



行业产销回落，把握三大机遇

弱于大市

——汽车行业2011年投资策略报告——

内容摘要：

- 09-10年繁荣景象难再现，产业回归常态发展。**(1) 汽车工业的过快发展，引发许多新的矛盾。汽车产销需要适度增长，增长过快不利于汽车工业的长期可持续发展；(2) 我国人均收入增长率水平低于汽车产量和保有量增速，不足以消纳飞速增长的汽车产量；(3) 汽车消费被严重透支，2009年和2010年的汽车提前消费达到549.5万辆。
- 2011年企业经营环境不容乐观。**(1) 市场遭遇政策“空档”期，汽车消费依靠刚性需求惯性发展，缺乏提振市场的外部强大动力和政策氛围；(2) 制造成本上升，毛利率下降；(3) 使用成本随税、费齐涨；(4) 行业的低集中度引发恶性竞争。
- 2011年我国汽车产销量环比下降大约8%-10%。**汽车产销量大约为1500-1560万辆，介于2009年和2010年产销量之间。企业竞争加剧，行业利润将随之出现20%-30%的较大滑坡。
- 行业结构调整，把握三大投资机遇。**(1) 社会发展机遇：关注小排量、自主品牌、新能源技术应用和公共交通；(2) 行业发展机遇：把握行业兼并重组题材；(3) 企业发展机遇：选择垄断性较强、产品结构完善、盈利模式完整的行业龙头企业。

重点推荐公司和评级

代码	名称	评级	EPS(元)			PE(倍)			目标价(元)
			10E	11E	12E	10E	11E	12E	
600166	福田汽车	买入	1.69	1.83	2.41	15	14	10	42.51
000625	长安汽车	买入	0.96	1.11	1.24	11	10	9	18.89
600104	上海汽车	买入	1.48	1.66	1.82	11	10	9	28.32
600066	宇通客车	买入	1.53	1.7	1.95	15	13	11	31.51
600660	福耀玻璃	增持	0.89	1.09	1.23	12	10	9	16.56
000887	中鼎股份	增持	0.82	0.98	1.3	25	21	16	30.12

研究员

庞琳琳

执业证号：S1250209110200

电话：010-57631198

邮箱：pll@swsc.com.cn

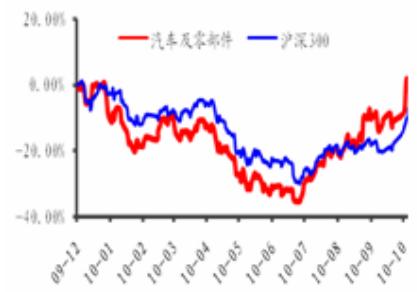
刘峰

执业证号：S1250110110016

电话：010-57631199

邮箱：liufeng@swsc.com.cn

汽车行业市场表现 (091201~101201)



重点公司市场表现 (091208~101208)



相关研究

1 2010年汽车行业投资策略：整车行业稳步前进 三龙头更具成长性 09/12/08

目 录

1. 09-10 年繁荣景象难再现.....	1
1.1 10 年汽车产业持续高位运行.....	1
1.2 09-10 年汽车产销过快增长	3
1.3 汽车保有和生产量增速高于人均收入增速	4
1.4 严重透支的汽车消费	5
2. 2011 年企业经营环境不容乐观.....	5
2.1 政策 “空挡”，汽车消费减少动力	5
2.2 制造成本上升，毛利率下降.....	5
2.3 使用成本随税、费齐涨.....	6
2.4 低产业集中度引发恶性竞争	7
3. 寻找和把握结构调整中的三大投资机遇.....	8
3.1 社会发展机遇：小排量、自主品牌、新能源技术应用、公共交通	8
3.2 行业发展机遇：兼并重组.....	8
3.3 企业发展机遇：行业龙头企业	9
4. 重点公司估值与投资建议.....	9
4.1 上海汽车 (600104)	9
4.2 福田汽车 (600166)	10
4.3 长安汽车 (000625)	10
4.4 宇通客车 (600066)	11
4.5 福耀玻璃 (600660)	11
4.6 中鼎股份 (000887)	12

插图目录

图 1: 2000-2010 年 10 月汽车逐月销售走势	1
图 2: 2009-2010 年前 10 月汽车销量对比	1
图 3: 2009-2010 年前 10 月交叉型乘用车销量对比	2
图 4: 2009-2010 年前 10 月各大公司交叉型乘用车市场占有率	2
图 5: 2009-2010 年 3 季度汽车行业成长能力对比	3
图 6: 2000-2010 年汽车销售环比增长走势	4
图 7: 2000-2010 年汽车销量同比增长走势	4
图 8: 2000-2010 年我国人均收入、汽车生产量和保有量增长率走势	4
图 9: 1965-1977 年日本人均收入、汽车生产量和保有量增长率走势	4
图 10: 2009.10-2010.10 天然橡胶期货价格指数走势	6
图 11: 2009.12-2010.12 国际原油期货价格走势	6
图 12: 2000-2010 汽车保有量	7
图 13: 2009-2010 年纽约原油期货价格走势	7
图 14: 2009-2010 年前 10 月国内前 6 大公司销售量	7
图 15: 2009 年世界 6 大汽车公司销售量	7

