

高景气贯穿2013 一季度转折已现

——汽车行业 2013 年年报及 2014 年一季报点评

2014 年 05 月 11 日

中性/维持

汽车

事件点评

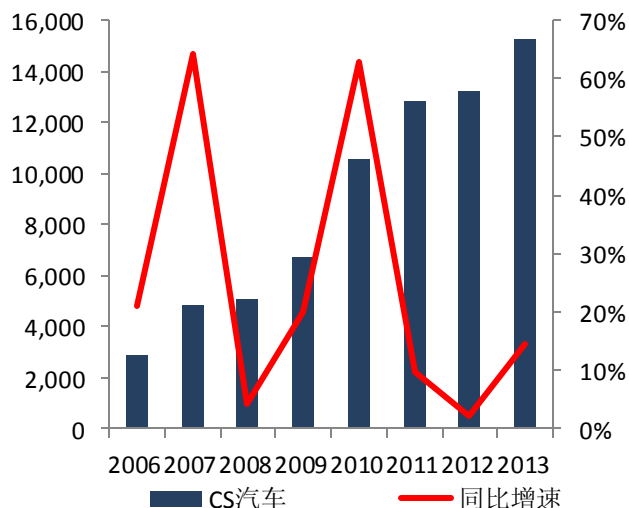
张洪磊	分析师	执业证书编号: S1480512100001
	zhanghl@dxzq.net.cn 010-66554014	
苏杨	分析师	执业证书编号: S1480512090002
	suyang@dxzq.net.cn 010-66554030	

事件:

汽车行业上市公司 2013 年年报及 2014 年一季报全部公布完毕。

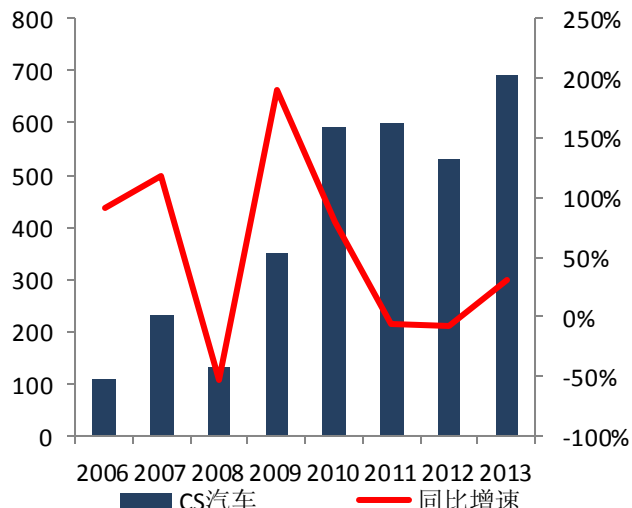
观点:

图 1: 汽车行业营收 (亿元) 及增速



资料来源: 东兴证券研究所

图 2: 汽车行业净利润 (亿元) 及增速



资料来源: 东兴证券研究所

1. 汽车行业: 高景气贯穿 2013, 一季度现全面隐忧。

2013 年全年, 汽车行业整体实现收入 15228.7 亿元, 同比增长 14.7%; 营业利润 930.1 亿元, 同比增长 24.38%; 归属母公司股东净利润 691.26 亿元, 同比增长 30.04%。同期 A 股所有上市公司营收和净利润增速为 8.98% 和 14.01%。汽车行业全面优于 A 股整体表现。

汽车行业全年处于高景气状态。汽车行业 119 家上市公司中, 共有 79 家实现净利润同比增长, 与 2013 年三季报的 81 家基本一致。

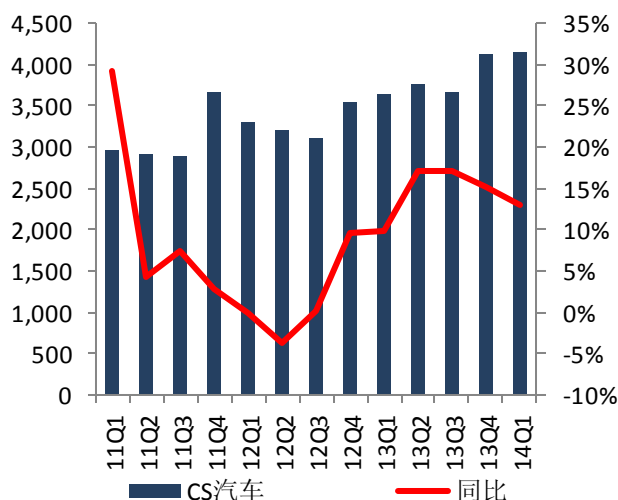
2013 全年国内汽车销售 2198 万辆, 同比增速 13.87%。2013 年全年销量的较高增长推动了汽车行业整体营收和净利润的增长。

