

推荐 (维持)

行业回暖，公司业绩持续转好

2013 年 4 月 23 日

汽车行业 2013 年二季度投资策略

上证指数 2242

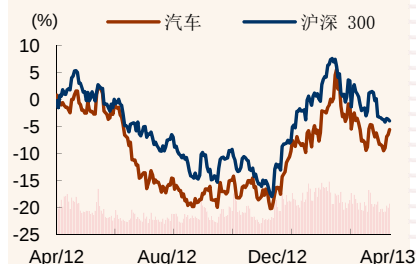
行业规模

占比%

股票家数 (只) 114 5.4
总市值 (亿元) 8282 3.8
流通市值 (亿元) 5453 3.1

行业指数

% 1m 6m 12m
绝对表现 -1.3 13.8 -5.2
相对表现 3.1 6.2 -3.5



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《子行业分化，乘用车刚性消费显现——汽车行业 2013 年度策略报告》2012/12/03
- 2、《短期有压力，机会渐显现——汽车行业深度报告》2012/09/06
- 3、《投资重启，估值修复——汽车行业 2012 年四季度策略报告》2012/09/06

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

唐楠

tangnan@cmschina.com.cn
S1090511080002

方小坚

fangxj1@cmschina.com.cn
S1090513030003

乘用车增速回落但保持在合理水平，重卡增速小幅回升，客车景气度依然较低。整体行业已经步出低谷，进入小幅复苏的阶段，产业链上下游的盈利逐渐恢复。预计 2 季度需求将季节性小幅下行，但不排除数据表现依然强势。整体行业估值较低，有业绩支撑，现金分红率较高，值得持有。维持对行业“推荐”的投资评级。

- **乘用车增速虽有回落，但刚需明显。**乘用车需求从 12 年 4 季度明显回升，并且需求持续强势。由于受到经济小幅复苏，高速公路节假日不收费，刚性需求回升等影响，乘用车已经连续旺销 6 个月。2 季度进入传统需求转淡季节，但是考虑到乘用车消费小高潮需求已经被再次触发，不排除出现淡季不淡的情况，低估值，有业绩支撑的公司值得持有。
- **重卡小幅回暖。**重卡 1-2 月数据低于预期，但 3 月份数据较明显回暖，主要是季节性因素，春季开工率提升所致。从目前情况看，由于去年基数低，加上开工率回升，4 月环比同比情况都会改善，基本上可以判断目前情况下的销售数据应在底部区域。国四标准能否如期在 7 月 1 号实施，仍需观察。
- **客车景气度小幅下滑。**客车受到政府采购影响，季节性因素明显，政府财政的宽松程度对公交车采购也有一定影响，加之春季禽流感爆发短期不利于大客车销售。中期来看，受益城镇化，但是目前相关投资并未落实到城镇化，对于客车销售带动不大。建议依然持有龙头优质公司。
- **零配件和经销商盈利缓慢恢复。**随着整车销售逐渐恢复，盈利开始向上下游传导，零配件和经销商的盈利能力逐渐恢复，优质企业进入触底回升阶段。乘用车经销商，细分行业具备竞争力，在排放标准升级有充分布局的零配件公司值得重点关注。
- **投资策略：维持行业推荐评级。**建议选择个细分行业的强势公司，推荐长安汽车、悦达投资、上汽集团、国机汽车。关注一汽轿车、一汽夏利整体上市方面的进展。同时我们认为，重卡行业在迎来底部之后，二季度反弹大概率事件，推荐福田汽车、庞大汽车、潍坊柴动力等。零部件方面推荐福耀玻璃、星宇股份。主要风险在于经济复苏乏力。

重点公司主要财务指标

	股价	12EPS	13EPS	14EPS	13PE	14PE	PB	评级
上汽集团	15.9	1.86	2.02	2.27	7.8	7	1.4	强烈推荐 A
悦达投资	14.4	1.76	1.76	2.1	8.2	6.8	2.5	审慎推荐 A
一汽富维	17.5	1.85	2.09	2.49	8.4	7	1.3	审慎推荐 A
一汽轿车	9.1	-0.47	0.4	0.52	22.7	17.4	1.8	审慎推荐 A
长安汽车	11.2	0.31	0.61	0.91	18.4	12.3	3.4	强烈推荐 A
江淮汽车	8.21	0.38	0.6	0.73	13.7	11.2	1.8	审慎推荐 A
宇通客车	28.8	2.2	2.41	2.92	11.9	9.9	2.8	强烈推荐 A
福耀玻璃	8.4	0.76	0.86	0.97	9.7	8.6	2.4	强烈推荐 A
威孚高科	33.9	1.31	1.57	1.93	21.6	17.6	3.1	强烈推荐 A
国机汽车	13.4	0.99	1.35	1.61	9.9	8.3	2.4	强烈推荐 A

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

投资要点	4
一、经济预期小幅回暖，拉动需求复苏	4
1、CPI 增速趋缓，轿车消费释放	4
2、高速公路节假日取消收费，拉动需求	5
3、村镇家庭收入增速较快，需求区域下移	5
4、公务车采购向自主倾斜	6
5、轿车销售小排量化趋势持续	7
6、日系车式微，自主崛起	8
二、重卡行业二季度将缓慢复苏	9
1、工程类重卡增速有望转正	10
2、运输企业盈利企稳，天然气重卡发展迅速	11
三、大力促进公共交通，客车销售保增长	12
1、城镇化、城市扩张改建确保客车增长	12
2、政府促进发展公共交通	12
3、客车一季度销量同比增速有所提升	13
四、经销商业绩逐渐阶段性触底	14
1、经销商数量增速趋缓	14
2、车市回暖，经营压力缓解	15
五、选取具备优势的零配件公司	16
六、投资建议与风险提示	17

图表目录

图 1: CPI 与销量对比	5
图 2: 农村家庭人均现金收支 (分季度)	6
图 3: 农村外出务工人员及农民工月均工资	6
图 4: 城镇家庭收支 (分季度)	6
图 5: 农村、城镇家庭收入及增速对比	6
图 6: 轿车分排量年度份额	8
图 7: 轿车 2012 年月度分排量份额	8
图 8: 轿车分国别年度份额	8
图 9: 轿车月度分国别份额	8
图 10: 广义重卡历年销量及增速	9
图 11: 广义重卡月度销量情况	9
图 12: 历年工程类重卡销量	10
图 13: 按月度工程类重卡销量	10
图 14: 全国房地产开发投资增速	10
图 15: 全国房地产开发企业本年到位资金增速	10
图 16: 全国固定资产投资增速累计同比	11
图 17: 历年物流类重卡销售情况	11
图 18: 重点物流企业收入和利润情况	11
图 19: 城市万人拥有公交车数量	12
图 20: 客车月度销量	13
图 21: 大客月度销量	13
图 22: 中客月度销量	14
图 23: 轻客月度销量	14
图 24: 主要上市公司季度营业利润率	16
图 25: 主要上市公司季度净利润率	16
图 26: 主要上市公司分季度收入情况	16
图 27: 主要上市公司分季度经营活动现金流	16
图 28: 零部件板块分季度收入增速	17
图 29: 零部件板块分季度毛利率	17
图 30: 汽车行业历史 PEBand	19
图 31: 汽车行业历史 PBBand	19
表 1: 节假日免收通行费统计	5
表 2: 公务车采购改革进程	7
表 3: 部分城市新购、更换公交车计划	13
表 4: 2011 年前 20 名经销商及规模	14
表 5: 盈利预测与估值比较	17
表 6: 国际估值对照表	18

投资要点

- 1、轿车需求从 12 年 8 月开始触底回升，受到节假日免收过路费，各大车企及经销商促销影响，乘用车购车潮重新启动，在经济预期小幅转好的大背景下，刚性需求开始显现。自主品牌受到三线及以下市、县需求提升带动，销量大幅反弹，经营逐渐走出低谷。
9 月份“钓鱼岛”事件爆发，日本车需求和产量骤降，进一步减少了供给，加上需求的不断增加，给其余车企带来利好，车企盈利进入快速上升通道，并逐渐向上下游延伸。
- 2、重卡随着预期升温，股价连续上涨，但真实需求并未完全体现，数据层面有温和好转，未见预期的大幅度向上拐点。判断经济只是小幅温和复苏，第二产业的持续低迷使得复苏力度有限，重卡下游需求并未见明显好转，重卡行业的增长依然需要依靠投资拉动，短期从销量上看，处在行业底部。
- 3、客车增长较为平稳，由于地方政府财政紧张，城镇化暂未见实质性实施步骤，加上春季 H7N9 爆发，客车需求有小幅减缓，预计客车行业平稳增长，龙头依然值得配置。
- 4、强势配件盈利进入反弹期，12 年强势配件企业平稳增长，13 年 1 季度排产较满，预计 13 年弹性更大，值得重点关注。
- 5、经销商业绩从 12 年 4 季度开始逐渐触底，由于促销行为依然在持续，且日系车的价格依然较低，汽车旺销并不能给经销商带来立刻的盈利增长。如果汽车销售回暖持续，经销商的盈利将逐渐小幅恢复，加上汽车信贷，融资租赁等金融工具的应用，将不断改善经销商的盈利能力，预计 13 年是经销商盈利逐渐回升的过程。