表格目录

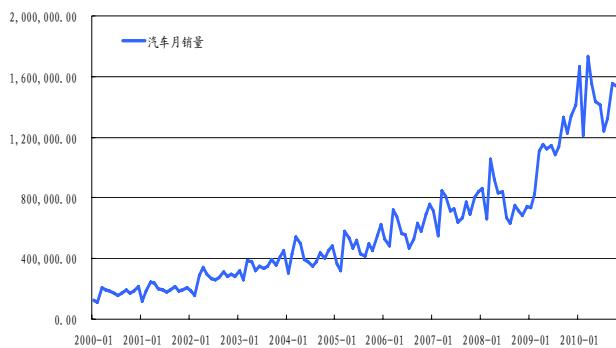
表 1: 2009-2010 年国家振兴汽车产业相关政策列表	2
表 2: 现行与拟议中的车船使用税比较	6
表 3: 上海汽车预测及估值	9
表 4: 福田汽车预测及估值	10
表 5: 长安汽车预测及估值	11
表 6: 宇通客车预测及估值	11
表 7: 福耀玻璃预测及估值	12
表 8: 中鼎股份预测及估值	12

1. 09-10 年繁荣景象难再现

1.1 10 年汽车产业持续高位运行

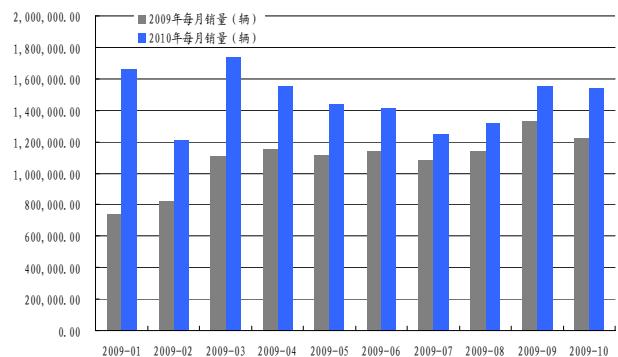
继 2009 年汽车工业井喷式发展之后，2010 年国内汽车工业继续奏凯，全年保持高位平稳运行，预计产销量突破 1700 万辆，同比增长 24% 以上。

图 1：2000-2010 年 10 月汽车逐月销售走势



数据来源：《汽车工业产销快讯》，西南证券研发中心

图 2：2009-2010 年前 10 月汽车销量对比



数据来源：《汽车工业产销快讯》，西南证券研发中心

1.1.1 商、乘用车销量同比增加，增长趋势平稳

2010 年前 10 月，基本型乘用车产销大体平衡，均为 763 万辆左右，同比增长 30%。从月度看，1 月出现 111% 的全年最高同比增长率，7 月滑至报告期谷底，仅为 9%。相比 2009 年强劲增长势头，2010 年基本型乘用车销售量虽然同比增加，但是增长率趋势平稳。

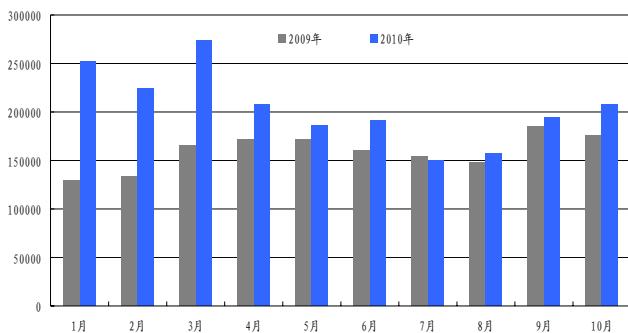
商用车受益于国民经济的良好运行和以旧换新等政策，除 2 月因节气因素出现全年最低的产销量外，其他月份产销量均高于 30 万辆。1-10 月，商用车产销 354.54 万辆和 357.64 万辆，同比增长 29.18% 和 32.40%。细分车型中，客车产销 28.59 万辆和 28.90 万辆，同比增长 31.15% 和 33.57%；货车产销 231.70 万辆和 234.06 万辆，同比增长 22.59% 和 26.18%；半挂牵引车、货车非完整车辆等均取得较大增长。

1.1.2 交叉型乘用车表现良好，市占率略有下降

2010 年 1-10 月，交叉型乘用车的销售量为 205 万辆，同期国内汽车总销售量为 1468 万辆，占比约为 14%。作为 2009 年受惠于行业振兴规划的主力车型，09 年全年该型乘用车销售量为 195 万辆，约占国内汽车总销量的 14%。其中 2009 年 1-10 月销售量为 169 万辆，占比同期汽车总销售量的 16%。2010 年前 10 个月交叉型乘用车虽然绝对数量超过去年同期，但是市场占有率同比下降 2 个百分点。

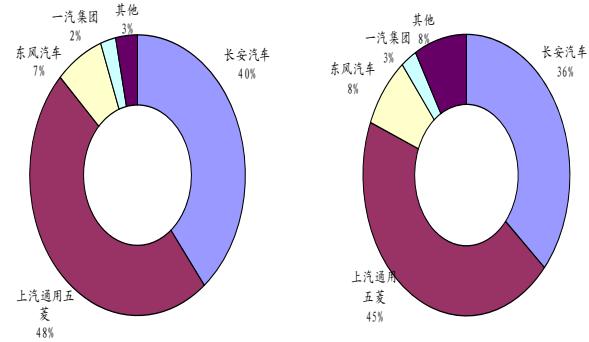
相较于 2009 年，“四大”车企的该款车型 2010 年市场占有率也发生了微妙的变化。2009 年，上汽通用五菱的市场占有率为 48%，长安汽车、东风汽车和一汽集团等分别以 40%、7% 和 2% 的占比排列其后。2010 年，虽然排序顺序格局没有变动，但是上汽和长安的领先优势分别被削弱了 3 和 4 个百分点。