从单季度数据来看, 汽车行业 2014Q1 实现营收 4154 亿元, 归属母公司股东净利润 202.54 亿元, 两者均为

新高。营收和归母净利润同比增速分别为 12.93% 和 25.78%。虽然仍保持了较高的增速，但由于 2013 年全年的高景气导致基数较高，单季度同比增速较 2013 年 Q4 已分别下调 2.23 和 23.51 个百分点。

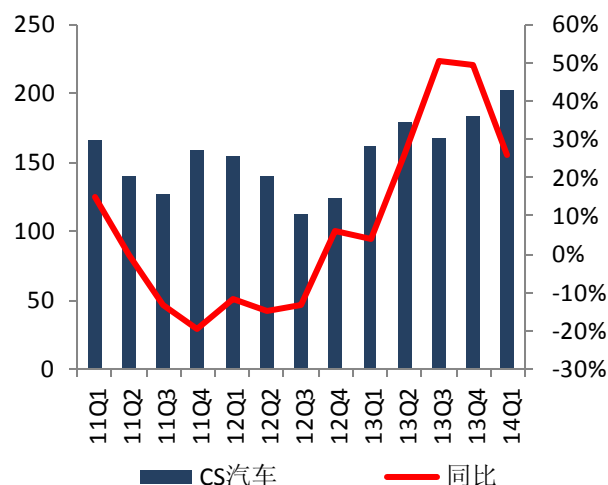
从基数的角度看，2013 年 Q1 在全年中营收、归母净利润总额及同比增速为单季最低，而从基本面来看，行业销量增速从 3 月开始已经下滑至 10% 以下。而宏观经济尤其是房地产市场的低迷，使得销量的后市表现更不容乐观。因此，后期的增速将进入一个更低的区间。

图 3：汽车行业单季度营收（亿元）及同比增速



资料来源：东兴证券研究所

图 4：汽车行业单季净利润（亿元）及同比增速



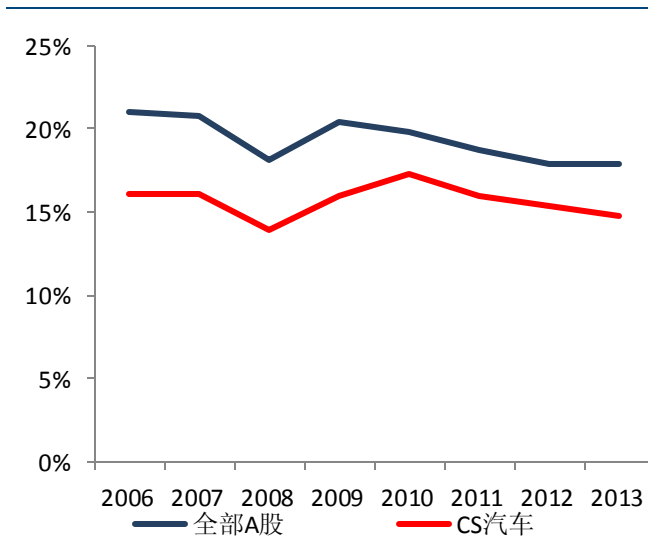
资料来源：东兴证券研究所

从盈利水平来看，汽车行业（剔除上汽）2013 年毛利率和净利率水平为 15.88% 和 5.17%，较 2012 年提升 1.09 和 0.8 个百分点。一方面是因为销量的增长摊薄成本提升盈利，另一方面也是因为汽车厂商产能布局日趋理性，盲目扩产的现象已经很少，产能利用率的保障限制过度激烈的竞争。

