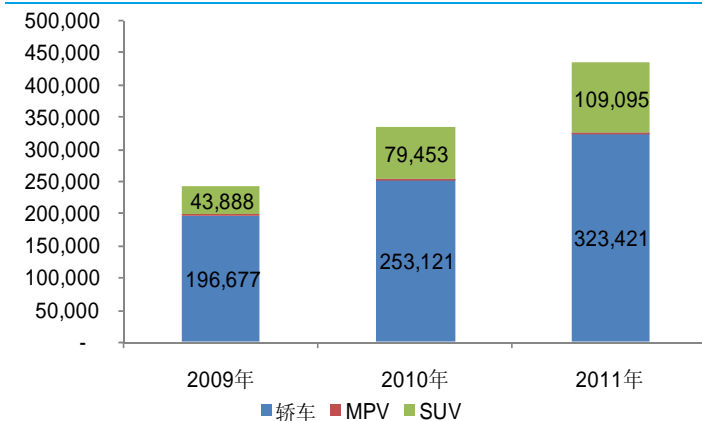
来源：CAAM、国金证券研究所

图表15：近几年 SUV 销量增速显著高于乘用车整体



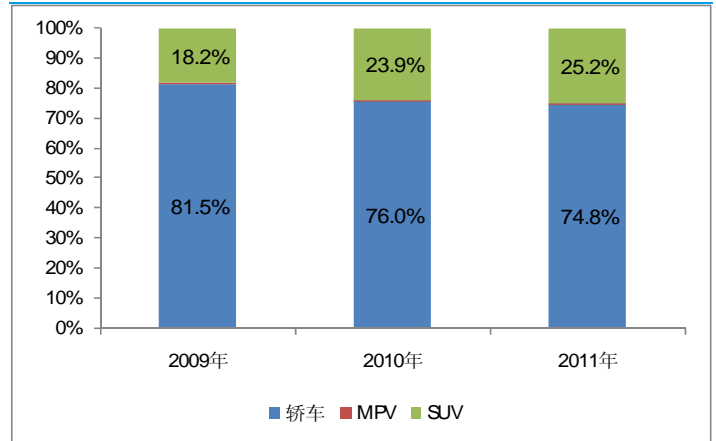
- 除 09 年之外，近年来乘用车中增长最快的细分领域非 SUV 莫属，纵使在乘用车整体增速大幅下滑的 2011 年至今 SUV 也仍保持了 20% 以上的快速增长，由此 SUV 占比较高且产品竞争力较强的企业有望获得超越行业水平的销量和业绩增长。长城汽车在 A 股上市之前，悦达投资旗下的东风悦达起亚是 A 股公司中 SUV 销量占比最高的企业，公司在 2010 年推出的智跑竞争力也非常突出，销量增长迅速，也正因此由此悦达投资在 2010-2011 年间业绩增速和股价表现均大幅领先。
- 长城汽车今年以来股价表现遥遥领先也主要得益于公司的产品结构和产品竞争力。上市之后，长城便取代悦达成为 A 股 SUV 占比最高的企业。不仅如此，长城还是 SUV 行业龙头企业，公司 H 系列 SUV 在 8-12 万元领域长期独占鳌头，加上公司 11 年下半年推出了更具竞争力的城市型 SUV—H6，公司销量和业绩增长必将大幅超越行业整体水平。这也是我们从 2011 年 12 月份开始即持续重点推荐长城的基本逻辑，目前也都已得到市场验证。

图表16: 东风悦达起亚近年销量构成 (辆)

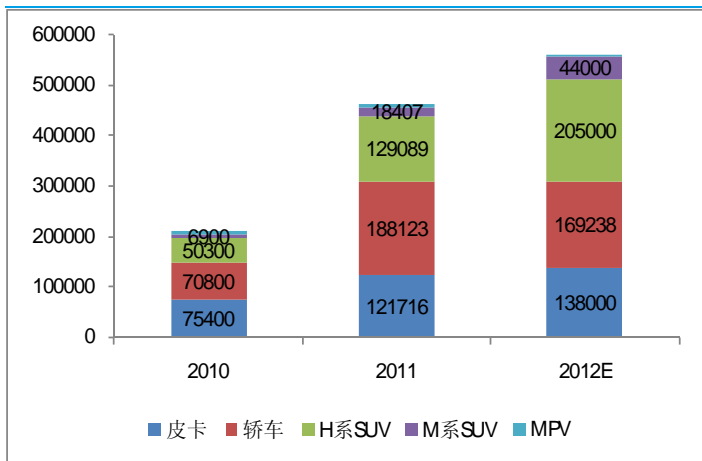


来源: CAAM、国金证券研究所

图表17: 东风悦达起亚近年各类车型销量占比

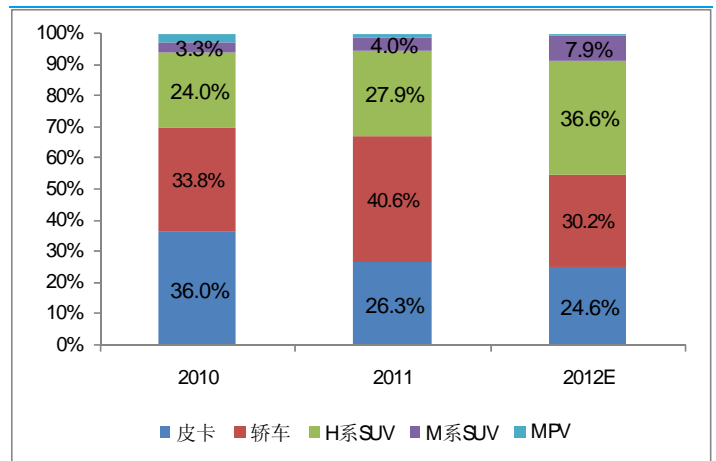


图表18: 长城汽车近年销量构成 (辆)



来源: CAAM、国金证券研究所

图表19: 长城汽车近年各类车型销量占比



- **新车型数量与竞争力往往对企业业绩增速有关键影响:** 汽车市场历来存在明显的“车型为王”特征，不断推出有竞争力的新车型是企业保持销量增长和市场份额的必要条件，也因此判断企业业绩增速的高低离不开对其新车型数量以及竞争力的分析。
- **2009-2011 年间，上汽销量和业绩表现均在行业名列前茅与其近几年颇为密集和成功的新车型投放是分不开的。** 08 年下半年开始，上海大众陆续推出了朗逸、斯柯达晶锐、昊锐、帕萨特新领驭、途观、新 POLO、新帕萨特等重量级车型，如此多款新车型的成功推出是上海大众近年增速显著领先行业的关键原因。类似的，近年来上海通用优异的市场表现也是得益于其新君威、科鲁兹、新君越、英朗、爱唯欧等新车型的成功推出。而到了今年，上海大众迄今未有全新车型上市，而通用推出的迈锐宝则由于多种原因销量表现不佳，也正因此上汽今年销量及业绩增速均开始回落，股价表现更是急转直下。由此可以看出新车型的数量以及竞争力对于企业业绩增速以及股价表现的重要影响。