图 3: 2009-2010 年前 10 月交叉型乘用车销量对比



数据来源:《汽车工业产销快讯》,西南证券研发中心

图 4: 2009-2010 年前 10 月各大公司交叉型乘用车市场占有率



数据来源:《汽车工业产销快讯》,西南证券研发中心

1.1.3 政策叠加效应促使产业成长迅速,但增幅收窄

2010 年实施的“以旧换新”、“购置税减征”、“新能源汽车补贴”和“节能汽车补贴”等行业发展鼓励政策直接刺激了汽车消费。据统计,购置税减征政策对中国汽车市场的直接推动作用相当可观。以 2010 年前 7 个月全行业销售量计算,政策效应提升销量近 100 万辆以上,约占前 7 月累计销量的 14%。除新颁布的新能源和节能汽车补贴在 2010 年下半年开始实施,没有规定结束日期以外,其他各项政策的执行期均到本年底结束,其中包括影响重大的“购置税减征”。

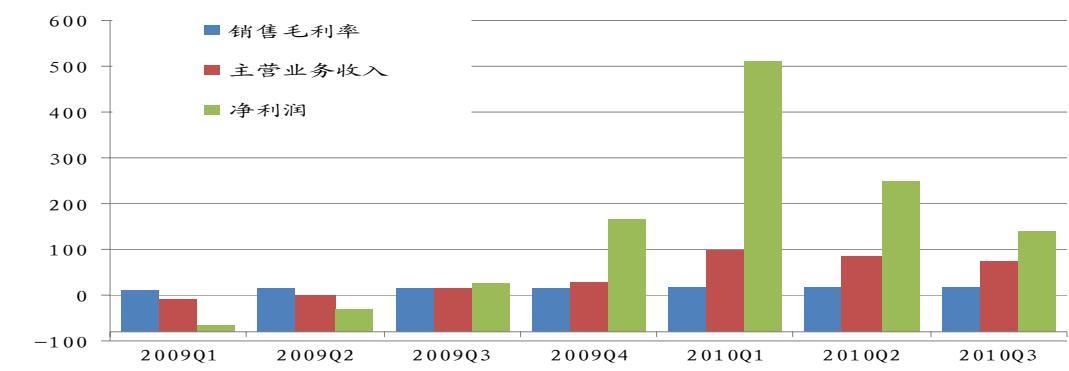
在利好政策的叠加效应下,汽车及零部件企业成长能力均有显著增强。2010 年前三季度汽车企业的销售毛利率、主营业务收入增长率和净利润率同比均大幅增长,表明企业成长能力迅速提高,但是上述三项指标逐季降低,增幅逐渐收窄。

表 1: 2009-2010 年国家振兴汽车产业相关政策列表

以旧换新 (10.1.1-10.12.31)	允许车主同时享受以旧换新补贴与 1.6 升及以下乘用车车辆购置税减按 7.5% 征收政策提前报废老旧汽车、“黄标车”并换购新车的补贴标准调整到 5000-18000 元。
购置税减征 (10.1.1-10.12.31)	小排量汽车的购置税优惠税率减按 5% 征收, 2010 年按 7.5% 征收。
新能源汽车补贴 (2010.6.1-)	插电式混合动力乘用车每辆最高补贴 5 万元, 纯电动乘用车每辆最高补贴 6 万元。
节能汽车补贴 (2010.6.18-)	中央财政对消费者购买节能汽车按每辆 3000 元标准给予一次性定额补贴, 由生产企业在销售时直接兑付给消费者。

数据来源:西南证券研发中心

图 5: 2009-2010 年 3 季度汽车行业成长能力对比 (增长率, %)



数据来源:《汽车工业产销快讯》,西南证券研发中心

1.1.4 出口未恢复到危机前水平, 进出口持续逆差

2010 年前三季度我国汽车累计出口 40.47 万辆, 同比增长 62.54%; 累计出口金额 49.40 亿美元, 同比增长 35.80%。其中, 载货车出口 15.01 万辆, 同比增长 23.00%; 轿车出口 12.15 万辆, 同比增长 99.55%; 客车出口 5.56 万辆, 同比增长 1.0 倍。进口方面, 今年前 8 个月共进口汽车和汽车底盘 52.1 万辆, 比去年同期增长 140.9%。进口金额达到 218.1 亿美元, 同比增长 127.7%。

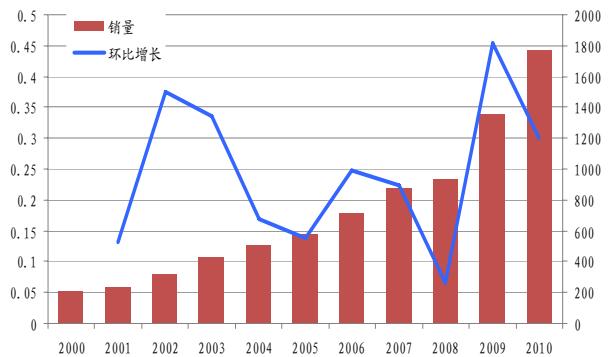
前三季度, 我国汽车出口数量和出口金额均较去年有较大提升, 但是前 8 个月仍低于危机前的 2008 年水平。进出口的逆差虽然持续存在, 但逆差在逐步缩小。