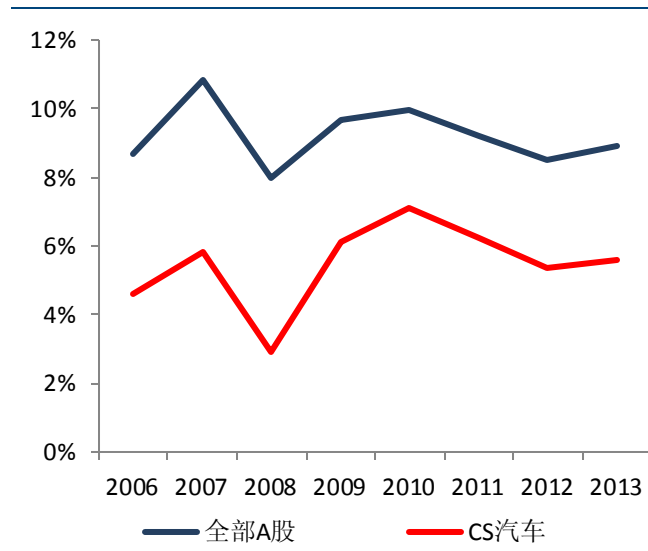
而 2014 年 Q1 汽车行业（剔除上汽）的毛利率和净利率分别为 5.73% 和 3.27%，分别降 0.28 和升 0.88 个百分点。主要原因是行业投资净收益达到 58.9 亿元，同比大增 78.35%。该增速高于整体业绩增速。符合我们前期判断：在增速有所下滑的背景下，自主品牌又将受到挤压。