图表20: 上汽 08 年以来销量表现与主要新车型上市时间



来源: CAAM、国金证券研究所

- 长安汽车今年以来较好的股价表现也是得益于长安福特未来宏大的新车型推出计划。福特 2011 年宣布将在 2015 年之前引入 15 款车型到中国市场，数量颇多且绝大部分车型均具备很强竞争力。其中，新福克斯已于今年 4 月上市，销量表现良好。2013 年公司又有翼虎、翼博两款 SUV 上市，依托 SUV 市场的持续热销，公司明年业绩快速增长的确定性得以显著提高，也因此公司今年以来股价表现仅次于长城。

图表21: 长安福特将投放的新车型

车型名称	类型	预计价格区间	预计上市时间	备注
新福克斯	轿车	12-15万元	2012.4	全新车型，已上市
翼虎	中型SUV	19-25万元	2013.2	-
翼博	紧凑型SUV	10-14万元	2013.1	与嘉年华同平台
新蒙迪欧	中型车	18-25万元	2014年	-

来源: 国金证券研究所

对乘用车行业投资、研究的一些启示

- **行业整体趋势研究仍然重要:** 首先，作为 A 股中市值较大的行业之一，汽车板块的行业配置问题仍然重要，而且作为周期性行业汽车板块波动向来较为剧烈。由此判断行业整体的景气变化趋势从而决定进退时机仍然是汽车板块投资的首要任务；其次，乘用车是充分竞争的行业，随着行业整体增速趋缓，企业之间的竞争还将加剧，任何一家企业也都难以摆脱行业整体趋势的影响，由此加强对行业整体趋势的研究也是认清行业发展方向以及结构性特点的必要条件。
- **价格因素对盈利的影响将大于销量因素，需要更加重视。** 由于 09 年以来乘用车整体价格体系非常平稳，企业盈利增长主要也就取决于其销量增长，由此我们也都已习惯于从销量和增速的角度来判断行业整体或者企业的业绩增长趋势。但不容忽视的是，当前我国乘用车消费的快速长时期已基本结束，行业整体增速已大幅放缓，但行业产能却仍在大幅增加，且迄今为止行业整体盈利能力仍处于高位水平。这种背景下，行业发生价格战在所难免且已成为现实，价格下行对盈利的侵蚀将远大于降价可能带来的销量提升。由此今年以来我们一直强调，价格因素的重要性将超过销量因素，销量增长已不一定能带来盈利增长，若价格下行较大，企业盈利增速将大幅落后于销量增速甚至还可能业绩下滑。
- **优质企业股价表现也难以长期领跑，不宜死守某一企业更不宜长期持有:** 从前面的梳理中可以看出，近几年来乘用车板块各企业的表现可谓“各领风骚一两年”，纵使如上汽、悦达等优质企业也概莫能外。此外，乘用车

作为可选消费品，尽管有部分消费品的属性但更为显著的还是周期性，汽车股近年来的大幅波动也已充分说明这一点。由此，我们认为乘用车板块的投资不宜死守某一企业，更不宜长期持有，根据行业整体景气变化趋势适时进退并且根据企业产品结构和竞争力灵活选股才是取胜之道。

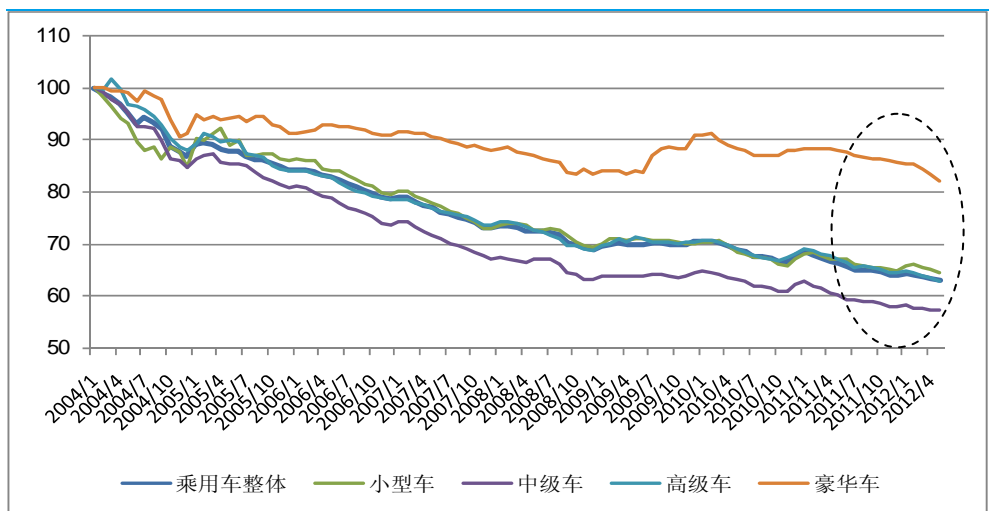
- 优质企业也难以长期领跑的现象，我们认为并非偶然。究其原因，首先从车型更新角度来看，目前乘用车市场车型更新加快、生命周期缩短趋势已非常明显，企业难以每年都对重点车型做更新换代，也难以保证推出的每款新车型都取得成功。由此，在重点车型面临现款竞争力下降而新款暂未上市、“青黄不接”的情况下，企业整体销量及盈利表现必然受到影响。上海通用可算是一个典型例子，上海通用盈利的主力车型新君威、新君越分别为 08 年下半年、09 年上市，如今这两款车均已稍显老旧，竞争力下滑明显，而公司迄今并无这两款车型的换代计划，公司只能依靠降价促销来维持一定销量，由此其整体盈利也必然面临大幅下滑风险。此外，在经过 1-2 年的快速增长之后，随着销量规模增大，新车型的边际效应将递减，企业继续超越行业整体增速的难度也将大幅增加。

价格战已全面上演、盈利下滑难以避免

价格战已全面上演，B、C 级车降价幅度尤为突出

- 今年以来，我们一直强调由于行业产能的大扩张，乘用车价格将面临巨大下行压力，我们的中期策略报告标题即为《乘用车价格战风险值得警惕》。根究我们的持续跟踪，当前乘用车市场价格战已全面上演且已愈演愈烈。
- 观察多种监测数据，今年以来乘用车市场的价格下行都已非常显著。不仅如此，今年以来乘用车市场呈现的特征是：各国别车型全面降价（德系车并无幸免，只是降价幅度相对较少），各级别车型全面降价，且降价幅度大有颠覆传统价格体系的趋势！我们认为，今年乘用车市场的价格下行已非正常年份的价格波动，而是名副其实的价格战，且严重程度或仅次于 04-05 年。
- 从商务部统计的乘用车价格指数来看，04-05 年间乘用车价格下降最为剧烈，09-10 年价格则极为稳定甚至有所上升。2011 年乘用车价格也有所下滑但幅度相对缓和，今年以来下滑趋势则明显加剧。