1.2 09-10 年汽车产销过快增长

2000 年至 2008 年, 汽车销售量逐年稳步增长。从 2000 年全年汽车销量 209 万辆, 到 2008 年的 936 万辆, 8 年平均同比增长 1.76 倍, 平均环比增长 21.44%。2009 年和 2010 年汽车销量分别达到 1362 万辆和 1700 万辆甚至更高, 比 2000 年销售量分别增长 5.6 倍和 8.1 倍, 环比分别增长 45.5% 和 24.8%。需要明确的是, 2009 年和 2010 年的高增长率, 是在较大基数的基础上取得的。

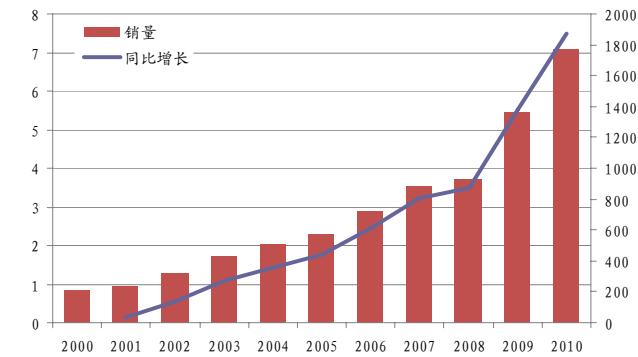
汽车工业的过快发展, 引发许多新的矛盾——燃油供应压力、道路等基础设施不足、城市停车位紧张以及汽车对环境的污染。汽车与行人、汽车与社会、汽车与环境的矛盾日益突出。汽车产销需要适度增长, 增长过快不利于汽车工业的长期可持续发展。

图 6: 2000-2010 年汽车销售环比增长走势



数据来源:《汽车工业产销快讯》,西南证券研发中心

图 7: 2000-2010 年汽车销量同比增长走势



数据来源:《汽车工业产销快讯》,西南证券研发中心

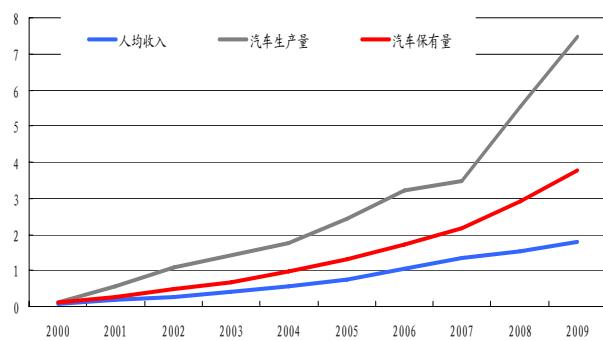
1.3 汽车保有和生产量增速高于人均收入增速

2009 年我国城镇家庭居民人均收入为 17174.65 元,农村家庭居民人均收入为 5153.17 元,约合美元 2514 美元和 754 美元。日本在 1965 年至 1975 年间人均收入为 694 美元-4864 美元之间。中日两国的两个不同时期人均收入大致相同,因此从这个角度考察汽车保有量和生产量增速,具有一定可比性。

我国的汽车生产量增速高于汽车保有量增速,也高于人均收入增速;日本则有所不同,汽车保有量增速高于人均收入增速,两者同时都高于生产量增速。

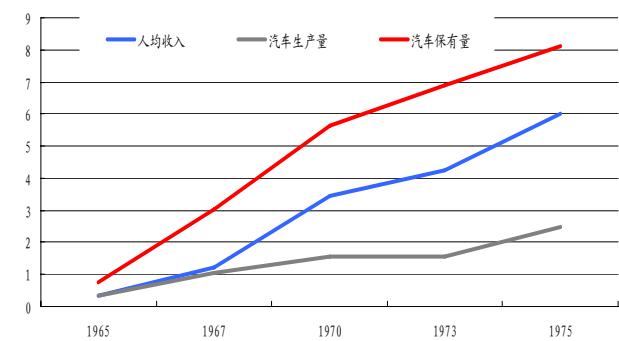
日本上世纪 60 年代至 70 年代,正是经济腾飞时期,其人均收入高速增长为汽车工业的发展提供了良好的支撑。我国人均收入增长率水平低于汽车产量和保有量增速,不足以消纳飞速增长的汽车产量。提高居民可支配收入是扩大汽车内需市场的重要前提和条件。

图 8: 2000-2010 年我国人均收入、汽车生产量和保有量增长率走势



数据来源:《汽车工业产销快讯》,西南证券研发中心

图 9: 1965-1977 年日本人均收入、汽车生产量和保有量增长率走势



数据来源:《汽车工业产销快讯》,西南证券研发中心

1.4 严重透支的汽车消费

2009年3月，国家为摆脱金融危机困扰，振兴汽车产业而颁布了一系列政策，包括取消养路费、购置税减半征收、汽车下乡、以旧换新等。当年，汽车市场产销两旺，产销双双突破1360万辆。在2009年底，出于对政策可能退出的顾虑，年底车市消费又创新高。