图 5：A 股及汽车行业历年毛利率变化

图 6：A 股及汽车行业历年净利率变化



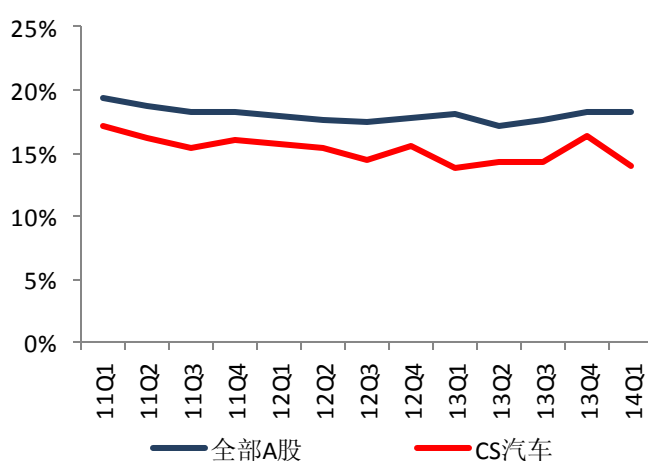
资料来源：东兴证券研究所



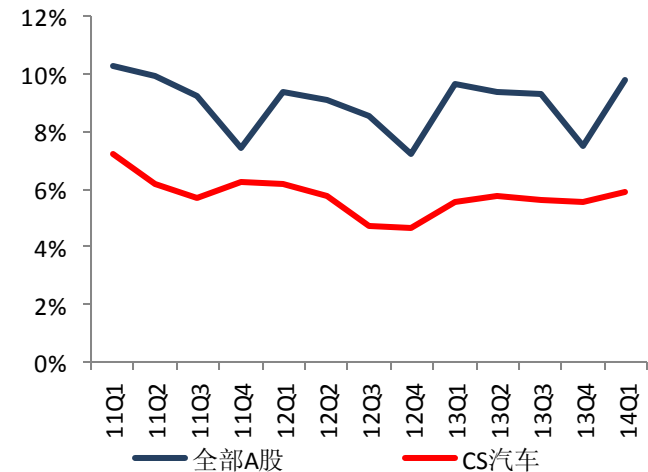
资料来源：东兴证券研究所

图 7：A 股及汽车行业季度毛利率变化

图 8：A 股及汽车行业季度净利率变化



资料来源：东兴证券研究所



资料来源：东兴证券研究所

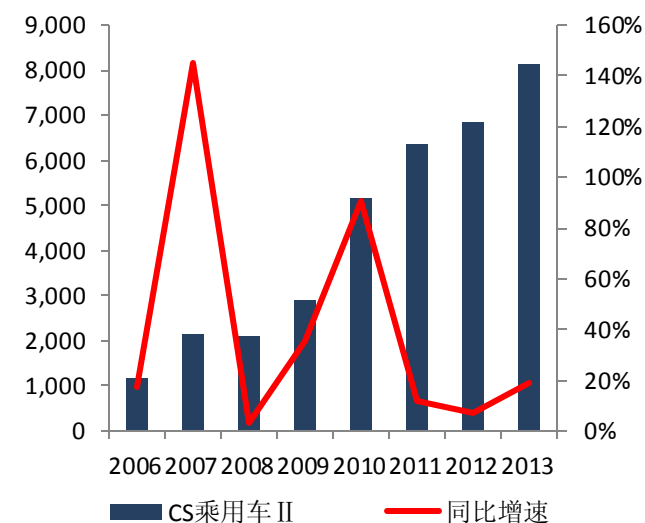
2. 乘用车行业：小高潮进入尾声，回归低速增长。

乘用车的小高潮贯穿了 2013 年。乘用车（剔除上汽）板块全年实现营收和归母净利润分别为 2482.39 亿元和 179.86 亿元，同比增长 22.14% 和 91.29%。净利润增速远高于营收增速一方面反应了汽车行的规模化效应，另一方面也是因为合资上市公司主要利润来源为合资公司的投资收益，而合资品牌的增速明显快于自主品牌，带动整体净利润增长快于毛利润增长。

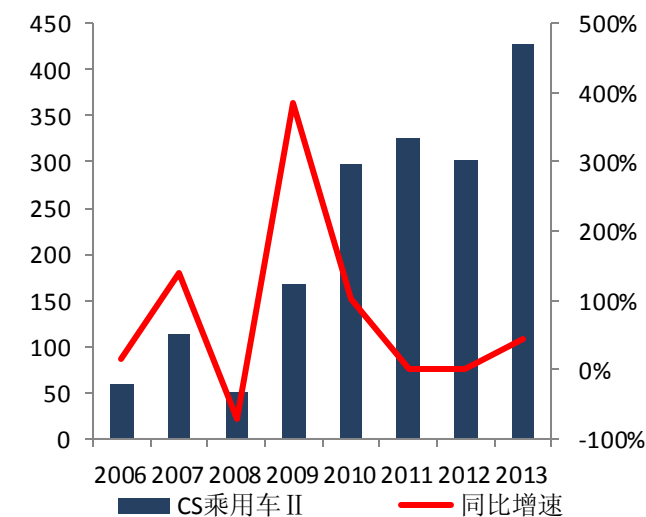
乘用车板块（剔除上汽）2014 年 Q1 的营收和归属母公司净利润分别为 690.95 亿元和 54.66 亿元，增速为 9.42% 和 43.62%。而 2013 年 Q4 这 2 个数分别为 17.35% 和 114.7%，已经明显反应了行业销量增速在一季度呈现的下调趋势。