主题投资：

汽车业最近新闻不断：

PM2.5，涉及到尾气排放相关系统的产业化，促进柴油排放系统的升级；

中日争端事态，继续决定日系车的复苏进程；

上汽 DSG 事件，对大众汽车销售的影响有待观察，存在利好其余车系的可能；

城镇化和三、四线城市消费升级，自主轿车受益；

新能源汽车开始进入地方政府推动阶段，相关上游或逐渐有利润显现。

一汽轿车业绩出现较大改观。

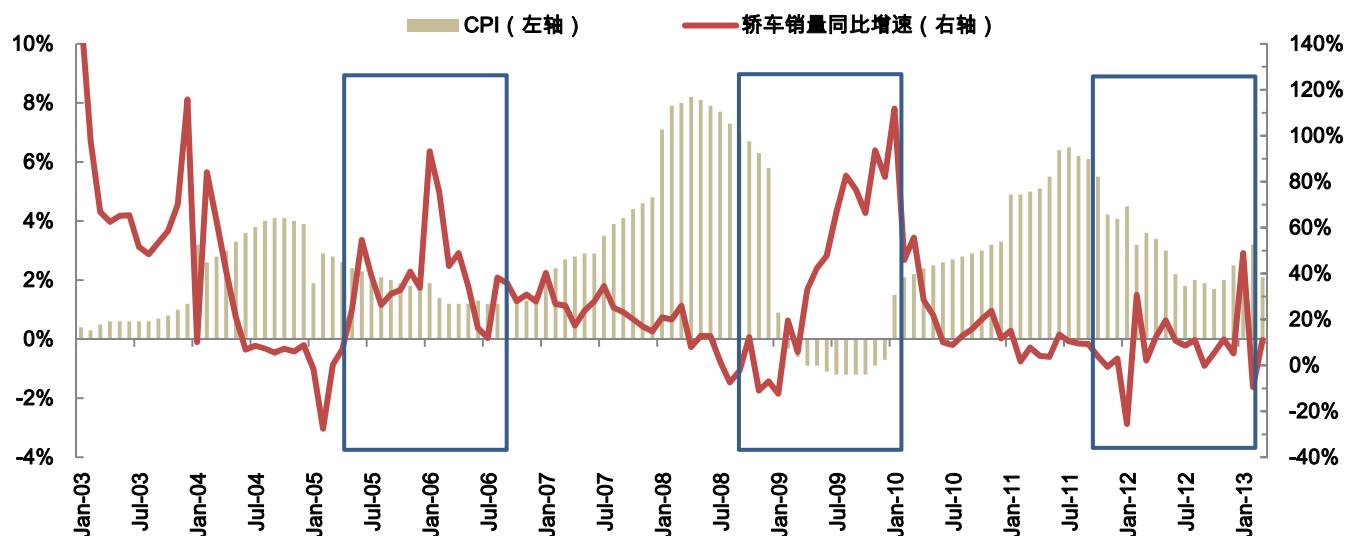
一、经济预期小幅回暖，拉动需求复苏

1、CPI 增速趋缓，轿车消费释放

CPI 增速从 12 年 6 月下滑到 3% 以下，汽车消费开始具备企稳回升的条件。基于对未来经济的预期转暖，加上轿车降价促销力度加大，轿车消费开始回暖。

同时：日本车受到“钓鱼岛”事件的打击，销售和生产 9 月份开始处于不正常的状态，市场份额急剧下滑，其余车系分享了日系车空出的市场，并享受了行业复苏，使得其余车企的销量和盈利快速增长，车市进入小阳春。

图1: CPI与销量对比



源：国家统计局、招商证券

资料来

2、高速公路节假日取消收费，拉动需求

国务院 12 年 8 月 2 日宣布春节、清明、劳动节、国庆节四大节日高速免费通行，对乘用车销售起到进一步推动作用。

我国的高速公路收费较高，根据非官方数据，基本的水平在省内：0.5 元/公里，跨省略高，但原则上不高于 1 元/公里。节假日免收费后，对价格较为敏感的乘用车消费者将趋向于购买车辆便于节假日出游。

表 1: 节假日免收通行费统计

2012.8.2	《国务院关于批转交通运输部等部门重大节假日免收小型客车通行费实施方案的通知》	春节、清明节、劳动节、国庆节四个重大节假日高速免费通行
2012.10.4	交通部	七座及以下小型客车不再采取发卡措施，各收费站对免费车辆应抬杆放行
2012 年中秋国庆长假	免收通行费：65.4 亿	
2013 年春节	免收通行费：39.3 亿	

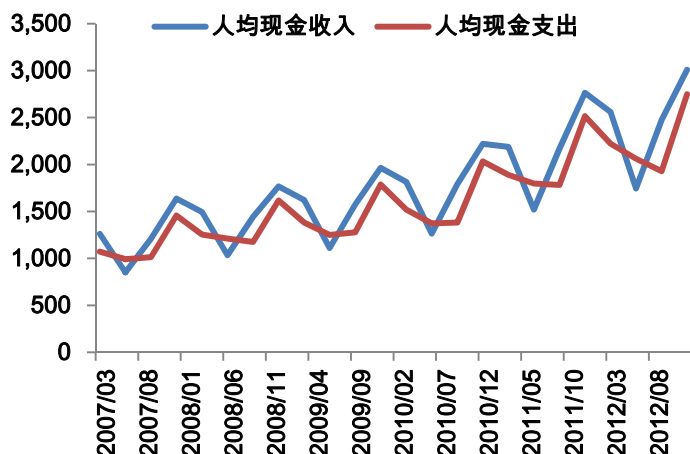
资料来源：交通部网站、招商证券

3、村镇家庭收入增速较快，需求区域下移

农村家庭月均现金收入在 2012 年 12 月超过 3000 元，收入增速从 2010 年底开始大幅度超过城镇家庭，外出务工人员从 2009 年开始增速也开始提升，2012 年底达到了 2290 元，增速和基数的提升带动了消费需求增长。

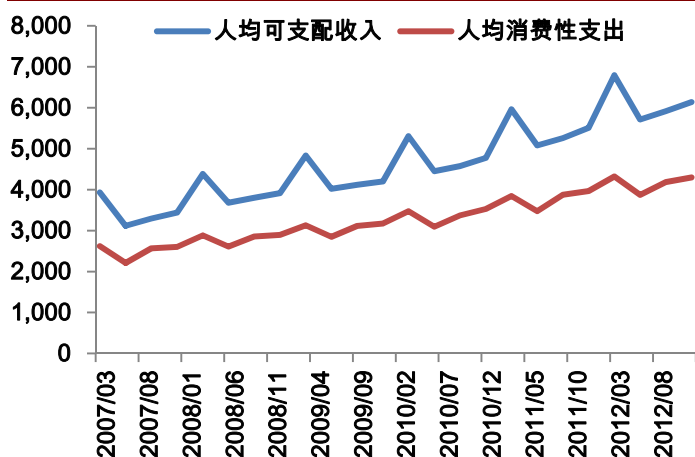
农村家庭的可支配收入和消费性支出同时快速增加，其收入基数的快速增长使其潜在对耐用消费品的消费能力开始提升，加上汽车信贷业务的蓬勃发展，农村及乡镇的汽车消费开始蔓延。

图2: 农村家庭人均现金收支 (分季度)



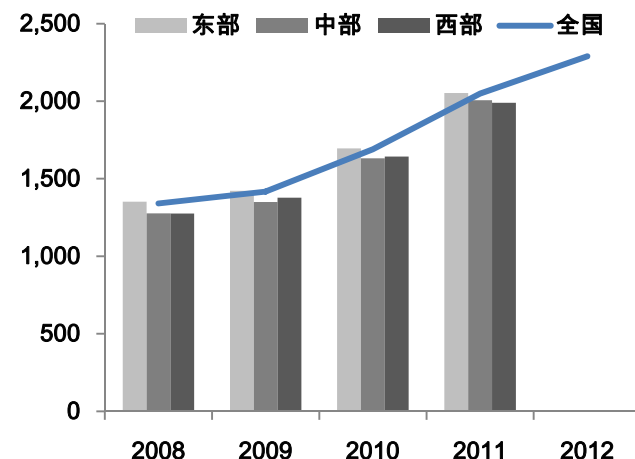
资料来源: Wind、招商证券

图4: 城镇家庭收支 (分季度)