2010年11月-12月间，中汽协接连调高汽车产销量预测，从“达到1700万辆”到“可能突破1800万辆”。市场出现了恐慌性抢购行情。这是因为其一，考虑到2011年将取消购置税减征等政策优惠，消费者争取在年内购车以享受优惠政策；其二，各地纷纷表示将采取行政或经济措施限制车辆上牌，缓解增大的汽车保有量带给城市和社会的压力。

我们认为，1-2年后的汽车消费被提前预支。如果按照2000年-2008年的平均销售增速来计算，2009年和2010年的汽车消费透支达到549.5万辆。严重的透支将影响到2011年及其后数年的汽车销售。

2. 2011年企业经营环境不容乐观

2.1 政策“空挡”，汽车消费减少动力

09、10年相继推出的“汽车下乡”、“以旧换新”、“购置税优惠”等优惠措施将于2010年底终止。2011年的优惠利好政策仅存2010年年中开始实施的节能汽车补贴和新能源汽车补贴两项。

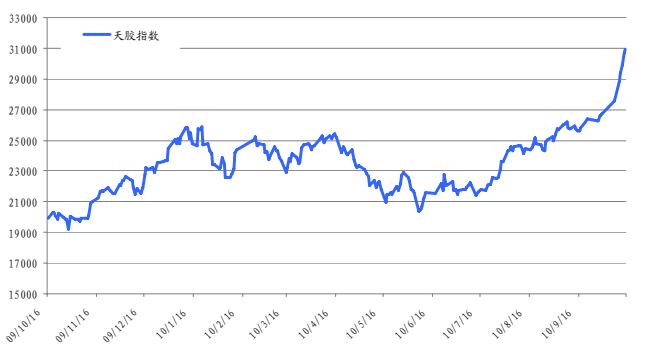
节能汽车目录截止2010年12月上旬已发布4期，加上前三期目录车型，共有272款车型可获得每辆3000元的节能补贴，覆盖了大部分1.6L以下的乘用车。相较于“购置税减征”政策，节能汽车补贴的3000元，与2009年的价值60000元汽车的5%购置税征收额度或2010年价值40000元的7.5%税款额度相当，再考虑到大部分1.6升及以下车型普遍受惠，因此其意义和后续的新能源汽车补贴一样，在于表明国家对于节能和新能源技术应用的鼓励和支持态度以及引导行业发展方向，并不足以实质性促进和刺激汽车消费。

2011年，市场遭遇政策“空档”期，在新政策未出台前，汽车消费只能依靠刚性需求惯性发展，缺乏提振市场的外部强大动力和政策氛围。

2.2 制造成本上升，毛利率下降

中国社科院发表《蓝皮书》预测2011年的GDP增长率大约为10%。在持续扩大的经济总量和投资市场的带动下，原材料需求虽然受到结构调整的影响，但是表现将依然强劲。钢材、橡胶（天然和合成）、有色金属等汽车原材料面临着价格上涨压力。

图 10: 2009.10-2010.10 天然橡胶期货价格指数走势



数据来源: WIND、西南证券研发中心

图 11: 2009.12-2010.12 国际原油期货价格走势 (美元/桶)



数据来源: WIND、西南证券研发中心

2.3 使用成本随税、费齐涨

2011年全国人大将审议征收新车船税。新车船税的拟议出台初衷在于鼓励节能环保车型的消费。新版车船税以排量划分税收等级，绝大部分收税标准较现行车船税有较大提高。该项税收作用于消费终端的保有环节，因此普遍提高的税费直接增加了车辆所有者的使用成本，影响了消费者拥有传统能源车辆的积极性。由于目前新能源技术汽车尚未市场化和规模化，市场无法提供替代传统能源汽车的成熟汽车产品，因此，新版车船税的拟议出台，单边提高了消费者车辆的使用成本，并没有达到刺激消费新能源动力汽车的作用。目前新车船税尚处于提交全国人大审议阶段，但新车船税鼓励人们绿色出行、倡导节能环保的方向和目的是确定无疑的。

表 2: 现行与拟议中的车船使用税比较

现行车船税		拟议中的新车船税	
大型客车: 载客人数 ≥ 20 人	540 元	排量 ≤ 1L	60 - 360 元
中型客车: 9 人 < 载客人数 < 20 人	480 元	1.0 < 排量 ≤ 1.6L	360 - 660 元
小型客车: 载客人数 ≤ 9 人	360 元	1.6L < 排量 ≤ 2.0L	660 - 960 元
微型客车: 排量 ≤ 1L	240 元	2.0L < 排量 ≤ 2.5L	960 - 1620 元
		2.5L < 排量 ≤ 3.0L	1620 - 2460 元
		3.0L < 排量 ≤ 4.0L	2460 - 3600 元
		排量 > 4.0L	3600 - 5400 元

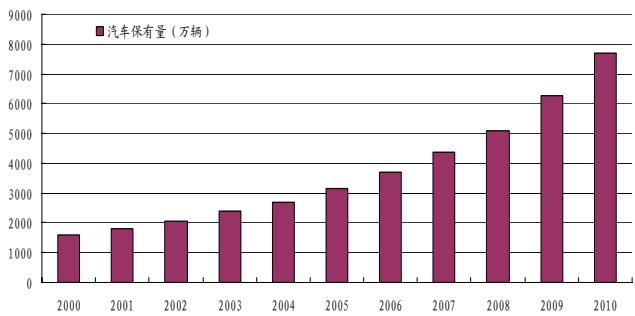
数据来源: 西南证券研发中心

此外，多个城市限车措施出台，也变相增加了使用成本。2009年和2010年汽车销售量的大幅提升，城市增大的汽车保有量与城市交通容量之间的矛盾日益凸显。继江苏省准备拟议“限制私家车过快发展”之后，四川省成都市已拟定车辆日均入户限值为241辆。2010年12月6日，在国务院批复同意的《北京关于制定十二五规划的建议》中，北京提出制定防止机动车过快增长的措施，研究利用经济手段控制机动车污染和解决重点拥堵路段交通拥堵问题等，同时，鼓励就近就业和鼓励绿色出行。如果北京采取以收取进城费、拥堵费、提高城市中心区的停车费用等方式缓解交通压力，并行之有效的话，许多城市的汽车消费观念和城