图 9：乘用车行业营收（亿元）及同比

图 10：乘用车行业净利润（亿元）及同比



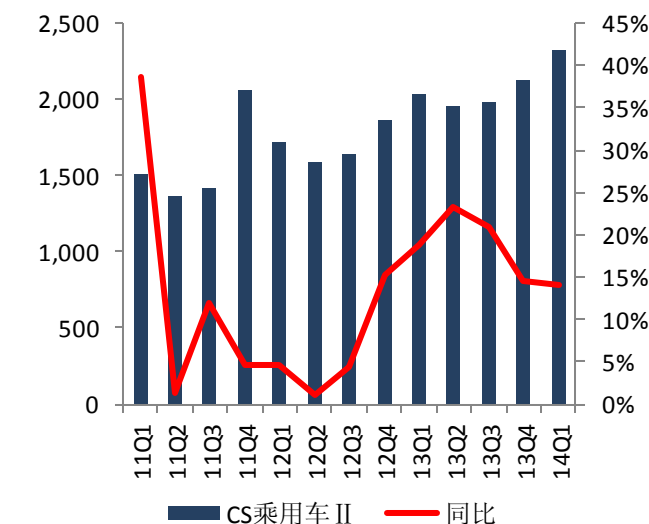
资料来源：东兴证券研究所



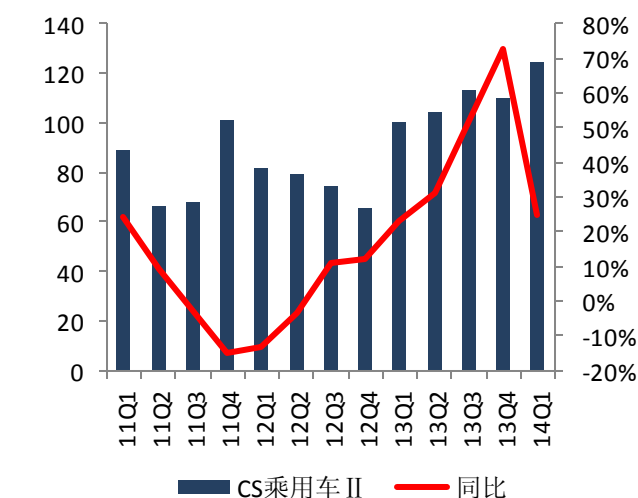
资料来源：东兴证券研究所

图 11：乘用车行业单季度营收（亿元）及同比增速

图 12：乘用车行业（亿元）单季净利润及同比增速



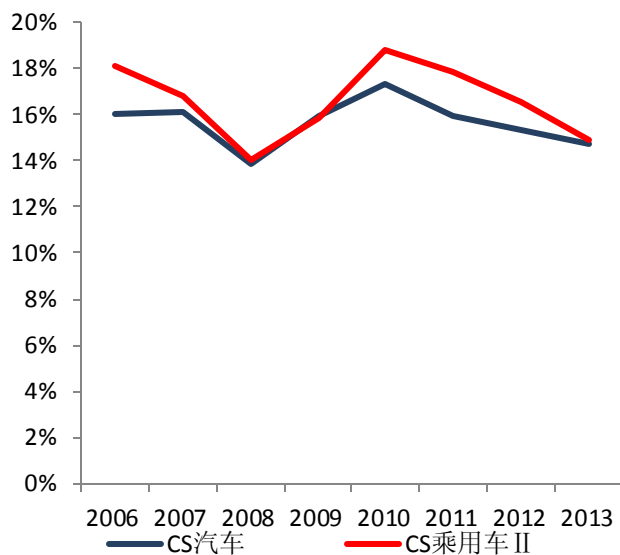
资料来源：东兴证券研究所



资料来源：东兴证券研究所

图 13：汽车行业、乘用车行业毛利率变化

图 14：汽车行业、乘用车行业净利率变化



资料来源：东兴证券研究所

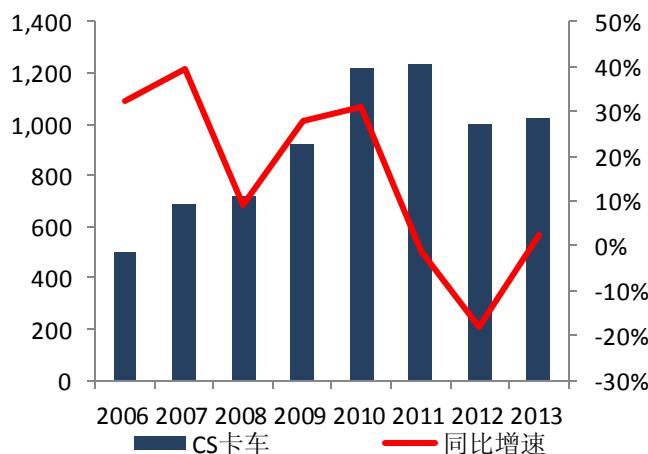


资料来源：东兴证券研究所

3. 卡车行业：一季度维持较高增速，但房地产恐将拖累增速大幅下跌。

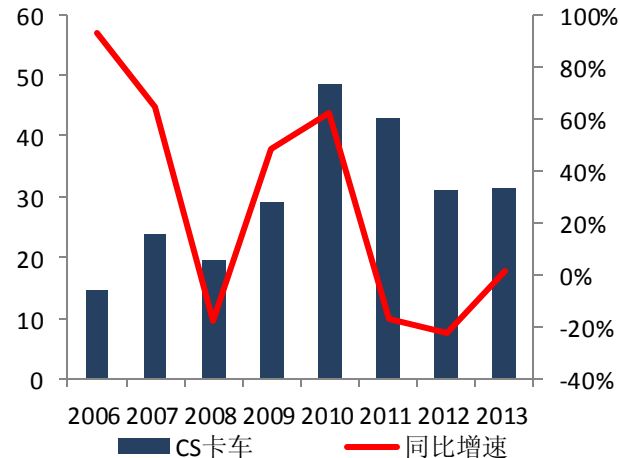
卡车行业 2013 年实现营业收入 1023.62 亿元，同比增 2.37%，归属母公司股东净利润 31.4 亿元，同比增 28.57%。卡车增速从去年二季度开始出现反弹，从 2013 年 Q3 开始由于基数较低，同比增速大幅提升。而 2014 年 Q1 仍然延续了这一趋势。