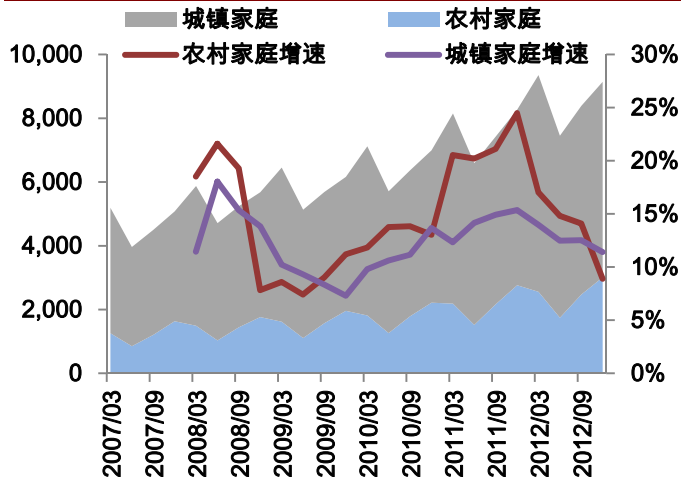
资料来源: Wind、招商证券

图3: 农村外出务工人员及农民工月均工资



资料来源: Wind、招商证券

图5: 农村、城镇家庭收入及增速对比



资料来源: Wind、招商证券

4、公务用车采购向自主倾斜

自从2011年底工信部发布公务用车采购“双18”标准后，自主品牌开始进入公务用车采购的进程迈进了一大步，12年至13年初，从中央到地方的政策和执行细则不断出台，为自主品牌规划化进入政府采购体系铺路。

2012年12月的“八项规定，六项禁令”后，公务用车采购自主化迅速向地方政府推广，各地出台了自主品牌公务用车采购细则，自主品牌终于获得实质利好，由政府喊口号环节进入了真正的执行环节。

广汽传祺相继成为多个省区市的党政机关及企事业单位用车，“红旗牌”轿车也获得了中央和省部委及单位的订单。上汽在上海2013车展上推出了“上海牌”燃料电池轿车，荣威也相继获得政府采购的订单。整体而言自主品牌能够通过政府采购获得稳定的订单来源，同时对于品牌提升，以及自主品牌提升自身技术水平有极大的促进作用。自主品牌在政府车采购方面正逐渐获得成长活力。

表 2: 公务车采购改革进程

日期	主体	主要内容
2012 年 2 月	工信部	党政机关公务车采购目录, 轿车、多功能乘用车、越野车、新能源车四种车型, 全部为自主品牌。
2012 年 6 月	公务车采购大单频现	5 个项目, 总金额 1.97 亿元, 主要中标机构: 上海汽车集团股份、上海上汽大众销售公司、北京东风南方汽车、北京奥德行丰田汽车销售公司、北京三江金客汽车、郑州宇通客车
2012 年 12 月	中共中央政治局会议	“八项规定”“六项禁令”, 此后各省相继出台公务用车执行规定和实施细则, 多个省级党委政府出台文件规定: 领导人换乘公务用车, 需选择国产自主品牌汽车。
2013 年 1 月	国务院机关事务管理局	“中央国家机关公务用车管理工作培训会”, 100 个中央部委单位主管领导及长安、一汽、上汽、江淮等自主品牌车企代表参加会议。
2013 年 2 月	广汽传祺公务车采购破冰	相继成为广东、广西、福建、浙江、四川、重庆、陕西等多个省区市的党政机关或企事业单位公务用车, 传祺 GA5 和传祺 GS5 还双双入选公安部的警车采购目录, 并在广东和四川的公安系统拿下数量可观的警车订单。
2013 年 3 月	消息人士称	公务车采购目录的修订版将于今年“两会”后正式出台, 上汽、一汽、广汽、奇瑞等自主品牌企业将迎来重大利好。目前, 各家自主品牌企业正酝酿重大举措迎接“新公车时代”的来临。

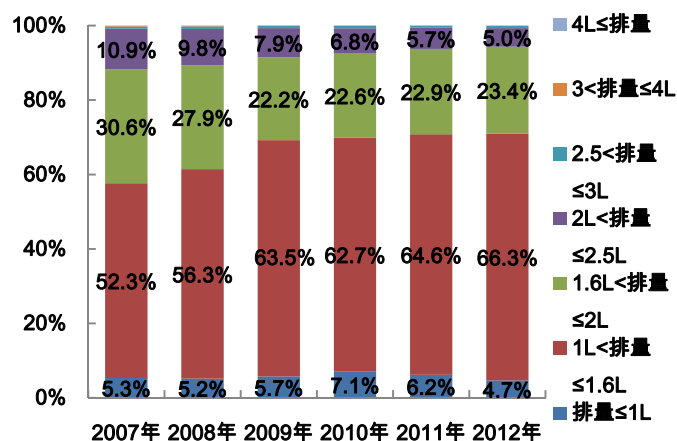
资料来源: 中国政府采购供应网、招商证券

5、轿车销售小排量化趋势持续

从轿车销售结构来看, 1-1.6L 的小排量轿车占比除了 2010 年有小幅下滑外, 2007 年至今的 5 年间均保持增长趋势, 从 2007 年 52.3% 增长到 2012 年的 66.3%。除了国家持续倡导小排量轿车的消费外, 连续增长的油费, 停车费等汽车使用成本上升, 以及汽车消费区域持续下移, 都使得小排量轿车的市场持续提升。

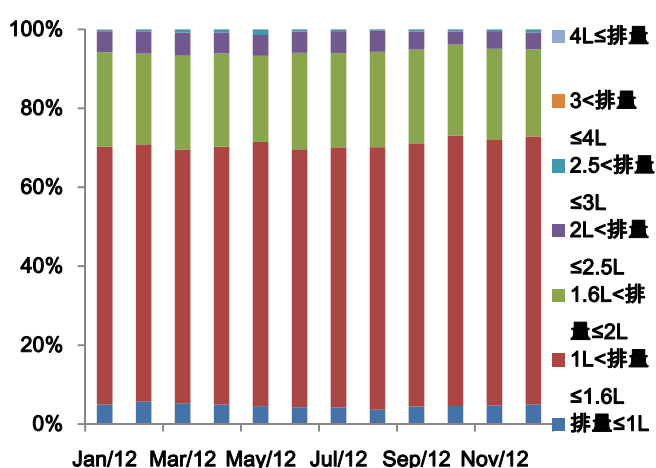
前面已经论证过, 未来销量增速较快的区域, 以及汽车消费需求增长较快的区域基本都位于三线及以下城镇及乡村, 这类目标群体对于价格敏感度较高, 因此对于小排量车和中低端车的需求将持续旺盛, 预计 1-1.6L 的车型占比将继续增加。

图6: 轿车分排量年度份额



资料来源: CAAM、招商证券

图7: 轿车2012年月度分排量份额



资料来源: CAAM、招商证券

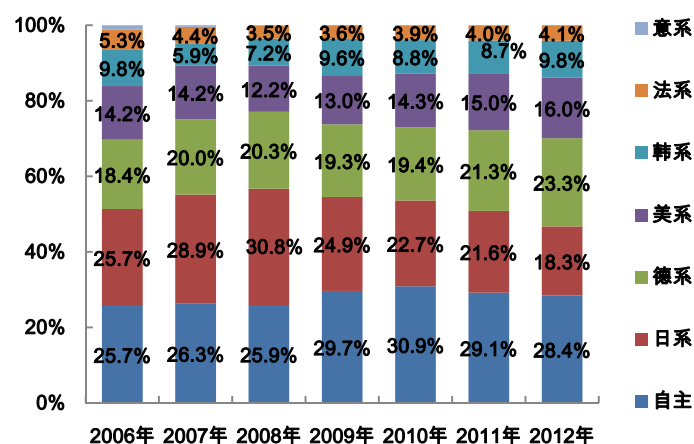
6、日系车式微，自主崛起

由于受到“钓鱼岛”事件的打击，本来就不断受到挤压的日系车在华市场份额迅速缩水，12年10月达到了近几年的历史低位9%的市场份额，虽然目前来看恢复的速度还算快，但是依然无法有效恢复到之前的水平。

而自主品牌则从12年9月的30%迅速持续提升其市占率，到12月已经达到了35%。由于消费区域下移，消费排量下移，对于自主品牌持续带来利好，加上自主品牌在11-12年上半年的过冬期持续改良其渠道、服务管理、产品质量等硬件条件，使得自主品牌在口碑上也有一个持续的回暖。此时再乘上政府采购的政策春分，预计自主品牌的发展良机将持续。

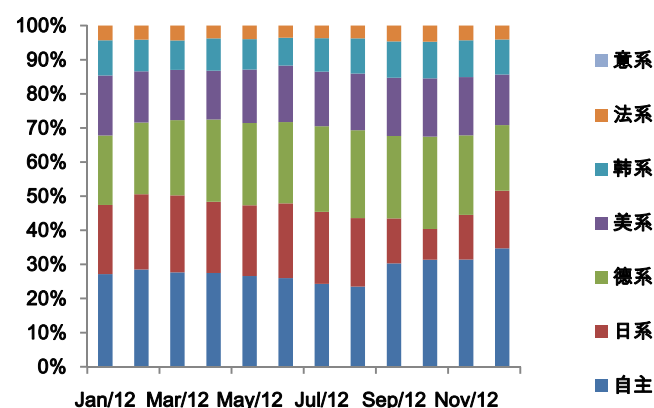
虽然轿车消费回暖，但是10%-15%的增量水平不足以支撑所有车系全面旺销，除了大众之外的欧系车表现堪忧，日本车如果不持续其降价措施，则其市场份额依然无法有效恢复。中期来看，受益的依然是：大众、福特、现代、起亚、自主这几个车系。