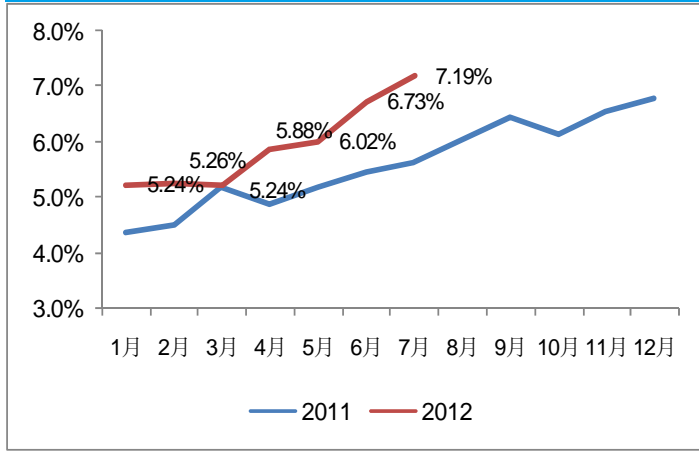
图表22：乘用车价格体系重现逐步下行趋势



来源：CEIC、国金证券研究所

- 从咨询机构安陆勤（ISE）统计的终端价格优惠幅度中也可看出今年以来乘用车市场明显的价格下行趋势。该机构选取各级别主流车型的平均优惠幅度，并以具体车型占该级别总体销量的比例为权重，然后计算整体的优惠幅度，这一统计数据能较好的反映各级别车型的终端价格走势。（图表 23-图表 26）。

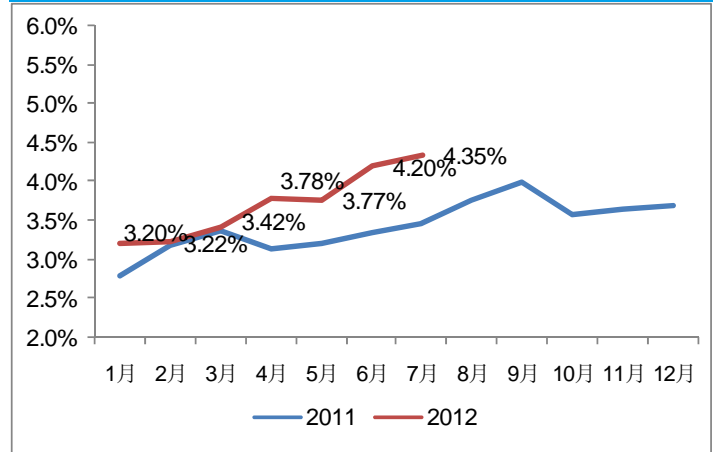
图表23：乘用车市场整体优惠幅度走势



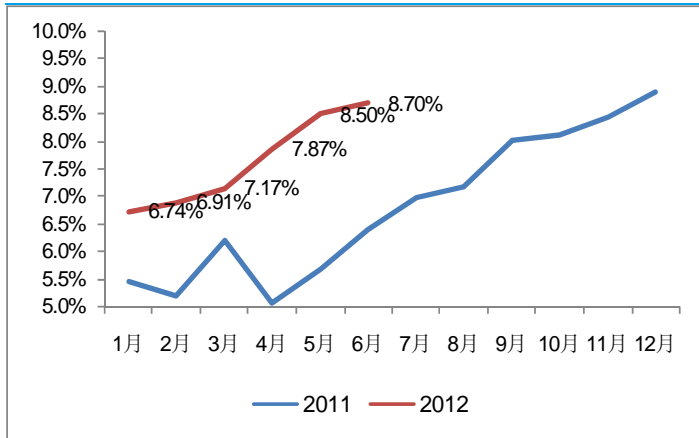
来源：ISE、国金证券研究所

注：优惠幅度为当前价格与基期（上年12月）价格比较值，下同

图表24：A级车优惠幅度走势

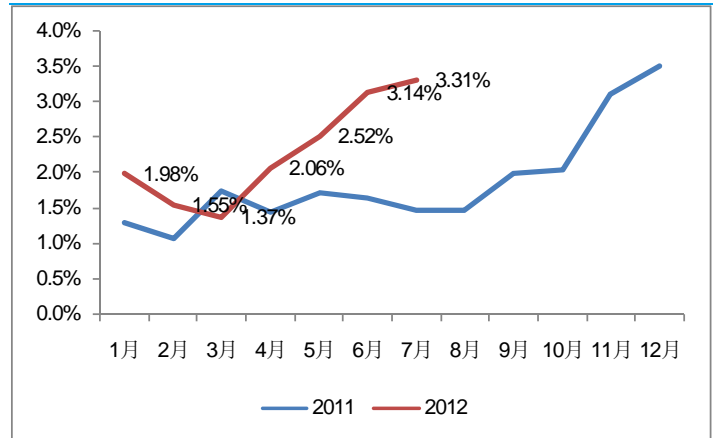


图表25：B级车优惠幅度走势



来源：ISE、国金证券研究所

图表26：SUV市场优惠幅度走势



- 我们对各级别乘用车的一些典型车型价格也进行了跟踪。从图表 27 中可以看出，目前 A、B、C 级别主流车型终端优惠幅度基本均呈加大趋势。尤为重要的，当前的乘用车价格下行已有颠覆原有价格体系的趋势。目前，宝马 3 系、奥迪 A4、奔驰 C 级的一些低配车型价格都已进入 25 万以内，个别时段甚至一度接近 20 万，这显然已进入传统 B 级车的价格区间。相类似的，目前如索纳塔 8 等一些 B 级车价位都已下探至 15 万以内，这显然又已经是 A 级车的价位区间。换言之，在目前的市场中，“花 A 级车的钱已经可以买 B 级车，花 B 级车的钱则可以买 C 级车”，这在以往都是几乎难以想象的，由此也可看出今年以来价格战的激烈程度。