板块 2014 年 Q1 营收和归属母公司净利润分别为 270.25 亿元和 9.91 亿元，同比增速为 16.63% 和 36.03%。我们认为地方国四标准的逐步推进触发了部分提前消费，而近几年的低销量增速也带来了一些更新消费。但是卡车行业的主要决定因素仍然是宏观经济。房地产投资增速对重卡行业尤为关键，但在目前房地产市场一片低迷，投资增速出现断崖式下跌的情况下。预计卡车板块业绩增速可能在二季度出现大幅下滑。

图 15：卡车行业营收（亿元）及同比



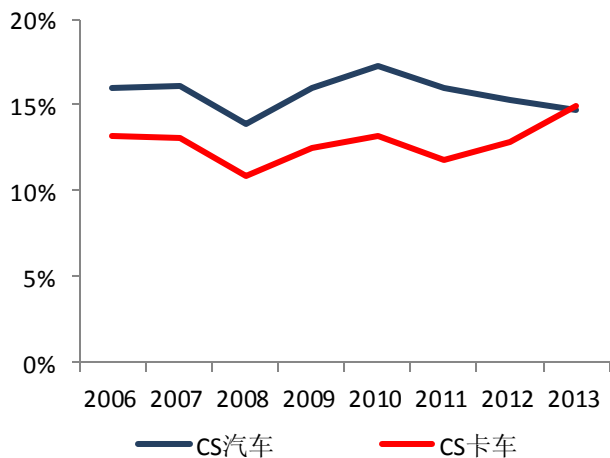
资料来源：东兴证券研究所

图 16：卡车行业净利润（亿元）及同比



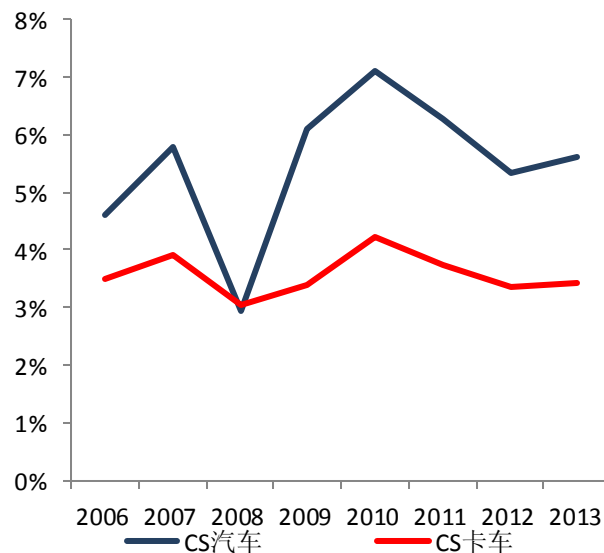
资料来源：东兴证券研究所

图 17：汽车行业、卡车行业毛利率变化



资料来源：东兴证券研究所

图 18：汽车行业、卡车行业净利率变化



资料来源：东兴证券研究所

4. 客车行业：连续三个季度业绩负增长，黄标车治理不达预期将持续压制行业表现。

客车行业上市公司 2013 年实现营业收入 613.97 亿元，同比增长 7.2%，归属母公司股东净利润 18.76 亿元，同比下滑 10.92%。收入与利润均显著下滑。行业 2013 年全年为前高后低的走势（上半年业绩增长，下半年业绩负增长）。