图8: 轿车分国别年度份额



资料来源: CAAM、招商证券

图9: 轿车月度分国别份额



资料来源: CAAM、招商证券

二、重卡行业二季度将缓慢复苏

今年 1-3 月份重卡销售 16.9 万辆，同比下滑 17.0%，其中 1-2 月份累计下滑 28.8%，3 月份销量降幅收窄，单月下滑 1.1%。Q1 重卡销售不达预期原因在于：

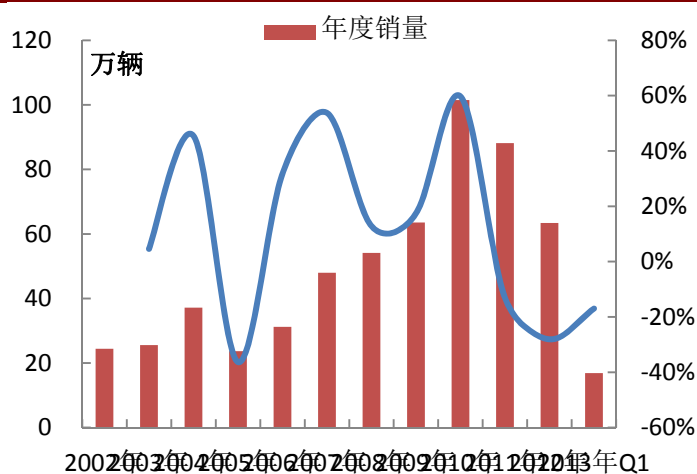
- 1、去年同期重卡销售基数较高。去年 Q1 经销商普遍对 Q2 有良好预期，加大库存以备传统旺季到来。而今年 Q1 经销商普遍比较谨慎，并没有出现往年 1 季度加库存现象。
- 2、两会召开、政府换届导致重大固定资产投资项目延迟开工。

在整体经济呈弱复苏环境下，重卡行业需求难以有爆发性增长，但是基于以下 4 条原因，我们认为 Q2 厂商重卡销量可能转正，呈缓慢恢复之势：

- 1、去年 Q1 基数较高，而 Q2 基数较低，今年 Q1 终端库存处于低水平，有利于 Q2 传统旺季重卡销量的恢复。
- 2、延迟的固定资产投资项目将在 Q2 启动，2013 年政府换届结束，地方政策趋于稳定，有利于投资冲动的释放。此外，2013 年是十二五规划的第三年，其投资的开工速度和完工进度都将较前两年有所加快，利好工程类重卡的销售。
- 3、天然气重卡快速发展，利好物流类重卡整体销量恢复。2010 年天然气重卡行业销量在万台左右，去年销售已经快速攀升 2 万多台。天然气重卡用途主要为物流牵引车，销量占物流类重卡比重已超 10%。
- 4、灾区救援和重建会大量刺激重卡需求。抗震救灾物资需要大量货运车辆进行运输；而短期内灾区道路、桥梁和电站等公共设施的重建，以及对堰塞湖的疏导，也会新增大量工程车的需求。

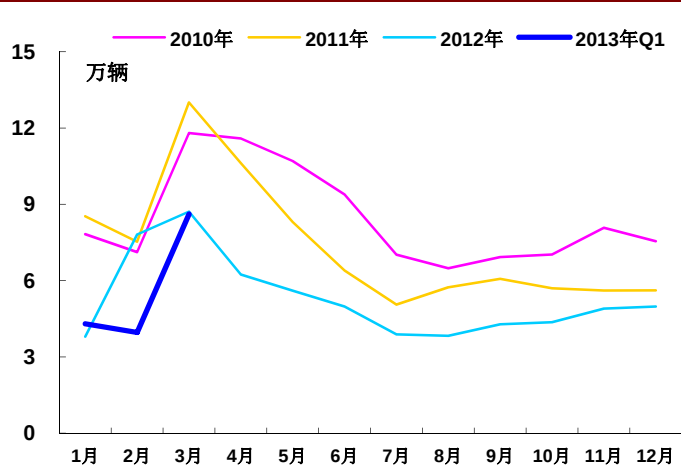
目前市场上对国四标准能否按预定时间实施十分关注，这涉及到企业、社会和多部委之间的角力。在新标准下重卡价格将会上升，会促使消费者提前购买。不过排放标准的升级将会带来购置成本和使用成本的上升，这将给后续重卡市场带来进一步打击。结合目前情况来看，离新标准出台只有不到两个月时间，我们对其在 7 月 1 号全面实施持保留态度，不排除在部分试点地区实施的可能性。

图10：广义重卡历年销量及增速



资料来源：CAAM，招商证券

图11：广义重卡月度销量情况

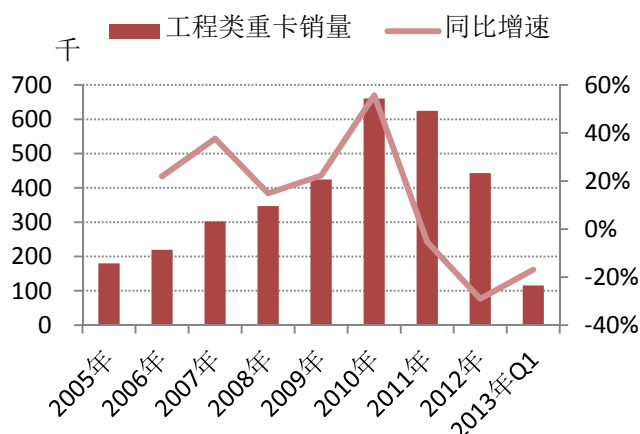


资料来源：CAAM，招商证券

1、工程类重卡增速有望转正

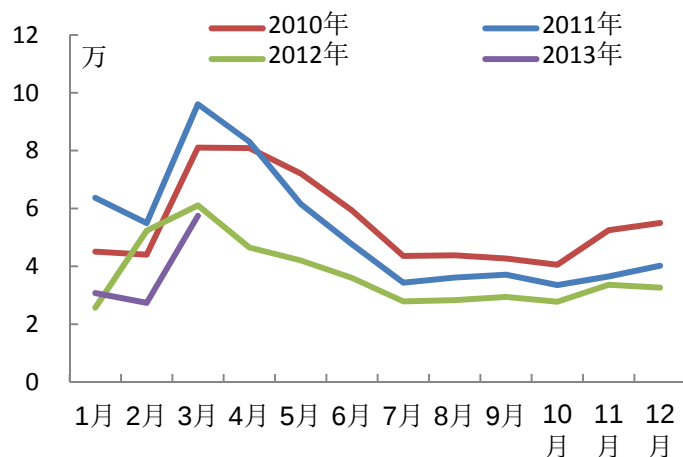
工程类重卡销量于 2010 年达到顶点，2011 年同比下滑 5.4%，2012 年同比下滑 29.1%，2013 年 Q1 销量同比下滑 17%，其中 3 月份降幅收窄到 6%。工程类重卡需求与固定资产投资高度相关，房地产开发、交运仓储、水利建设和采矿业等行业是与重卡应用最相关的行业，以上行业中房地产开发投资占比最高，超过一半比例。

图12：历年工程类重卡销量



资料来源：CAAM，招商证券

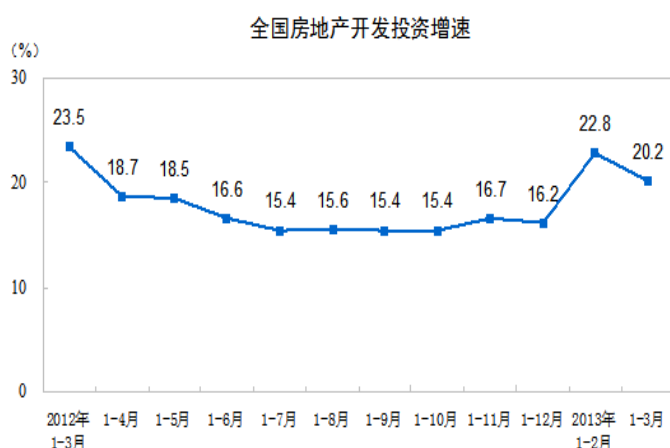
图13：按月度工程类重卡销量



资料来源：WIND 资讯，招商证券

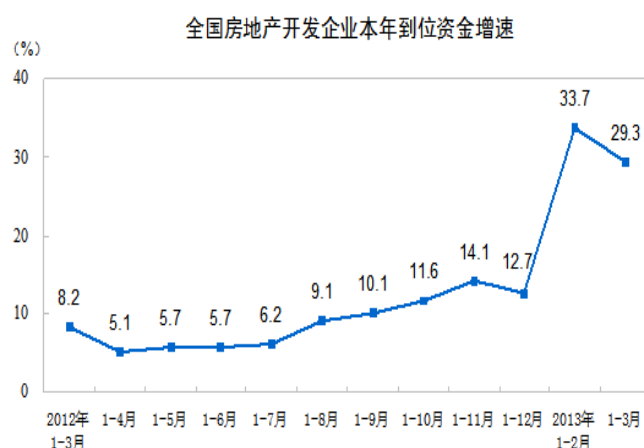
受严厉的房地产投资调控影响，房地产投资增速自 2011 年下半年开始持续下滑，至 2012 年三季度开始企稳呈筑底态势。2013 年 1-3 月，全国房地产开发投资同比名义增长 20.2%（扣除价格因素实际增长 19.9%），房地产开发企业房屋施工面积同比增长 17.0%，增速比 1-2 月份提高 1.7 个百分点。在“国五”条地方细则正式出台且严格执行前，房地产企业拿地节奏、开工意愿大幅增强。