市交通管理模式也将随之改变。

还有，与国际市场原油价格联动的、不断上涨的国内汽柴油价格，除了刺激新能源技术更早更快得以应用外，短期内将直接增加汽车的使用成本。

图 12: 2000-2010 汽车保有量



数据来源：《汽车工业产销快讯》，西南证券研发中心

图 13: 2009-2010 年纽约原油期货价格走势



数据来源：《汽车工业产销快讯》，西南证券研发中心

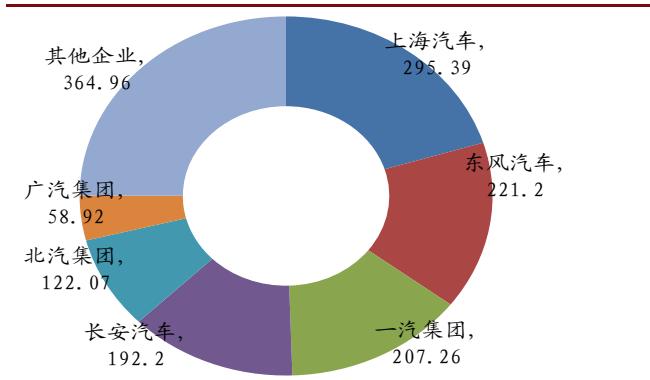
2.4 低产业集中度引发恶性竞争

2010 年 1-10 月，我国汽车产量为 1462 万辆，同比增长 34.49%。目前，全国有 27 个省、自治区、直辖市都在生产整车，整车厂超过 120 家，改装厂 700-800 家，普遍存在着规模偏小、重复建设严重，市场竞争不足的严重问题。即使是最大的前三家汽车企业，从全球市场角度看仍处于一个非常弱小的地位。竞争迫使产业集中度提高。

我国的汽车市场面临众多厂家竞争，产业集中度较低，产品良莠不齐，恶性竞争很容易被触发。汽车企业为充分利用产能，保持稳定产量，只能在销售环节以价格作为杠杆与竞争对手挤占萎缩的市场，这样将导致利润率大幅下降最终难以维继；或者采取减产保价，闲置前两年扩张的部分产能，以期减少库存，其结果利润率也将下滑。

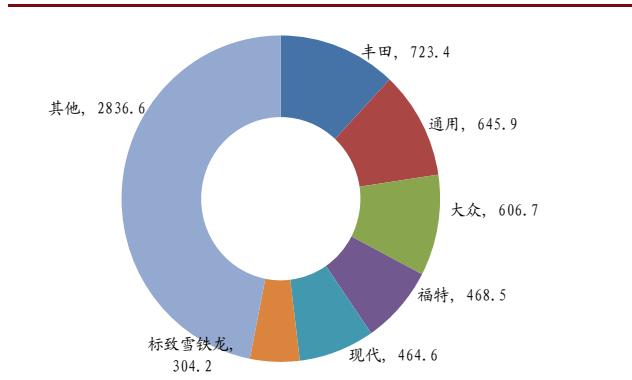
在 2011 年开始的“十二五”期间，由行业“四大”、“四小”企业为首引发的跨行业、跨地区重组和结构调整将频繁发生。在汽车行业大发展的 09 年、10 年注重行业布局、盈利模式构建、产品品系结构完整的汽车龙头企业无疑将获得发展先机。

图 14: 2009-2010 年前 10 月国内前 6 大公司销售量 (万辆)



数据来源：中汽协、西南证券研发中心

图 15: 2009 年世界 6 大汽车公司销售量 (万辆)



数据来源：OICA 数据、西南证券研发中心

3. 寻找和把握结构调整中的三大投资机遇

2011年的汽车行业发展趋势复杂。汽车行业的发展受到许多因素制约。在国际方面，人民币升值、美欧等国家和地区频频发起对华汽车产品的反倾销调查和制裁以及传统出口国提高进口门槛等因素严重影响汽车以及零部件的出口；在国内方面，则有在刺激汽车消费的政策退出后，汽车产业回到常态化发展，国内汽车产业发展面临着原辅材料价格提高导致企业毛利率下降、交通设施和容量与陡然增大的汽车保有量矛盾、产业结构亟需调整以及市场需求因09、10年持续旺盛透支消费而短期回落等因素。

综合以上各方面不利条件，我们认为，在持续两年高速发展之后，2011年对于国内汽车产业是调整提高的一年。预计2011年国内汽车产销量环比下降大约8%-10%，生产和销售汽车大约为1500-1560万辆，介于2009年和2010年产销量之间。企业竞争加剧，行业利润将随之出现20%-30%的较大回落。