客车行业 2014 年 Q1 延续了 2013 年下半年的趋势。单季度营业收入和归属母公司净利润为 121.92 亿元和 4.35 亿元，同比增速为-3.78%和 63.02%。单季度营收增速再现负增长。而净利润增速的大幅增长则是因为去年基数较低以及中通客车处置新疆中通房产开发公司股权获得 1.8 亿元的投资收益。

客车行业连续三个季度的低迷主要原因是我们前期判断的最大驱动因素黄标车治理不达预期。客车行业在黄标车治理不达预期的情况下自身的稳定低速增长特性显现，全年难有好的表现。

图 19：客车行业营收（亿元）及同比

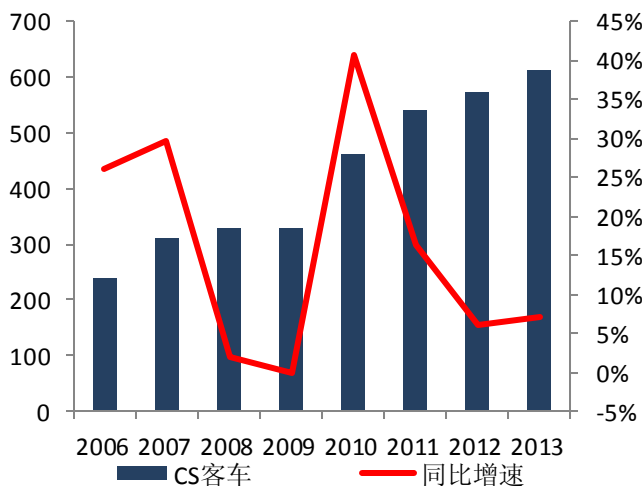
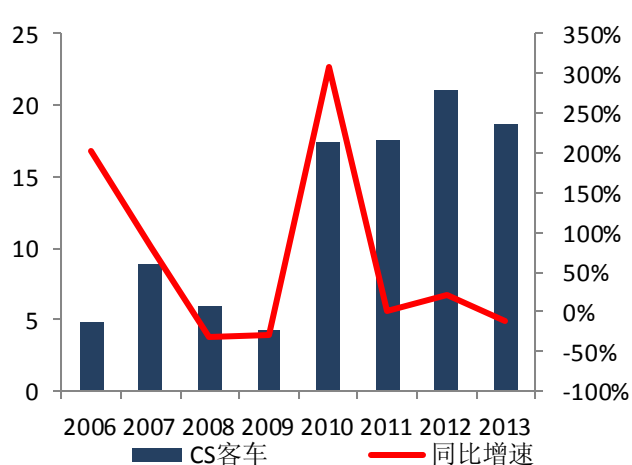
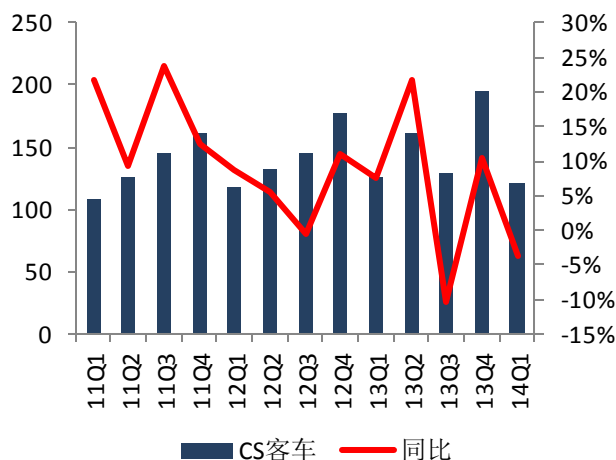