图表27：各级别典型车型3月至今的优惠幅度变化情况（万元）

车型概况			上海经销商报价				上海经销商优惠幅度			
车型	指导价(万元)		3月24日	6月29日	7月20日	8月17日	3月24日	6月29日	7月20日	8月17日
奥迪 A6L	2.0 TFSI 舒适型	44.66			41.09	40.64	-16.2%	-16.4%	-8.0%	-9.0%
奔驰 E级	E260L CGI时尚型	51.80	37.50	36.50	42.30	40.00	-19.4%	-21.5%	-20.4%	-22.8%
奔驰 C级	C180K 经典型	30.80	20.80	20.80	23.80	24.30		-32.5%	-22.7%	-21.1%
宝马 3系	320i 时尚型	35.10	28.20	28.10				-19.9%		
奥迪 A4L	2.0 TFSI 自动舒适型	32.99	27.99	27.99	25.07	32.99	-15.2%	-15.2%	-24.0%	
高端车均值							-16.9%	-21.1%	-18.8%	-17.6%
别克 君威	2.0 舒适版	20.39			17.79	17.69			-12.8%	-13.2%
现代 索纳塔 8	2.0GS 自动 时尚版	18.99	14.99	14.99	15.39	14.99	-21.1%	-21.1%	-19.0%	-21.1%
大众 新帕萨特	1.8TSI DSG 尊荣版	21.88	20.88	19.88	19.88	19.78	-4.6%	-9.1%	-9.1%	-9.6%
雅阁	2.0 AT SE	20.28	17.38	17.58	17.28	16.98	-14.3%	-13.3%	-14.8%	-16.3%
凯美瑞	2.5G 豪华版	21.98	21.18	19.58	19.08	19.18	-3.6%	-10.9%	-13.2%	-12.7%
马自达6	2.0 自动豪华型	17.98		14.78	15.18	13.98		-22.1%	-20.0%	-22.2%
福特 蒙迪欧	2.0 GTDi200 时尚型	19.98		17.98	17.58	17.38		-10.0%	-12.0%	-13.0%
B级车均值							-10.9%	-16.2%	-14.4%	-15.5%
大众 途观	1.8TSI 自动风尚版	23.38	24.38	23.38	23.38	23.38	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%
本田 CR-V	2.0 四驱经典版	21.78	22.28	21.98	21.78	20.88	2.3%	0.9%	0.0%	-4.1%
现代 途胜	2.0 两驱 MT 舒适型	16.58	12.78	12.78	12.78	12.68	-22.9%	-22.9%	-22.9%	-23.5%
起亚 智跑	2.0 GL AT 2WD	17.88	16.38	15.88	15.88	15.88	-8.4%	-11.2%	-11.2%	-11.2%
哈弗-H6	2.0 两驱精英型	10.58	10.58	10.58	10.58	10.48	0.0%	0.0%	0.0%	-0.9%
SUV均值							-4.9%	-6.6%	-6.8%	-8.0%
别克 凯越	1.6LX-MT	9.99		7.29	7.39	7.39		-27.0%	-26.0%	-26.0%
科鲁兹	1.6 SL MT	10.89	9.79	8.90	9.29	9.19	-10.1%	-18.3%	-14.7%	-15.6%
卡罗拉	1.6L GL 炫装版 AT	14.08		12.28	12.58	12.28		-12.8%	-10.7%	-12.8%
英朗	1.6L 手动进取版	13.77		12.07	12.07	12.07		-12.3%	-12.3%	-12.3%
朗逸	1.6L 手动 品雅版	12.28		11.48	11.08	11.28		-6.5%	-9.8%	-8.1%
福克斯	三厢1.8 AT 时尚	12.38		12.28	12.08	12.08		-0.8%	-2.4%	-2.4%
A级车均值								-13.0%	-12.7%	-12.9%

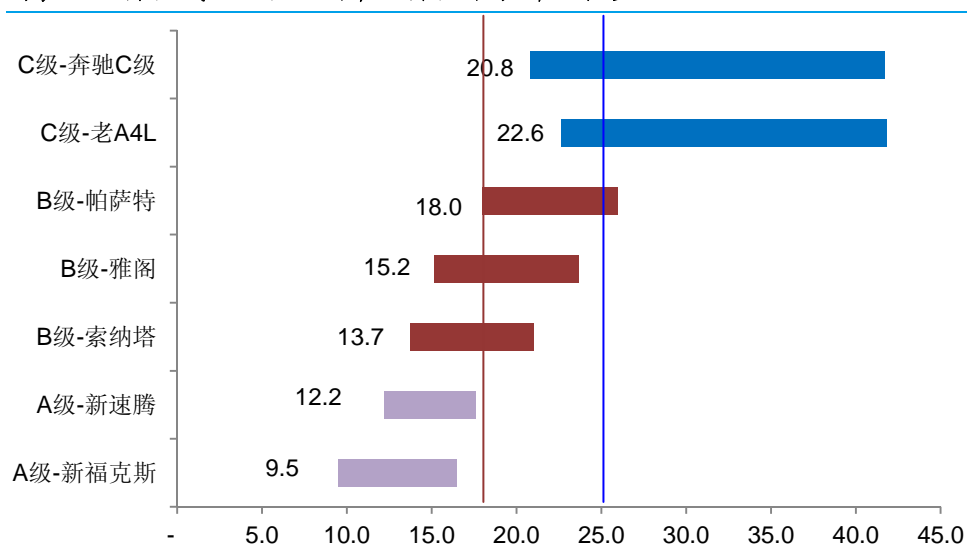
来源：网上车市、国金证券研究所

- 值得特别说明的是，当前乘用车市场的价格战呈现明显的全局性特征，中级车、豪华车非但不是降价幅度较小，反而还是降价复苏最为剧烈的细分市场。豪华车还是今年以来价格战的始作俑者，降幅惊人的车型俯拾皆是。中级车市场中目前凯美瑞、雅阁等主流车型都已下探至 15 万元左右，帕萨特新领驭最低价也已杀至 14.9 万元。这些在上文的数据图表中也有充分反映，不再赘述。

豪华车“倾销”恰逢行业产能大扩张造成价格战，根本原因是供需失衡

- 豪华车率先大幅降价是行业价格战的导火索。为了在全球容量最大的中国市场抢占更大市场份额，奥迪、宝马、奔驰三大豪华车巨头均已制定非常激进的未来销量目标和产能扩张计划。例如，奥迪已规划 2015 年国内产能达 70 万辆，计划未来 3 年在华累计销量达 100 万辆（2011 年销量为 31.5 万辆）；宝马目前国内工厂产能仅为 10 万辆，但 2013 年将扩至 30 万辆，2015 年销量目标则为 50 万辆（2011 年为 23.2 万辆）；奔驰目前国内产能仅为 8 万辆，未来计划将提升至 20 万辆，2015 年销量目标则定为了 30 万辆（2011 年为 19.8 万辆）。为了达到以上目标，降价促销无疑是最为直接和有效的途径，也因此 2011 年下半年奔驰便率先开始了大幅降价，此后宝马、奥迪纷纷跟进，价格战也由此点燃。
- 豪华车大幅降价导致各级别价格体系渐次下移。习惯上，消费者已普遍认可的豪华车价格为 30 万元以上，而中级车则为 20 万元左右，18-25 万元是主流区间，A 级车的主流区间则为 10-15 万元，但豪华车的大幅降价已足以颠覆这一旧有的价格体系。目前，奥迪 A4、奔驰 C 级、宝马 3 系较低配的价格都已进入 25 万元以内，个别时段一度还接近 20 万，这显然已是主流 B 级车的价格领地。面对豪华车的价格下移，中级车也只有降价应对，中级车大幅降价之后，A 级车也只得降价促销，由此也就必然造成各级别价格体系的渐次下移。

图表28：价格战已使各级别车型价格体系渐次下移



来源：太平洋汽车网、国金证券研究所

注：各车型的终端售价据上海各4S店调研所得

- 豪华车的“倾销”可谓价格战的导火索，但若仅限于此，行业可能还不至于发展成全局性的价格战。不幸的是，经过连续两年超预期的高速增长，2010年起企业普遍开始大幅扩张产能，经过近两年的建设期，2012年已处于新建产能的集中释放期，而11年以来行业需求增速则已大幅趋缓。由此，09-10年间的供不应求迅即逆转为较为严重的供过于求，价格战的发生也就难以避免。
- 根据我们统计，2012年乘用车行业产能就将达到约2007万辆，较2011年净增381万辆，增速达23%。尤其重要的是，2012年新增产能较大的并非自主品牌而是合资企业，合资企业新增产能达251万辆，增速高达35%，自主品牌产能增加130万辆，增速为14%。