图14：全国房地产开发投资增速



资料来源：CAAM，招商证券

图15：全国房地产开发企业本年到位资金增速

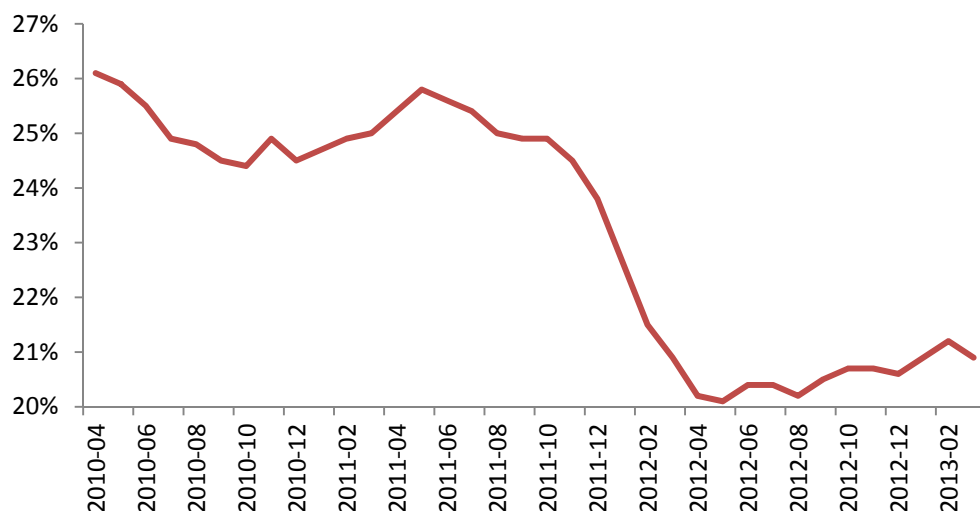


资料来源：WIND 资讯，招商证券

我们认为由于重卡是生产资料品，用户在行业不景气时对投资收益率预期较为谨慎，这对重卡的更换需求和新购需求都有不利影响，所以重卡销量复苏将会滞后于固定资产投资增速的回升。而社会固定资产投资增速在去年中期已经企稳，目前有小幅回升趋势，随着重卡降幅

不断收窄，我们认为需求也在呈缓慢复苏态势。

图16: 全国固定资产投资增速累计同比



资料来源：国家统计局、招商证券

2、运输企业盈利企稳，天然气重卡发展迅速

物流类重卡销量 2010 年同比增长 67.8%，2011 年同比下降 27.5%，2012 年同比继续下降 25.8%，2013 年 Q1 销量同比下滑 17.1%，物流类重卡用户盈利能力是影响物流类重卡需求最关键因素。货运价格指数、油价和人工费用对物流企业利润影响较大。我们观察到物流企业盈利增速和收入增速从 2010 年下半年开始经历快速下滑的过程，目前均已经企稳，当前油价上涨动力不足、人工成本上涨趋缓利于物流类重卡的缓慢恢复。

同时，天然气重卡的快速发展也有利于物流类重卡销售恢复。过去两年 LNG 重卡因其显著的运营成本优势而获得快速发展，2012 年销量达 2 万台，同比增长超过 100%。LNG 重卡比普通重卡要贵 10-15 万元，但运营成本约便宜 50%，综合成本低而获得用户青睐。因为气源限制的因素，新疆、山西、陕西等气源大省天然气重卡发展较快，未来影响天然气重卡发展的主要因素就是 LNG 加气站的建设进程。我们认为随着 LNG 加气站的广泛铺开，LNG 重卡发展将保持良好势头。

图17: 历年物流类重卡销售情况

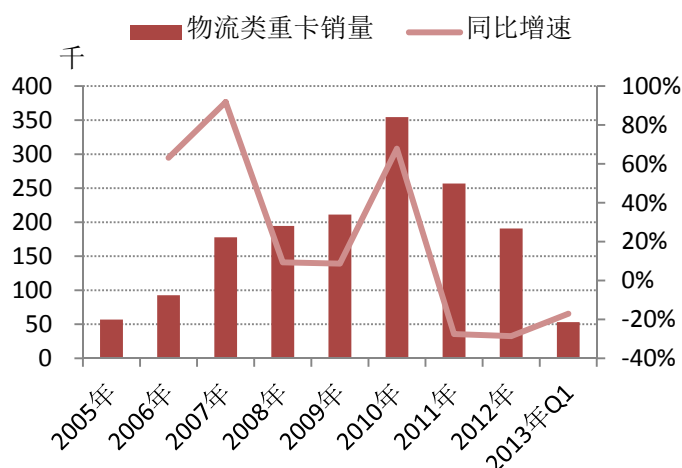
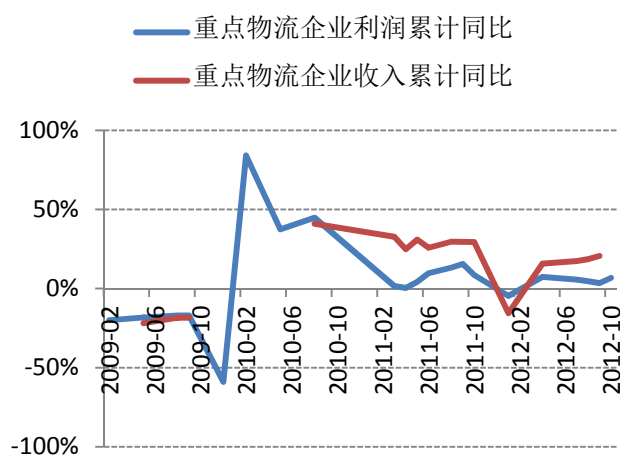


图18: 重点物流企业收入和利润情况



资料来源：CAAM，招商证券

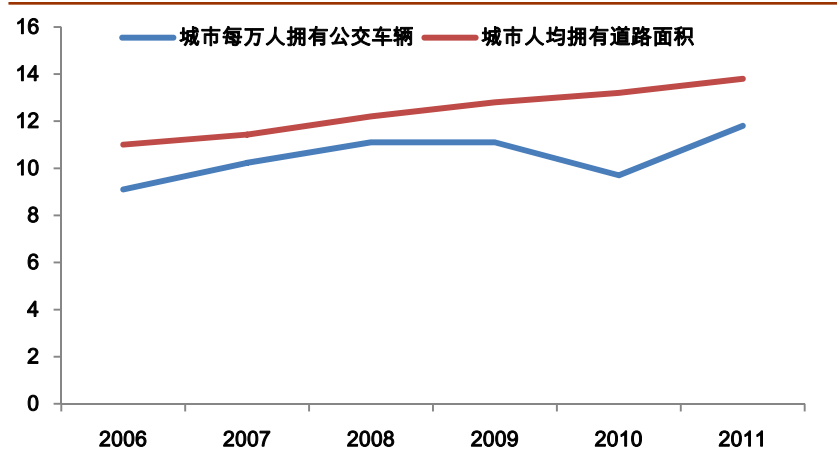
资料来源：WIND 资讯，招商证券

三、大力促进公共交通，客车销售保增长

1、城镇化、城市扩张改建确保客车增长

从我国 2011 年的数据看，全国每万人拥有公交车数量 11.8 台，已经达到 2002 年公安部、建设部规定的文明城市 A 类测评标准。而 300 万以上的城市需要的万人公交车辆要达到 15 辆才算达标。从城市人均拥有道路面积来看，一直呈现增长的势头，也就是我国的城镇化建设，城市扩张及改建一直保持着一定的速度，确保了我国的客车每年能够保持一定的增长水平，且该增长是可以持续的。

图19：城市万人拥有公交车数量



资料来源：WIND、招商证券

2、政府促进发展公共交通

2013 年 1 月国务院办公厅下发了《关于城市优先发展公共交通的指导意见》，其中量化指标为：大城市要基本实现中心城区公共交通站点 500 米全覆盖，公共交通占机动化出行比例达到 60%左右。第二条实质性政策包括：免征城市公共交通企业新购置公共汽（电）车的购置税”，即减少公交车车价的 10%采购成本。这两条具备实质性刺激的指导意见将从中期带动公交车的销量增长。

中央对于公共交通的指导型意见，促使各地政府相继出台具体细则，其中北京新购和更换公交车的合计数量达到 2012 年的 4 倍。按照计划，各地的公交车采购增速都不低。如果各地能够按计划完成，预计 13 年将是公交车采购的大年。