3.1 社会发展机遇：小排量、自主品牌、新能源技术应用、公共交通

小排量汽车、自主品牌汽车、公共交通绿色出行和汽车新能源技术等主题是社会发展机遇。它们将引导一个时期内的汽车产业发展。2009年6月开始实施的节能汽车补贴和新能源汽车补贴政策，前者主要针对1.6L及以下排量，后者则着眼于新能源汽车的市场化。而化解城市交通容量与汽车保有量之间的矛盾办法之一就是倡导绿色出行、发展公共交通。

上海汽车旗下自主品牌有“荣威”和“名爵”，其中，荣威550成为首个在国产众多自主品牌中月销售超过5000辆的品牌。长安汽车拥有志翔、悦翔、奔奔等众多自主品牌，上半年这些自主品牌销售量占到长安轿车总销售量的47%以上，长安汽车自主品牌还将向高端轿车方向发展，进一步完善产品结构。

上海汽车和长安汽车的新能源技术研发和应用也已经早早布局。上汽和美国A123公司成立合资公司研发新能源技术。长安汽车在2002年进入新能源汽车领域，率先在乘用车、商用车领域实现新能源技术的普及，并在混合动力、纯电动、太阳能动力、氢动力及燃料电池汽车等各个领域取得了多项成果。

上海汽车和长安汽车积极发展小排量汽车，前者通用五菱的交叉型乘用车市场占有率达到全国第一。长安重组哈飞、昌河后，小排量汽车已占到整体销量的80%。

宇通客车和金龙客车是客车行业内的龙头企业。截止2010年10月，宇通客车2010年共生产客车13231辆，同比增长66%，金龙客车为16400辆。

3.2 行业发展机遇：兼并重组

兼并重组是汽车行业今后数年内的行业发展机会。国家明确表示鼓励一汽、东风、上汽、长安等四大企业在全国范围内实施兼并重组，支持北汽、广汽、奇瑞、重汽等四小企业实施区域性兼并重组。

据中国汽车工业协会的统计数据显示，“四大”、“四小”汽车集团之间的产销量逐渐缩小，产业度逐渐集中，这表明两大汽车集团整合步伐也正在加大。预计在十二五期间，中国汽车产业的整合将继续加速进行，一汽集团整合和整体上市、东风集团的整合以及回归A股、长安汽车集团内部资源整合及集体上市都是良好预期。此外，国内主要汽车生产省份将利用财税优惠政策，鼓励汽车重点企业及有实力的其他企业去兼并重组汽车企业，利用现有存量资产和资源，进行结构调整，促进区域内汽车产业的兼并重组。

3.3 企业发展机遇：行业龙头企业

面对2011年的复杂经济和行业形势，汽车行业将在今后数年内面临着重大的结构调整。产品相对垄断、产品结构完善、盈利模式完整、现金流充裕和高毛利率的汽车龙头企业能够有效抵御行业风险、在行业整体下滑时保持相对稳定的盈利能力，并且能够在合适时机主导发起重组并购。这些龙头企业包括行业内的优秀零部件企业——福耀玻璃、中鼎股份等公司以及汽车整车企业——上海汽车、长安汽车、福田汽车、宇通客车等。

4. 重点公司估值与投资建议

4.1 上海汽车（600104）

汽车行业龙头股。2009年以来受益于汽车产业振兴计划、汽车下乡政策、以旧换新等政策，产销量稳健增长，汽车产品占国内市场份额25%以上，位居国内“四大”汽车企业集团之首。

公司规划在“十二五”期间，采取纯电动车和混合电动车并行发展的研发策略，争取新能源汽车占有市场份额与传统汽车市场水平相当。

2010年1-9月，因公司销售的稳步增长，公司累计实现营业总收入2292.32亿元，比上年同期增长130.13%，高于行业平均水平。实现归属于母公司所有者的净利润为95.84亿元，同比增长141.17%，净利润摊薄后公司每股收益1.125元，同比增长85.34%。1-9月，公司整车销量高达264.75万辆，同比增长36.8%。公司两大乘用车自主品牌——“名爵”和“荣威”销量同比增速达到83.2%，合资品牌销售同比增速达到45.6%，环比增长9.6%，其中上海大众环比增长13.6%，上海通用环比增长6.6%。合资品牌对净利润贡献进一步加大。

预计公司10-12年每股收益分别为1.48、1.66、1.82元，对应市盈率分别为11、10和9倍。投资评级为“买入”。

表3：上海汽车预测及估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	1396.35	3028.25	3554.28	3782.15
净利润(亿元)	65.92	126.11	141.45	155.08
每股收益(元)	1.006	1.48	1.66	1.82
市盈率(倍)	26	11	10	9

数据来源：上海汽车财务报表，西南证券

4.2 福田汽车 (600166)

福田汽车以轻卡为主导产品，2010 年前三季度共销售轻卡近 41 万辆，同比增长 13.5%，销售量行业排名第一。同时，公司也是国内最大的商用车制造企业，前三季度销售商用车大约 51 万辆。产量稳定增长，使公司盈利水平稳定，2010 年 1-3 季度累计实现净利润 15.89 亿元，同比增长 127.59%，累计实现基本每股收益 1.506 元，同比增长 97.64%。