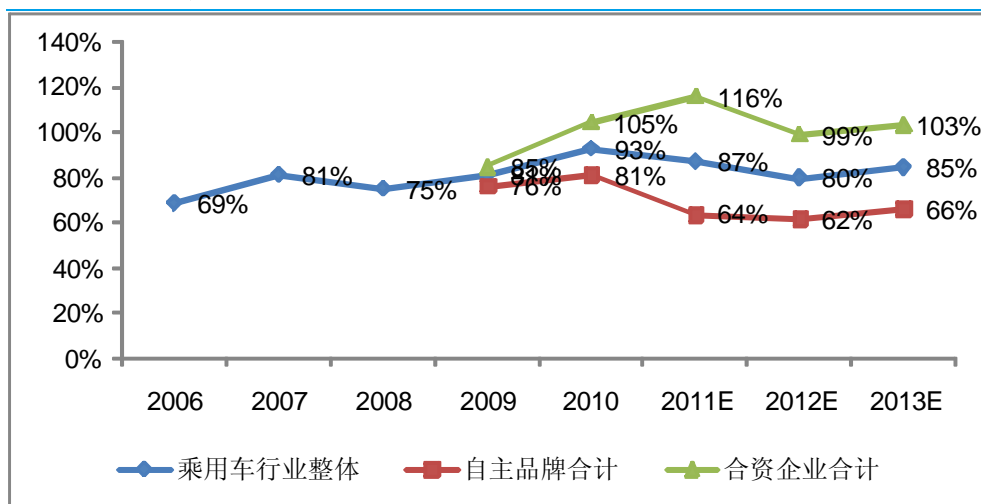
图表29：乘用车行业近年产能及增速预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
乘用车行业总产能	1230	1439	1626	2007	2184
增速		16.99%	13.00%	23.43%	8.82%
其中：自主品牌	584	737	906	1036	1113
增速		26.20%	22.93%	14.35%	7.43%
其中：合资企业	646	702	720	971	1071
增速		8.67%	2.56%	34.86%	10.30%

来源：国金证券研究所

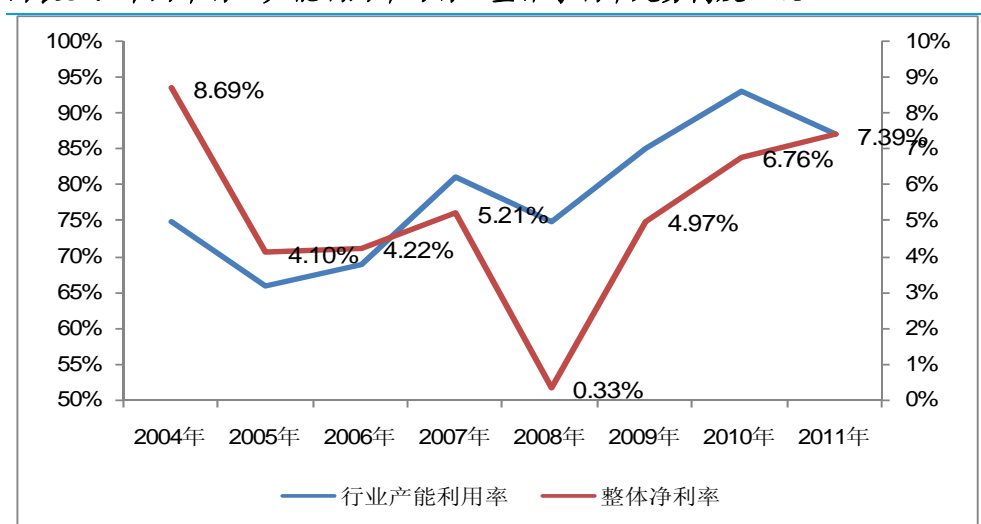
- 由于产能增幅高达23%，而上半年乘用车产销量增速仅约7%，预计下半年也难以显著提高，由此产能利用率必然下滑，这也必将导致行业整体盈利能力的下降，在此不再赘述。

图表30: 乘用车行业近年产能利用率及预测



来源: 国金证券研究所

图表31: 乘用车行业产能利用率与行业整体净利率走势高度一致



来源: wind、国金证券研究所

以量补价几无可能，盈利大幅下滑难以避免

- 由于乘用车总体盈利水平并不高，（当前乘用车板块整体净利率水平为7.3%，已属于较高水平），价格下降对利润的侵蚀将非常显著。以乘用车平均价格13万元、平均净利率7.4%计算，每辆车的净利润也仅0.96万元。我们测算，考虑生产企业每年成本降低可达2-3%，经销商净利率一般为1-2%，如此每年5%以内的降价幅度是厂商可消化的，但若超出这一区间则必然导致其盈利能力的大幅下滑。
- 仍以均价13万元、净利率平均7.4%的一般乘用车为例，5%以内可消化的降价幅度即为6500元，但众所周知当前市场上主流车型的降价幅度远不止6500元，动辄万元乃至数万元的优惠比比皆是。若降价1万元，超出的3500元降价80%由生产企业承担（经销商已分摊6500元可消化降价中的部分，再承担即意味着亏损），厂家净利率即将降低2.15个百分点，降幅高达29%。
- 价格对净利润的弹性远大于销量，价格战背景下“以量补价”几无可能。降价促销一般都能带来一定的销量增长，只是价格下降对盈利的侵蚀往往远大于销量增长可能带来的盈利提升。若不考虑规模效应，以净利率为

10%的某一企业为例，销量对净利润的弹性为 1，即销量下滑 1%净利润也仅增长 1%，而价格对净利润的弹性则高达 10，即价格下降 1%，其净利润便下滑 10%，如此降价 1%便需获得 10%的销量提升才能保持盈利持平。再举更为简单的例子，若某一车型单车净利润为 3 万元，若降价 1 万元即需要销量增长 50%才能维持盈利平衡，若降价 2 万元则更是需要销量增长两倍才能维持。而从当前市场情况来看，中级车动辄上万元的降价并不鲜见，但要获得如此巨幅销量增长则几乎没有可能。