从公交车采购的方向性来看，北京新增的 3100 量公交全部为 LNG 空调车，各地新采购的订单中节能型公交车占到总采购订单的一半以上。预计 13 年节能型公交车的订单将大幅增长。

表 3: 部分城市新购、更换公交车计划

城市	新购	更换
北京	3100	839
昆明	400	
长春	200	372
吉林市	300	
沈阳	1000	
大连	713	
哈尔滨	600	
福建	1500	
南京	1000	
成都	900	
合肥	600	
郑州	500	

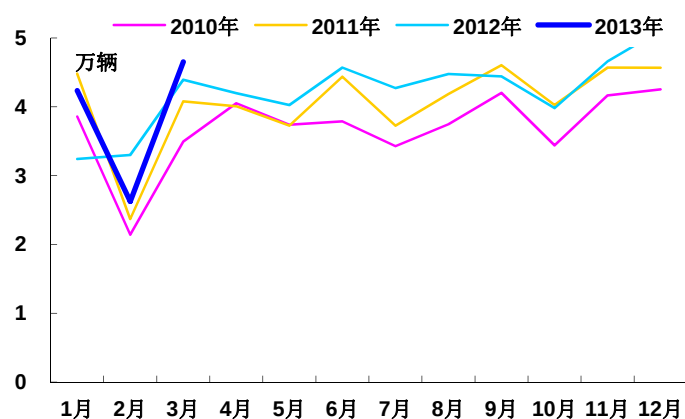
资料来源: 地方政府网站、地方报纸、招商证券

3、客车一季度销量同比增速有所提升

客车 13 年一季度同比增速 5.3%，增速比 12 年同期有较大幅度增长，其中大客和轻客增速提升，中客下滑。以旅游、团体、公交为主流市场的大客销量基本符合预期，作为短驳主力的中型客车市场下滑较为明显，类 MPV 的轻型客车增速较快。

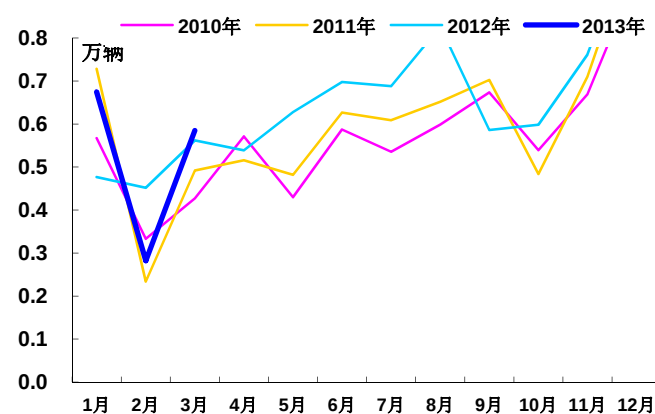
预计 2013 年的市场增长依然依赖政府采购为主的公交车、新增的校车、快速扩张的出口市场，以及类 MPV 的轻客市场。旅游大巴预计将小幅受到 H7N9 的影响，高速公路节假日免费对于个人购车旅游有带动作用，同时对团体旅游有一定的抑制。预计以大客、轻客为主要盈利的公司将受益。

图20: 客车月度销量



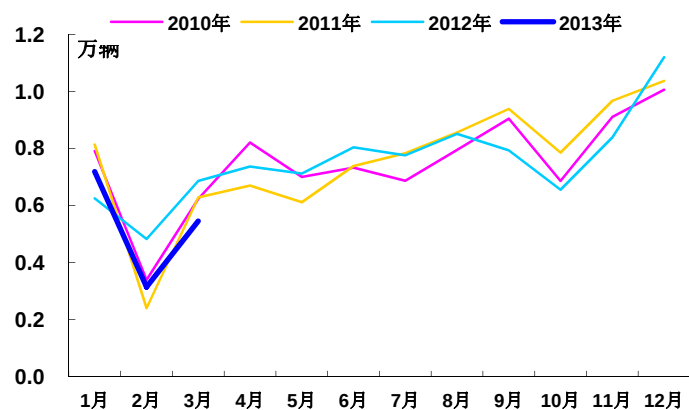
资料来源: CAAM、招商证券

图21: 大客月度销量



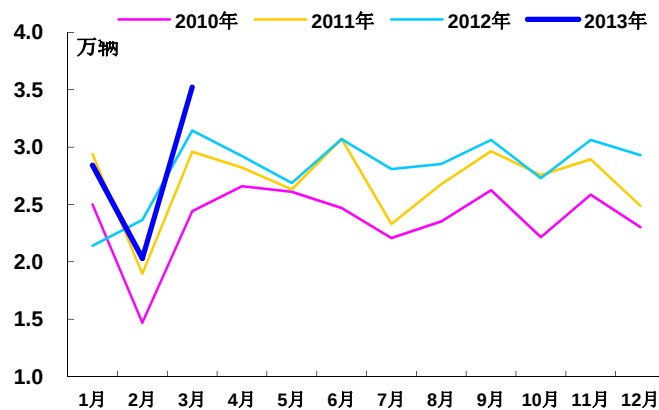
资料来源: CAAM、招商证券

图22: 中客月度销量



资料来源: CAAM、招商证券

图23: 轻客月度销量



资料来源: CAAM、招商证券

四、经销商业绩逐渐阶段性触底

1、经销商数量增速趋缓

根据优赛思的报告: 2012 年中国汽车经销商特许经营网络的数量增长了 17%, 达到 21139 个, 相较于 2011 年 28% 的增速有明显趋缓,

2012 年, 一线城市特许经销商数仅为个位数的增长率, 而二、三级市场的特许经销商数量却以惊人的速度增长, 与去年同期相比增长 131%, 而在一线城市, 由于特许经销商数量的饱和而限制了增长。

据报告显示, 单店销量(每年平均每个特许经销商售出的车辆数)从 2011 年的 990 辆, 到 2012 年下降 9% 到 901 辆。

由于我国的乘用车市场依然保持着 10-15% 的年增长, 在全球范围内增速依然保持领先, 因此我国的经销商数量依然会有所增加, 预期的经销商洗牌并未到来。目前的洗牌只是从单个经营者手中向经销商集团集中, 经销商集团依然在继续扩大其规模和势力范围。

借鉴欧洲饱和市场的经验, 欧洲车市连续 6 年下滑, 意大利的汽车经销商从 2002 年开始呈现下滑趋势, 预计 15 年间经销商数量将只有原先的一半。而美国市场的经销商则经历了长达十余年的持续减少。与之相对的, 俄罗斯市场的汽车经销商数量 2012 年增速达到 5%。

汽车经销商数量在销量持续增长的市场呈现上升势头, 但是一旦目标市场出现零增长甚至萎缩, 汽车经销商的洗牌将开始。我国排名前 25 的汽车经销商集团新车销售占比已达到 25%, 远高于美国的 14%。证明我国汽车经销商集团的整体实力在持续增强, 抗风险能力也在增强。未来洗牌的重点依然落在个体经销商和实力较弱的经销商集团上。

表 4: 2011 年前 20 名经销商及规模

公司	收入(亿)	销量(万)
广汇汽车	640.9	41.2
庞大汽贸	554.6	43
国机汽车	508.2	
利星行	473.9	8.1
中升控股	419	16

物产元通	285.6	18.5
正通汽车	244	6
广物汽贸	240	22.7
上海永达	226.2	6.1
浩物机电	195.4	6.4
惠通嘉华	152.2	3.4
恒信德龙	142.8	6.8
上汽销售	126	41.2
北京祥龙	124.5	4.2
长久实业	124.1	7.9
东创建国	123.3	1.2
宝信汽车	120.1	2.9
山东远通	112.7	10.1
万帮金之星	106.7	3.9
润东汽车	105	3.9
内蒙古利丰	103	4.6

资料来源：汽车流通协会、招商证券

2、车市回暖，经营压力缓解

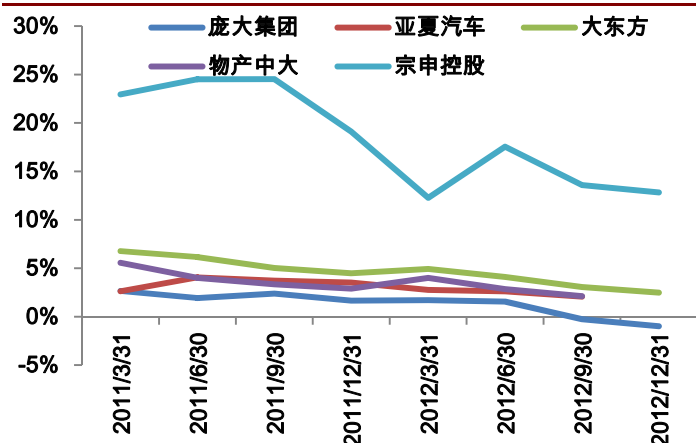
经销商的销售利润从 2011 年开始逐步往下，主要是汽车市场不景气，降价促销，经销商数量过多所致。整体来看新车销售盈利能力呈现直线向下的趋势，至 2013 年 1 季度部分企业的新车销售盈利有止跌企稳的趋势，若车市持续回暖，则经销商的新车销售盈利有望小幅回升。