福田汽车整合新能源技术资源，与 IBM 等国际、国内六家公司联合成立新能源技术联盟，并率先产业化及产生效益，有望成为新能源汽车的领军企业。

中重卡盈利能力加强，利润贡献逐渐加大。

预计 2010、2011 和 2012 年 EPS 分别为 1.69 元、1.83 元和 2.41 元，以 2010 年 12 月 8 日收盘价计算，其 PE 分别为 15 倍、14 倍和 10 倍。投资评级为“买入”。

表 4：福田汽车预测及估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	448.4	554.72	630.25	712.83
净利润(亿元)	10.37	17.81	21.03	25.45
每股收益(元)	1.13	1.69	1.83	2.41
市盈率(倍)	17	15	14	10

数据来源：福田汽车财务报表，西南证券

4.3 长安汽车 (000625)

汽车行业龙头股。2009 年以来受益于汽车产业振兴计划、汽车下乡政策、以旧换新等政策，产销量持续攀高，市场份额名列前茅，为国内“四大”汽车企业集团之一；

2009 年 11 月，长安汽车与哈飞汽车、昌河汽车共同组建“大长安”，逐步形成了“多品牌、多市场”的格局，整合效应将逐步显现和持续放大；

跻身国资委发起的“央企电动车联盟”，成为 16 家基础成员之一，制订和分享国家汽车新能源产业优惠政策。全球研发基地建成，新能源汽车研发取得进展；

公司 1-9 月总资产 277.03 亿元，比年初增长 9.75%。资产负债率为 62.51%，比年初下降 1.68%。投资收益 14.39 亿元，同比增长 138.67%，合资业务对公司利润的贡献较大。利润总额、归属于母公司的净利润分别为 17.01 亿元和 17.19 亿元，比去年同期增长 120.38% 和 107.75%。2010 年前三季度实现基本每股收益 0.74 元。

预计 2010 年、2011 年和 2012 年的 EPS 分别为 0.96 元、1.11 元和 1.24 元，以 12 月 8 日收盘价计算，对应的动态 PE 分别为 11 倍、10 倍和 9 倍。投资评级为“买入”。

表 5: 长安汽车预测及估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	252.04	303.82	340.21	395.32
净利润(亿元)	10.78	22.37	25.87	28.76
每股收益(元)	0.462	0.96	1.11	1.24
市盈率 (倍)	30	11	10	9

数据来源: 长安汽车财务报表, 西南证券

4.4 宇通客车 (600066)

汽车行业龙头股。世界规模最大、工艺技术条件最先进的大中型客车生产基地。

公司具备先进的客车电泳工艺技术, 产品毛利率水平稳定, 并且高于客车行业平均水平2-3个百分点。期间费用率控制良好。

2010年第3季度宇通客车实现主营业务收入36.07亿元, 同比增长57.84%, 1-3季度公司累计实现主营业务收入91.32亿元, 累计同比增长56.57%。

根据今年的实际经营状况, 2010年、2011年和2012年的EPS分别调整为1.53元、1.7元和1.95元, 以12月8日为基准日, PE分别为15倍、13倍和11倍。投资评级为“买入”。

表 6: 宇通客车预测及估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	87.82	118.45	137.21	155.3
净利润(亿元)	5.63	7.95	8.8	10.15
每股收益(元)	1.08	1.53	1.7	1.95
市盈率 (倍)	20	15	13	11

数据来源: 宇通客车财务报表, 西南证券

4.5 福耀玻璃 (600660)

公司是国内最大的汽车玻璃制造商, 它占有国际汽车玻璃市场10%和国内配套市场60%的市场份额;

2010年公司收购了重庆万盛浮法100%股权、瀚德密封51%股权, 完成了福清浮法三线技改, 产能得以进一步扩张, 地域布局趋向完善。出口配套也有望随着海外车市复苏而持续增长;

预计福耀玻璃2010、2011和2012年每股收益分别为0.89元、1.09元和1.23元, 对应12月8日收盘价PE分别为12倍、10倍和9倍。投资评级为“增持”。

表 7: 福耀玻璃预测及估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	60.79	82.15	95.91	109.95
净利润(亿元)	11.18	17.82	21.75	24.58
每股收益(元)	0.56	0.89	1.09	1.23
市盈率(倍)	19	12	10	9

数据来源: 福耀玻璃财务报表, 西南证券

4.6 中鼎股份 (000887)

中鼎股份是我国特种橡胶件生产龙头企业。公司具备从初级混炼胶生产到高级橡胶部件成品的生产能力。客户群涵盖主要国内主机厂,市场占有率较高。

由于特种橡胶件下游应用广泛且工艺流程高度相似,公司近年在军工、航天航空、铁路、电力以及液压气动等领域的配件拓展取得了重要突破。

2010 年第 3 季度,公司实现营业收入 6.28 亿元,同比增长 63.2%;净利润 8,375 万元,同比增长 40.4%。虽然第三季度国内汽车产销量环比下降,但公司业绩依然显著增长。预计随着汽车销售第四季度的旺季到来,公司营收和净利润同比环比可望双双上升。

预计公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.82 元、0.98 元和 1.30 元,以 12 月 8 日为基准日,对应 PE 分别为 25 倍、21 倍和 16 倍。投资评级为“增持”。

表 8: 中鼎股份预测及估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿元)	14.74	26.35	31.85	37.44
净利润(亿元)	2.00	3.51	4.18	5.52
每股收益(元)	0.47	0.82	0.98	1.30
市盈率(倍)	44	25	21	16

数据来源: 中鼎股份财务报表, 西南证券

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，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询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>