图表32：车企价格与销量对净利润弹性的敏感性测算

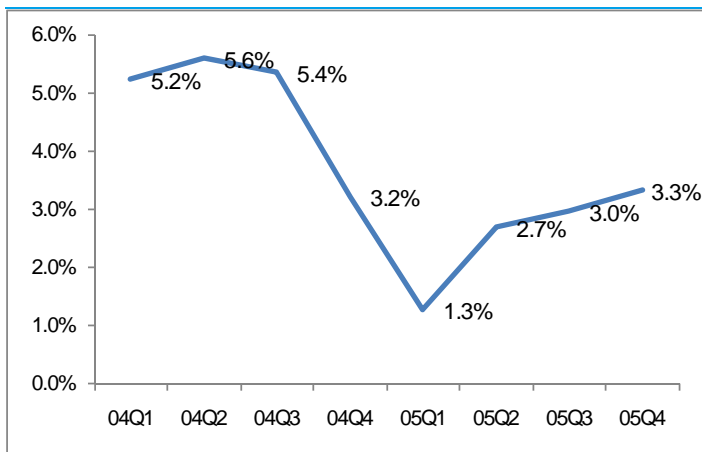
车企降价假设	广汽丰田	上海大众	上海通用	广汽本田	一汽丰田	悦达起亚	长福马
11年单车净利润(元/辆)	15,817	13,866	12,652	12,256	8,330	7,218	6,294
11年数据							
11年销量(辆)	274,417	1,165,827	1,185,585	362,294	529,046	432,518	418,600
11年净利润(亿元)	43.4	161.7	150.0	44.4	44.1	31.2	26.3
降2,000元							
降价后单车净利润(元/辆)	13,817	11,866	10,652	10,256	6,330	5,218	4,294
业绩下滑幅度	-12.6%	-14.4%	-15.8%	-16.3%	-24.0%	-27.7%	-31.8%
净利润持平的销量(辆)	314,137	1,362,319	1,408,188	432,943	696,201	598,307	613,552
对应销量增速	14.5%	16.9%	18.8%	19.5%	31.6%	38.3%	46.6%
降4,000元							
降价后单车净利润(元/辆)	9,817	7,866	6,652	6,256	2,330	1,218	294
业绩下滑幅度	-37.9%	-43.3%	-47.4%	-49.0%	-72.0%	-83.1%	-95.3%
净利润持平的销量(辆)	442,130	2,055,047	2,254,964	709,752	1,891,402	2,563,691	8,950,140
对应销量增速	40.7%	50.8%	60.1%	63.9%	171.7%	328.5%	1358.7%

来源：各公司资料、国金证券研究所

注：图表中降价 2,000 与 4,000 的假设，均指在 2011 年的基础上环比增加的降幅

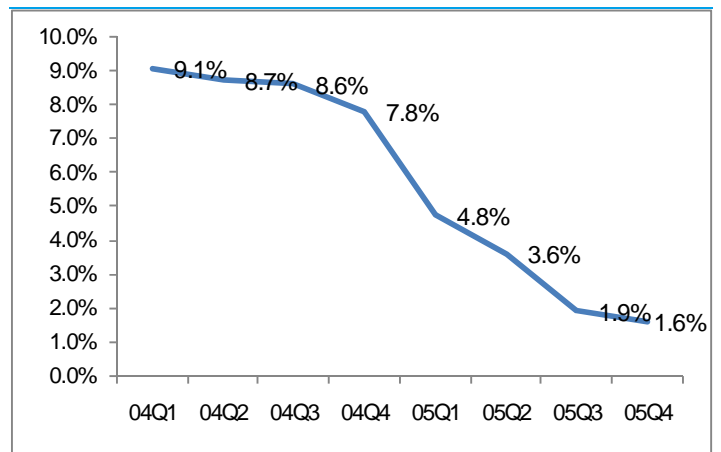
- 在历史上，04-05 年是国内汽车价格战最为激烈的时期，当年的数据也可说明价格战对行业盈利的巨大侵蚀。04-05 年，乘用车板块整体净利率由 8.69% 降至 4.10%，降幅超过一半，由此 2005 年乘用车销量虽然增长 29%，乘用车板块（A 股上市）收入增长 18%，但净利润却下滑 44%。这从当年一汽轿车、长安汽车净利率的大幅下滑中也可看出。此外，2008 年乘用车销量增长 7%，上半年价格也较为稳定但下半年价格出现大幅下降，由此全年乘用车板块收入虽仍增长 3%，但净利润下滑幅度高达 54%。

图表33：一汽轿车 04-05 年间净利率走势



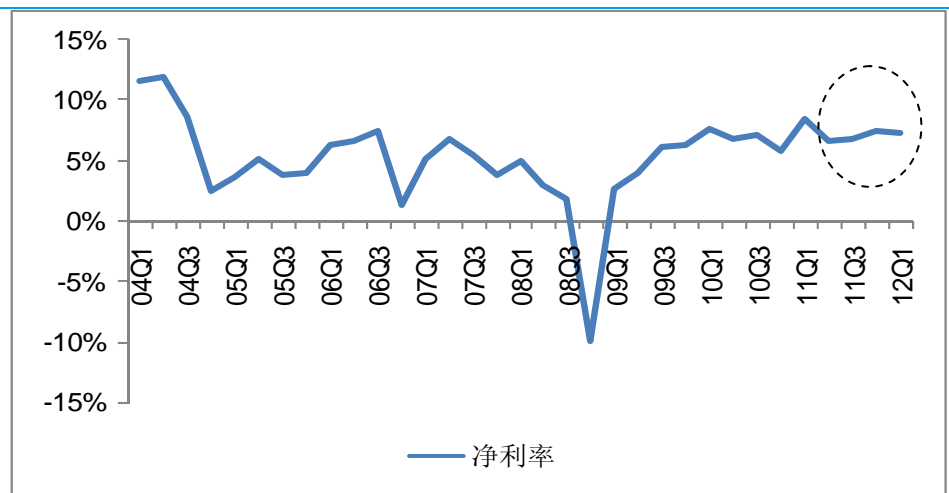
来源：wind、国金证券研究所

图表34：长安汽车 04-05 年间净利率走势



- 有一点值得说明的是，当前我国乘用车整体盈利能力仍处于高位，这从侧面也反映出当前汽车价格以及行业整体盈利能力都存在较大的下降空间。从纵向比，当前乘用车板块盈利水平仍处于高位；从横向比，我国企业盈利能力也明显高出丰田、大众等全球巨头，从长期来看国内企业盈利水平与国际接轨也是大势所趋。

图表35：当前乘用车板块整体盈利能力仍处高位



来源：wind、国金证券研究所

图表36：全球主要汽车企业近年来毛利率水平 (%)

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	平均值
福特	17.45	14.52	2.13	12.29	7.08	10.41	15.63	14.17	11.71
本田	30.20	29.25	29.06	28.82	25.89	25.23	27.30	25.52	27.66
丰田	19.84	19.45	19.71	18.14	10.10	11.96	12.52	11.81	15.44
日产	25.94	25.32	23.32	22.33	15.62	18.24	18.44	17.39	20.83
大众	12.15	13.05	13.21	14.96	15.11	12.91	16.90	17.55	14.48
标致	21.72	21.33	20.05	19.02	17.36	15.61	18.68	17.07	18.86
平均值	21.22	20.49	17.91	19.26	15.19	15.73	18.25	17.25	

来源：bloomberg、国金证券研究所

图表37：全球主要汽车企业近年来净利率水平 (%)