图 20：客车行业净利润（亿元）及同比



资料来源：东兴证券研究所

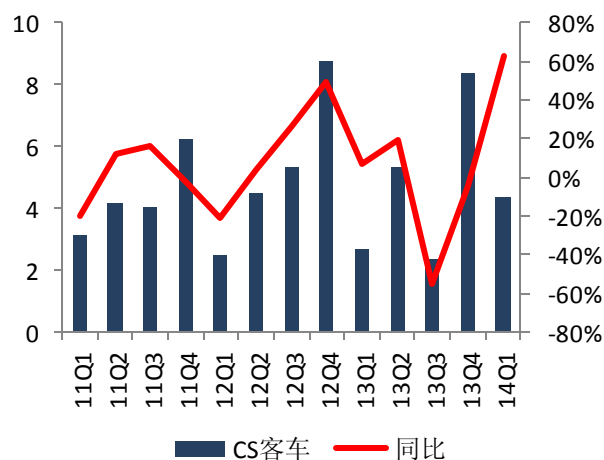
图 21：客车行业单季度营收（亿元）及同比增速



资料来源：东兴证券研究所

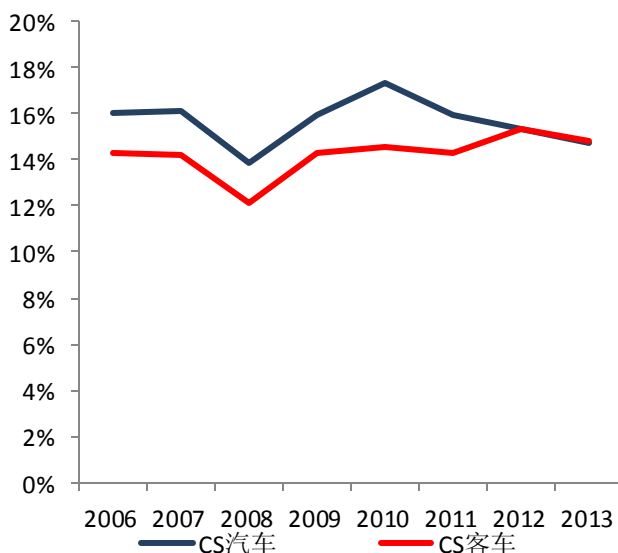
资料来源：东兴证券研究所

图 22：客车行业单季净利润（亿元）及同比增速



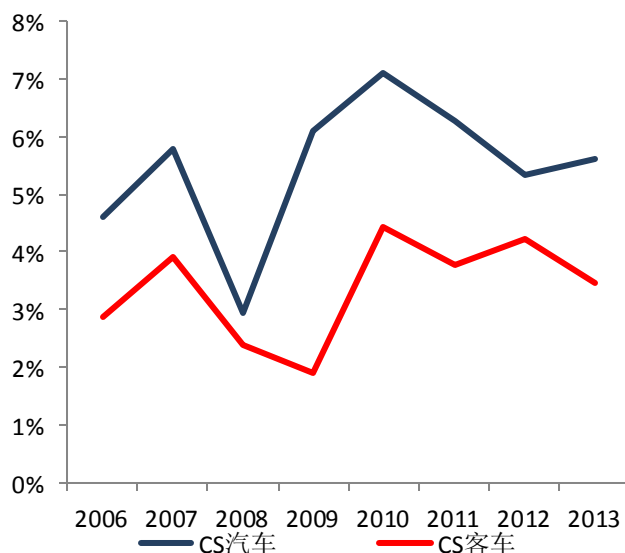
资料来源：东兴证券研究所

图 23：汽车行业、客车行业毛利率变化



资料来源：东兴证券研究所

图 24：汽车行业、客车行业净利率变化



资料来源：东兴证券研究所

结论：

综合来看，卡车、客车基本面均出现较大的不利变化，而乘用车板块虽然整体增速也会下滑，但结构性机会仍然会较多，相关零部件企业也将受益。看好节能减排、国企改革、行业兼并重组所带来的结构机会。

继续推荐乘用车中的悦达投资、长安汽车、江淮汽车，卡车中的东风汽车，零部件中的西泵股份银轮股份、威孚高科。

分析师简介

张洪磊

对外经贸大学金融学硕士，工学学士，具有四年汽车行业从业经验，2012 年加盟东兴证券研究所。

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。