从主要上市公司情况来看，营业利润及净利润率几乎直线下行，12 年个季度同比 11 年个季度的收入水平也有所下降，证明整车销售的单车价格在直线下压。一方面由于车型结构下移，小排量及经济型车的销售占比提升；另一方面为了增加市占率，整车企业和经销商都采取了大量的促销手段，导致价格和盈利下滑。

经营活动的净现金流来看，12 年 4 季度有触底反弹的趋势，由于车市回暖，各经销商的现金流情况有比较明显的好转，压库现象也有所缓解，对于经销商的盈利有提振作用。

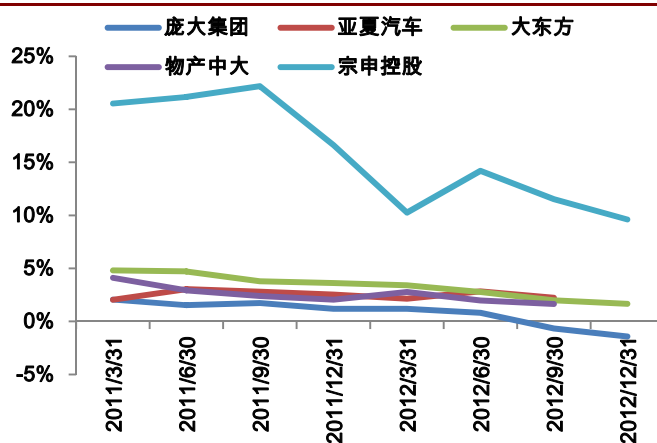
13 年 1 季度部分经销商的业绩出现触底，甚至小部分经销商出现了同比小幅增长的状态，但大多数经销商依然要等待 2 季度持续的车市回暖保证业绩回升。如果车市持续回暖，则 1 季度可能是部分经销商的业绩底部，2 季度同比将出现反弹的迹象。

图24: 主要上市公司季度营业利润率



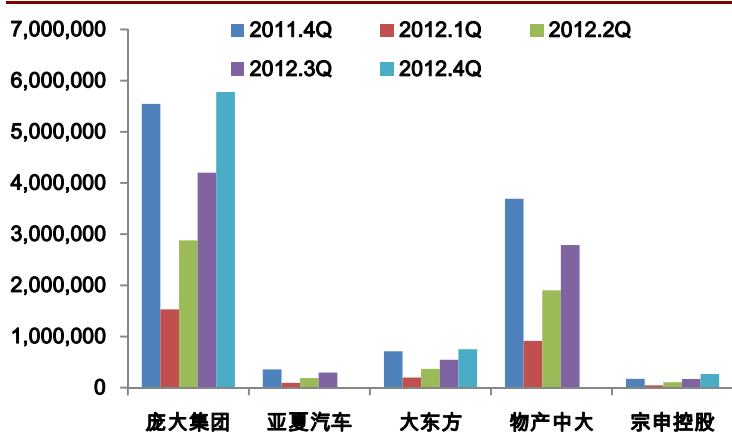
资料来源: WIND、招商证券

图25: 主要上市公司季度净利润率



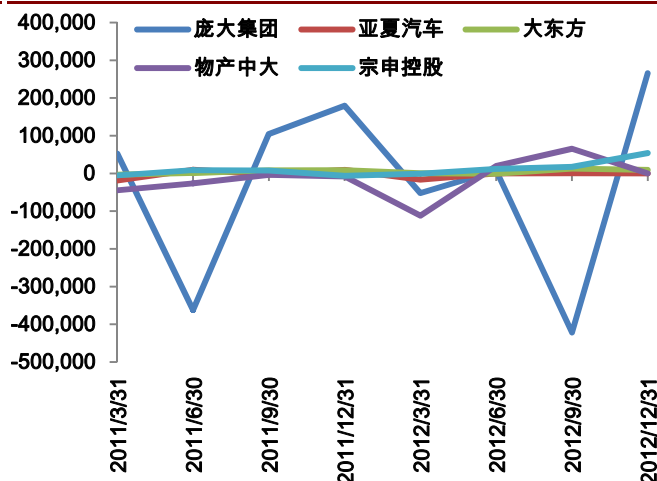
资料来源: WIND、招商证券

图26: 主要上市公司分季度收入情况



资料来源: WIND、招商证券

图27: 主要上市公司分季度经营活动现金流

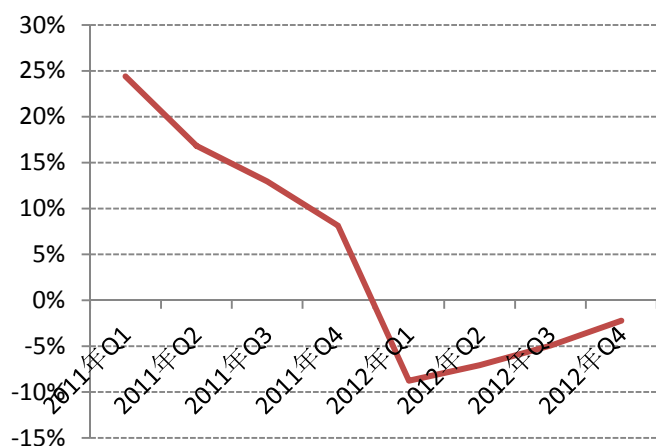


资料来源: WIND、招商证券

五、选取具备优势的零配件公司

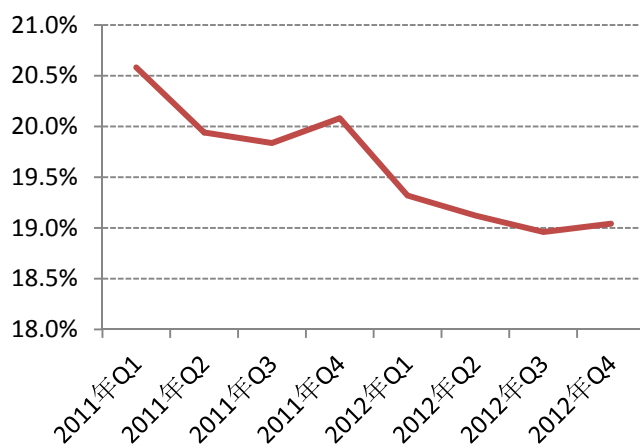
零部件企业作为主机厂的供应商,由于主机厂排产计划在前且供应链调整需要时间,所以零部件景气周期较主机厂滞后一段时间。由于去年4季度乘用车销售景气度回升,拉动零部件行业景气回升。从已公布年报零部件上市公司来看,去年Q4收入增速还未转正,预计Q1收入增速将恢复到正增长水平,毛利率延续回升趋势。

图28: 零部件板块分季度收入增速



资料来源: WIND 资讯, 招商证券

图29: 零部件板块分季度毛利率



资料来源: WIND 资讯, 招商证券

一般零部件企业售后市场较小, 主要为主机厂配套, 跟随主机厂发展而发展在产业链上议价能力偏弱。其配套的客户群体和同步开发能力对其长期成长至关重要。优良的配套客户可减少在企业不利环境下的风险暴露, 而同步开发能力关乎到企业新订单获取和持续成长性。从这个意义上来看, 星宇股份、精锻科技、均胜电子值得持续关注。我们认为上述企业仍然在快速拓展下游客户, 客户结构优良, 这类企业能够持续实现超越行业的增长水平, 具备的较好投资价值。

六、投资建议与风险提示

总体而言, 汽车行业盈利正在逐渐恢复, 估值较低, 具备配置价值。

乘用车板块: 推荐估值较低的行业龙头上汽集团; 推荐韩系车整车企业悦达投资; 推荐美系车快速扩张市场份额的长安汽车。一汽集团整体上市虽无法证伪, 但一汽轿车因日元贬值带来业绩上的改善上半年值得配置。

重卡板块: 推荐业绩弹性大, 1 季度销量正增长的潍柴动力; 推荐受益排放标准升级的 威孚高科; 推荐具备业绩弹性的中国重汽。

零配件板块: 推荐业绩稳定增长的行业龙头福耀玻璃; 推荐业绩稳定增长的自主品牌星宇股份。

经销商板块: 推荐进口车龙头国机汽车、庞大集团。

风险提示: 2 季度开始进入行业传统淡季, 价格战升级。

表 5: 盈利预测与估值比较

类别	股价	11EPS	12EPS	13EPS	12PE	13PE	PB	评级
乘用车	一汽轿车	9.8	0.13	-0.47	0.40	-	2.1	审慎推荐 A
	上汽集团	15.7	1.83	1.86	2.05	8.5	1.4	强烈推荐 A
	长安汽车	11.2	0.20	0.31	0.61	36.0	3.4	强烈推荐 A
	长城汽车	34.0	1.13	1.87	2.22	18.2	4.8	审慎推荐 A
	悦达投资	14.4	1.45	1.76	2.10	8.2	2.5	审慎推荐 A
	一汽夏利	4.4	0.07	0.11	0.06	39.7	1.9	审慎推荐 A