	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	平均值
福特	2.03	1.14	-7.88	-1.58	-10.18	2.34	5.09	6.40	-0.33
本田	5.62	6.03	5.34	5.00	1.37	3.13	5.98	2.66	4.39
丰田	6.31	6.52	6.87	6.53	-2.13	1.11	2.15	1.53	3.61
日产	5.97	5.49	4.40	4.46	-2.77	0.56	3.64	3.63	3.17
大众	0.78	1.19	2.62	3.78	4.18	0.91	5.39	9.67	3.57
标致	2.93	1.83	0.31	1.51	-0.67	-2.40	2.02	0.98	0.82
平均值	3.94	3.70	1.94	3.28	-1.70	0.94	4.04	4.14	

来源：bloomberg、国金证券研究所

图表38：国内部分整车企业净利率水平

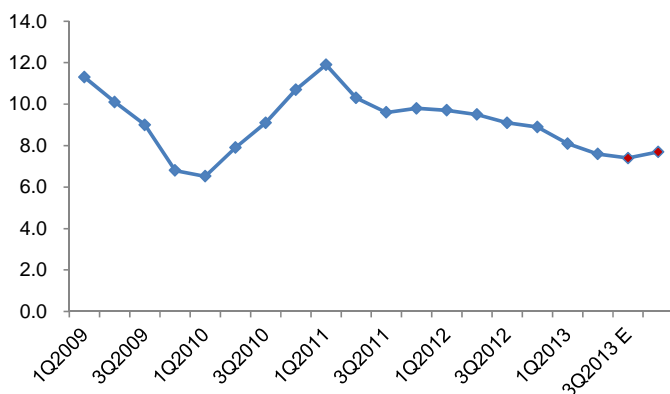
	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	平均值
东风悦达起亚				-0.8%	1.1%	3.5%	5.8%	6.9%	3.3%
长安福特			7.5%	6.7%	4.7%	4.6%	5.1%	5.5%	5.7%
上汽集团							7.3%	8.1%	7.7%
上海通用				9.6%	6.8%	8.6%			8.3%
上海大众							5.9%	8.8%	7.4%
一汽丰田	6.5%	3.6%	4.7%	5.0%	5.6%	6.3%	6.7%	6.6%	5.6%
长城汽车		13.1%	14.8%	12.9%	6.6%	8.2%	12.3%	11.7%	11.4%
吉利汽车						9.4%	7.7%	8.2%	8.4%

来源：wind、公司资料、国金证券研究所

去库存容易、去产能难，价格战暂难缓解

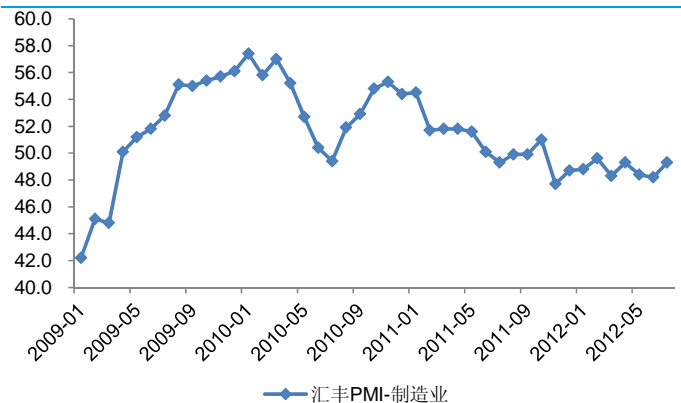
- 短期内价格战缓解必须以需求恢复快速增长为条件。前面我们已经阐述，价格战的根本原因是产能大扩张叠加行业需求增速放缓导致的供需失衡。由此价格战的缓解也必须以供需恢复平衡为前提。从供应端来看，目前行业产能仍在扩张之中，2013 年增长幅度也仍有近 10% 的增长（考虑产能的实际投放，预计增速超过 15%）。不仅如此，我们迄今并未看到任何企业主动放缓产能建设步伐，为了摊销固定成本，企业更不可能闲置已建好的新增产能。由此看来，短时间内价格战若需得到缓解只能寄希望于需求重现快速增长（考虑产能增速，至少需 15% 以上），否则便只有以漫长的时间来逐渐消化。
- 预计 3-6 个月之内乘用车需求不具备快速增长的条件，价格战难以缓解。作为可选消费品，乘用车需求的快速增长离不开良好的经济环境。但我国当前经济增长仍然呈现减速局面，国金宏观团队预测我国经济增速恢复向上可能需要到 2013 年下半年；此外，鉴于国内大中城市已日渐拥堵的现实，中央层面出台汽车消费刺激政策的可能性也微乎其微，由此我们认为至少 3-6 个月内我国乘用车需求增速仍难以显著提高，价格战也难以明显缓解。

图表39：国金宏观预测短期内我国 GDP 增速难以回升



来源：同花顺、国金证券研究所

图表40：汇丰制造业 PMI 仍然震荡往下



- 特别值得指出的是，我们认为库存变化并非价格战缓解与否的关键指标。库存只是反映行业供需情况的短期指标，从根本上说库存增加也是行业供需失衡的结果反映而并非原因，此外库存变化也具有一定的季节性特征，短期波动难以有效反映行业中长期供需变化趋势。短期内库存可能因为企业淡季减产或者经销商大幅“甩货”而有所降低，但只要行业产能仍大幅增加而需求仍无较快增长，时间稍长看库存增加仍是必然趋势，降价促销也难以避免，这也便是所谓的“去库存容易，去产能难”。

- 考虑前文分析，我们未来 3-6 个月内价格战缓解的可能性很小，尤其下半年投产的新增产能并不在少数，价格战进一步加剧的可能性也仍存在。按照当前的降价趋势，我们测算全年乘用车板块整体净利率下滑 2 个百分点将非常容易，如此行业全年盈利就将下滑 17.59%。图表 43 是我们按情景分析所作的预测结果。

图表41：2012 年 6 月份以后投产的产能达 123 万辆

车企	工厂	新增产能(万辆)	投产时间
上海通用	烟台工厂	240,000	6月
北京现代	顺义三厂	300,000	6月
上海大众	仪征工厂	300,000	7月
东风本田	武汉二厂	60,000	7月
广汽菲亚特	长沙工厂	140,000	9月
广汽三菱	长沙工厂	100,000	11月
东风裕隆	杭州工厂	90,000	12月
合计		1,230,000	

来源：各公司网站、国金证券研究所

图表42：2012 乘用车板块业绩增速预测（百万元）

	收入	收入增速	净利率	净利润	净利增速
2011A	545266	32.99%	7.40%	40281	45.29%
2012Q1A	150579	7.73%	7.26%	10937	-6.69%
2012E-乐观	614741	12.74%	5.90%	36270	-9.96%
2012E-中性	614741	12.74%	5.40%	33196	-17.59%
2012E-悲观	614741	12.74%	4.90%	30122	-25.22%