商用车	宇通客车	28.8	2.27	2.20	2.41	13.1	12.0	2.8	强烈推荐 A
	江铃汽车	16.9	2.17	1.76	1.95	9.6	8.6	1.8	审慎推荐 A
	中国重汽	11.5	0.86	0.11	0.30	104.3	38.2	1.3	审慎推荐 A
	福田汽车	6.7	0.55	0.56	0.67	11.9	9.9	1.3	审慎推荐 A
	江淮汽车	8.5	0.48	0.38	0.60	22.5	14.2	1.8	审慎推荐 A
	潍柴动力	24.0	3.36	1.50	1.97	16.0	12.2	1.9	审慎推荐 A
零部件	一汽富维	17.5	2.02	1.81	2.09	9.7	8.4	1.3	审慎推荐 A
	福耀玻璃	8.4	0.76	0.76	0.86	11.1	9.8	2.4	强烈推荐 A
	威孚高科	39.0	2.12	1.31	1.57	29.1	24.8	3.1	审慎推荐 A
	华域汽车	9.4	1.16	1.20	1.28	7.8	7.3	1.3	审慎推荐 A
	精锻科技	14.4	0.78	0.75	0.86	19.2	16.7	2.2	审慎推荐 A
	星宇股份	11.2	0.71	0.78	0.94	14.3	11.9	1.5	强烈推荐 A
	均胜电子	9.5	0.39	0.39	0.53	24.2	17.8	10.6	审慎推荐 A
汽贸服务	中鼎股份	13.1	0.50	0.86	0.84	15.3	15.6	4.1	审慎推荐 A
	国机汽车	13.4	0.88	0.99	1.35	13.6	9.9	2.5	强烈推荐 A
	亚夏汽车	8.3	1.03	0.44	0.62	19.0	13.5	1.7	审慎推荐 A
新能源	比亚迪	23.9	0.59	0.03	0.43	797.0	55.6	2.7	审慎推荐 A
	骆驼股份	12.1	0.76	0.57	0.59	21.2	20.5	3.3	审慎推荐 A
	南都电源	15.0	0.24	0.42	0.51	35.7	29.4	1.7	审慎推荐 A

资料来源: WIND 资讯、招商证券

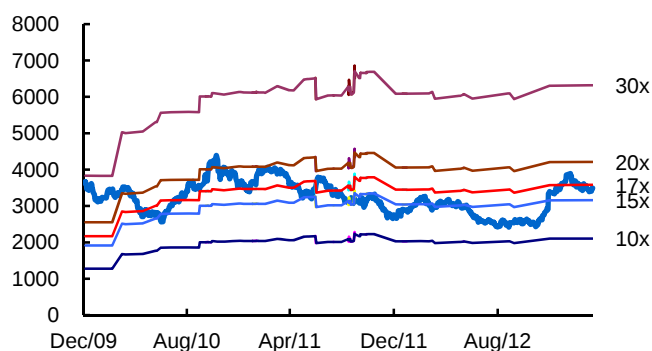
表 6: 国际估值对照表

	名称	滚动 PE	PE12	PE13	PB	市值	营收	ROE	净利 润率%	月市值 变动%	Operating ROIC%
中国	东风	8.6	8.0	7.5	1.5	12695.5	19658.3	18.1	7.3	9.2	16.0
	吉利	11.4	10.3	8.7	2.0	4112.9	3903.2	18.2	8.3	-2.5	15.7
	长城	14.7	12.5	10.8	3.9	15628.5	6587.6	29.8	13.7	23.1	28.1
	华晨	16.5	12.6	10.5	3.8	6162.4	937.6	27.1	38.9	-6.8	-1.1
	潍柴动力	14.8	12.2	10.4	1.8	7386.4	7604.0	12.5	6.2	8.3	7.7
	中国重汽	76.4	18.3	12.2	0.5	1522.0	4420.0	0.7	0.4	0.7	2.5
日本	庆铃	14.9	12.5	11.1	0.6	703.4	980.4	4.0	4.7	11.7	2.8
	丰田	22.7	19.2	12.6	1.5	192625.6	235524.6	7.2	1.5	12.9	4.3
	本田	19.2	17.5	11.8	1.5	71168.6	100732.2	8.1	2.7	5.6	5.9
	日产	14.1	13.0	9.2	1.3	47394.0	119247.7	9.8	3.6	9.3	5.9
	铃木	21.3	17.3	13.6	1.3	13333.8	31838.8	6.2	2.1	7.0	7.8
	大发	9.3	10.4	10.1	1.8	8289.2	20674.9	20.5	4.0	-0.2	20.4
	马自达	30.6	32.9	12.3	2.1	10249.0	25766.5	7.6	-5.3	15.8	2.8
	三菱	21.3	33.1	13.0	N/A	6474.1	22905.2	N/A	1.3	1.9	10.7
	日野	22.7	18.1	14.5	3.6	7946.7	16660.8	16.9	1.2	28.9	12.7
	富士重工	25.5	15.3	12.3	2.8	14240.6	19227.4	11.6	2.5	21.9	10.6
	五十铃	10.3	11.9	11.2	2.4	11217.8	17744.2	25.8	6.5	11.6	16.5
	现代	9.5	5.4	4.9	1.0	36170.5	38337.0	15.0	12.2	-14.2	11.0
亚洲其他	马鲁蒂	26.1	23.3	15.7	2.8	8062.2	7371.2	11.2	4.8	16.2	8.4
	起亚	9.4	5.4	4.9	1.3	17924.9	24876.7	15.3	7.6	-10.1	9.3
	合顺	16.5	14.2	13.1	3.3	5123.8	5146.8	21.0	6.0	4.5	21.0

欧洲	裕隆	27.0	17.5	15.2	1.2	2700.7	1188.4	4.6	8.4	-2.5	2.2
	中华	18.2	13.7	12.7	0.9	1308.9	1144.3	5.0	6.4	3.7	3.9
	陈唱	23.0	11.8	10.7	1.9	1185.8	1323.5	8.4	3.9	7.4	8.3
	双龙	N/A	N/A	N/A	0.9	631.7	2543.6	-12.3	-3.7	-1.5	-10.0
	马辛德拉	16.7	13.9	11.8	3.1	10004.9	12443.6	20.1	5.3	1.4	15.2
	塔塔	6.5	8.9	7.1	2.7	15115.1	34692.4	52.1	8.2	3.0	25.4
	阿瑟克雷										
	兰	10.6	N/A	N/A	1.4	1101.5	2689.5	13.9	4.4	-2.2	11.8
	大众	3.0	6.4	5.5	0.8	84587.0	247757.3	32.2	11.3	-8.1	6.4
	戴姆勒	6.9	8.2	7.4	1.0	55108.6	146971.7	14.6	5.3	-10.3	6.7
	宝马	8.4	8.4	8.1	1.4	54743.3	98817.0	17.8	6.6	-6.1	8.4
	奥迪	5.9	6.1	6.0	1.7	33222.4	62713.4	31.2	8.8	2.0	34.1
	菲亚特	15.0	11.3	6.4	0.6	6932.5	107958.2	3.9	0.4	-4.3	9.9
	雷诺	7.3	6.2	4.9	0.6	18371.5	53068.1	7.3	4.3	-6.8	1.3
	标致	N/A	N/A	5277.0	0.2	2441.6	71296.7	-42.4	-9.0	-14.3	-1.3
美国	沃尔沃	15.8	14.8	9.9	2.0	27896.0	44859.5	13.0	3.6	-10.2	8.4
	曼	69.4	24.7	17.5	2.2	15979.9	20280.8	3.2	1.1	-1.4	8.2
	斯堪尼亚	15.4	14.5	12.4	2.9	15307.8	11760.2	19.1	8.3	-6.7	15.0
	福特	10.0	9.2	7.7	3.2	50299.2	134252.0	36.6	4.2	-1.5	47.9
	帕卡	15.7	15.5	13.7	3.0	17334.1	17050.5	19.8	6.5	-2.0	25.4
	奥什科什	13.5	12.2	11.6	1.8	3263.1	8180.9	13.9	2.8	-10.0	13.2

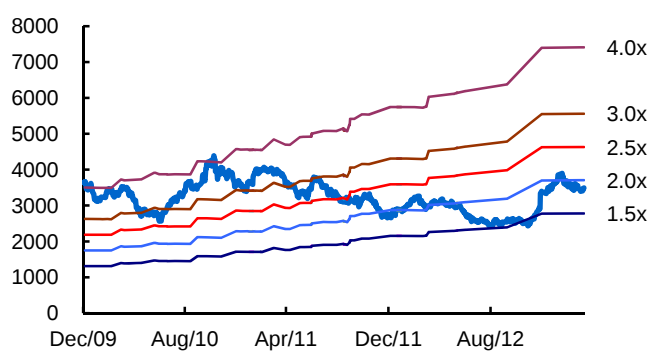
资料来源: BLOOMBERG, 注: 分类别按市值降序排列; 市值、主营收入的单位统一为百万美元; 主营收入、利润率、ROE 数据统一为最近财政年度数据;

图30: 汽车行业历史PEBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图31: 汽车行业历史PBBand



资料来源: 港澳资讯、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究6年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。