来源：wind、国金证券研究所

投资策略：继续提示风险，仅推荐长城、长安、宇通

行业整体景气延续下滑，投资时机未到

- 综合本文第二部分的分析，当前乘用车市场价格战并未缓解，价格体系仍呈下行趋势。不仅如此，鉴于我国当前经济增速下行趋势暂难扭转且乘用车行业产能仍继续较快增长的情况，我们认为未来 3-6 个月内乘用车需求增速仍无显著改观，价格战形势也可能愈加剧烈。由此，行业整体盈利能力可能出现大幅下滑，行业整体盈利增长也可能远低于普遍预期。
- 今年乘用车价格体系出现显著下行是从二季度开始的，由此行业盈利能力的下降在中报中已可得以反映，目前部分企业已披露的报表中也已有所反应。当然，由于价格下降一般先由经销商主要承担，终端价格的下降传导至制造企业存在一定时滞，由此行业整体盈利能力的大幅下降将在三季报及以后更加充分体现。
- 除乘用车之外，重卡行业的情况也不容乐观。7 月份重卡销量仅为 38873 辆，且同比下滑达到 23%，这一降幅比 6 月份还有所扩大。由此也可看出，尽管中央曾三令五申强调“稳增长”，基建投资也确实有所加快但幅度不大，由此重卡需求仍未得以改善。此外，国内成品油价在经过三次下调后近期已上调一次，且近期仍存在较大的上调可能，由此油价上涨将成为压制重卡需求回升的一大不利因素，重卡需求变化将面临更多不确定因素。由此，我们认为，重卡板块的投资时机仍需等待。
- 综上所述，我们认为汽车行业整体将延续景气下滑趋势，行业面临较大的盈利下滑风险。我们认为当前的宏观经济背景以及行业自身运行趋势均难以形成投资汽车板块的良好时机。从战略上考虑，逐渐退出汽车板块尤其是业绩增长确定性不强或者面临巨大下行压力的公司也是明智之选。

继续提示风险，仅推荐长城、长安、宇通

- **主要风险因素是盈利下调，地雷可能频出，必须收缩战线：**在中期策略中，我们已明确提出汽车板块最大的风险因素为盈利下调。我们判断，汽车板块上市公司业绩预测可能会被逐季下调，而在中报、三季报等业绩披露期，“地雷”也可能频繁出现。由此，我们认为下半年汽车板块投资首要的一点便是收缩战线，摒弃估值明显偏高、业绩不确定乃至根本没有业绩的公司，严防地雷，我们仍然坚持这一观点。
- **配置思路：仅推荐长城、长安、宇通：**本着确定性的原则，我们建议的具体配置思路如下：
 - **汽车经销商不要碰！**与整车企业相比，经销商始终处于弱势地位。在价格战背景下，汽车经销商是首当其冲的利益受损者，经销商不仅经销差价难以保证，在整车企业业绩也下滑背景下，经销商所能获得的返利也可能严重低于预期，由此其业绩向下弹性极大，可能严重低于预期，难以找到安全边际，因此我们首先建议规避这类企业。
 - **乘用车继续坚定看好长城，长安也可谨慎乐观：**我们继续坚定看好产品竞争力突出、业绩快速增长确定的长城汽车，我们认为公司今年业绩实现大幅增长已几无疑虑，2013 年实现 20%左右的业绩增长也一样非常确定；此外，得益于福特大手笔的车型引入计划，长安福特未来业绩大幅改善较为确定，目前新福克斯已获得市场认可，依托 SUV 的继续快速增长，明年上市翼虎、翼博取得良好销量表现也为大概率事件。
 - **大中型客车领域锁定宇通即可：**依托校车以及出口的快速增长，大中型客车行业仍可保持较快增长，但竞争力最强、业绩增长最为确定且估值合理的企业也就宇通客车，其余企业估值均明显偏高，综合竞争力也远逊于宇通。
 - **重卡领域建议继续等待时机：**由于 8 月份重卡销量低于预期且重卡公司中报风险仍较大，我们认为重卡板块投资时机仍需等待。我们认为，需要观察到重卡需求有明显改善才可介入重卡板块，作为下半年的旺季，9 月份是一个重要的时间窗口。
- **综合以上几点，我们的推荐组合进一步缩减为：长城汽车、宇通客车、长安汽车。**

图表43：汽车行业重点公司盈利预测与投资评级（元）

重要公司盈利预测与估值								
简称	最新股价	周涨跌幅	EPS			PE		投资评级
			2011A	2012E	2013E	2012E	2013E	
上汽集团	12.26	-2.62%	1.83	1.65	1.83	7.43	6.70	增持
一汽轿车	9.49	3.60%	0.13	0.05	0.30	189.80	31.63	持有
长安汽车	5.09	-3.78%	0.20	0.28	0.55	18.18	9.25	增持
福田汽车	6.45	-5.70%	0.55	0.56	0.63	11.52	10.24	持有
江淮汽车	4.78	-2.85%	0.48	0.42	0.50	11.38	9.48	持有
江铃汽车	16.01	-1.60%	2.17	2.20	2.49	7.28	6.44	持有
中国重汽	10.39	-4.06%	0.86	0.60	0.87	17.32	11.94	持有
潍柴动力	19.21	-18.05%	3.36	2.97	3.83	6.47	5.02	买入
宇通客车	22.38	-2.23%	1.75	2.03	2.32	11.02	9.65	买入
长城汽车	15.70	0.45%	1.13	1.55	1.81	10.13	8.67	买入
比亚迪	14.54	-5.77%	0.59	0.38	0.71	38.16	20.54	增持
整车企业均值						11.19	8.60	
庞大集团	5.74	-6.21%	0.25	0.35	0.47	16.40	12.14	持有
亚夏汽车	8.99	1.47%	1.03	0.70	0.81	12.84	11.15	持有
物产中大	6.26	-2.95%	0.67	0.67	0.77	9.39	8.17	持有
汽配企业均值	0.00							
华域汽车	8.45	-3.10%	1.16	1.23	1.39	6.87	6.10	增持
一汽富维	16.10	-0.68%	2.02	2.10	2.39	7.67	6.72	增持
福耀玻璃	7.37	-1.60%	0.76	0.91	1.04	8.10	7.09	增持
威孚高科	25.32	-4.45%	1.89	2.08	2.66	12.17	9.53	增持
远东传动	8.57	-2.28%	0.70	0.65	0.73	13.18	11.74	持有
中鼎股份	8.27	-1.78%	0.50	0.65	0.79	12.72	10.48	持有
宁波华翔	6.73	-4.67%	0.50	0.55	0.67	12.24	9.98	持有
松芝股份	8.51	-4.27%	0.74	0.70	0.82	12.16	10.36	持有
银轮股份	6.05	8.42%	0.33	0.35	0.43	17.29	14.07	持有
万丰奥威	9.50	5.32%	0.57	0.70	0.80	13.57	11.88	持有
京威股份	20.57	-2.97%	1.38	1.24	1.53	16.58	13.44	增持
精锻科技	13.24	-4.34%	0.57	0.73	0.89	18.14	14.88	增持
星宇股份	10.33	-3.91%	0.71	0.74	0.86	13.92	12.08	持有
零部件企业均值						12.66	10.64	

来源：wind、国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61038271

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518026

地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B