

汽车行业迎来复苏，SUV有望率先获得市场青睐

--4家SUV上市公司综述

中汽协在去年年初时，预期2015年全国汽车销量增速为7%，但在5月份就将该预期砍去一半还多，下调至3%，到了8月更是一度认为，2015年汽车销量或将出现25年来首次负增长，汽车行业在去年前三季度的下滑幅度显然超出了市场预期。这也使得大部分整车企业，如上汽集团、长安汽车等公司的股价提前在2015年4月底见顶，并在此后6-8月份的股灾中，汽车板块整体的下跌幅度也要高于市场平均水平。

不过，在汽车销售旺季来临、购置税减半刺激性政策出台等因素的共同作用之下，2015年4季度全国汽车销量同比增长15.84%，显著高于2015年1-9月0.31%的增速，带动2015年全年销量（2459.76万辆）同比增速回升至4.68%。在行业复苏势头得到确认的情况下，市场普遍预期2016年全国汽车销量同比增长6.6%，保持平稳增长。其中，SUV市场过去5年均以远超乘用车市场平均增长水平的速度高速增长，刚刚过去的2015年销量继续高速增长49.65%至622万辆，市场预期SUV 2016年销量仍将同比增长26%，保持快速增长态势。在汽车行业景气整体回升的大环境下，一枝独秀的SUV领域相关公司，如长城汽车、长安汽车等成长优良，估值合理的上市公司或将率先受到市场追捧，值得重点关注。

一、评述范围：

我们股票估值网研究覆盖的SUV领域相关公司有5家，其中SUV业务占比较大的有4家，分别是江铃汽车、长安汽车、江淮汽车和长城汽车。这4家公司的成长性和安全性评级、股价所处估值评级的位置及预期股价区间详见下表：

单位：元

公司名称	行业分类	成长动能分类		安全稳定指数		最近合理 买入价	未来三年 股价区间 高/低	2016-1-25日 股价所在JW4 点位置
		最新一期	上期	最新一期	上期			
江铃汽车	汽车	3	2	3	3	22	38 / 30	27.03 / B
长安汽车	汽车	1	1	2	2	12	24 / 18	14.57 / B
江淮汽车	汽车	2	2	2	2	10	18 / 14	10.78 / B
长城汽车	汽车	2	2	3	3	8	14 / 11	9.37 / B

数据、图表来源：股票估值网

由上表可以看出，各公司的成长性和安全性评级呈现出明显分化，其中江铃汽车由于其被寄予厚望的轻卡表现大幅低于市场预期，驭胜SUV也逆市出现大幅下滑，新车型（包括福特品牌的SUV）未来的表现存在不确定性，因而我们给予它的成长性和安全稳定性评级皆为一般水平的3。长安汽车由于合资企业表现良好，自主品牌表现强劲并成功实现扭亏为盈，因而其成长动能评级为1，安全性评级为2，属于成长性最好，业绩可预期性较强的公司。与此同时，受市场情绪持续震荡下行的影响，这4家公司目前股价均已回落至JW4点股价图谱中的B点位置，即合理估值区域。伴随着汽车行业景气的持续回升，这4家公司的业绩和估值提升空间有望随之打开，有意配置汽车板块的投资者不妨多加关注。

二、行业分析：

1、SUV高增长的态势仍将延续

根据中汽协发布数据显示，2015年全年乘用车累计销售2114.63万辆，同比增长7.3%，实现平稳增长，但具体到细分市场来看，轿车全年销量同比下滑5.8%至1165万辆，表现持续低迷；MPV销量同比增长10.05%至211万辆，与2014年46.7%的增速显著放缓；而SUV销量达622万辆，同比增长49.65%，成为乘用车销量增长的主力，也是车市的“定海神针”。事实上，SUV近年已进入高速增长通道，其中2012-15年销量增速分别为21.8%、52.4%、36.5%和49.65%，同时市场预期2016年其销量同比增长26%，表明SUV市场仍有望保持较高的增长。我们认为，能率先发现市场潮流，提前布局SUV市场的企业

如长城汽车，或更能充分受益于行业的高景气。

长城汽车在 SUV 领域深 10 余年，在经济型 SUV 领或具有明显的优势，且在国内连续多年保持销量冠军，属该领域处于龙头企业。在 2013 年，长城率先实施聚焦“SUV”战略，几乎放弃在轿车市场的投入，导致 2014-15 年轿车销量分别同比下滑 54.01%和 36.58%，拖累公司整体业绩表现。不过受益于哈佛系列（SUV）持续热销，其 2015 年累计销售汽车 85.27 万辆，同比增长 17%，显著好于 2014 年的下滑 2.4%，且高于汽车行业的平均增长水平。同时公司 2016 年汽车销量目标定为 95 万辆，同比增长 11.37%，仍将保持较快增长，值得关注。

2、刺激性政策助 SUV 增长提速

2009 年，政府出台 1.6L 及以下排量乘用车车辆购置税减半政策，促发当年的汽车销售达 1362 万辆（同比增长 45%），首次超越美国成为全球销量第一，其中，乘用车销量为 1032 万辆（同比增长 53%），造就了一轮资本市场中的汽车牛市。2015 年政府近期出台相似的刺激政策：从 2015 年 10 月 1 日到 2016 年 12 月 31 日，1.6L 及以下排量的车型免掉一半的购置税。而该政策的效用同样立竿见影，2015 年 10-12 月乘用车销量增速分别为 15.4%、24.6%和 21.3%，较 2015 年 1-9 月 3%的增速显著提升。其中 SUV10-12 月销量增速分别为 63.2%、70.5%和 61.2%，依旧是汽车领域增长速度最快的细分领域。预计该政策仍将为乘用车市场 2016 年的增长带来动能，建议持续关注相关的受益标的。其中，我们研究覆盖的长安汽车合资的长安福特 73.51%的车排量均在 1.6L 以下，自主品牌 84.57%的车排量均在 1.6L 以下；而长城汽车主力车型中的 H2、H6 均主打 1.5T 的产品，目前总销量中超过 90%的产品是 1.6 升及以下的乘用车产品，将持续受益。

3、自主品牌车企资源普遍向 SUV 领域倾斜，助 SUV 业务快速增长

在两年以前城市 SUV 出现热销信号时，部分自主品牌开始倾其所有，大力投入城市 SUV 研发制造，而 2014-15 年轿车市场的低迷（2015 年其销量同比下滑 5.8%），掀起了车企向 SUV 领域拓展的热潮，目前几乎所有的自主品牌车企都在 SUV 领域布下棋子。数据显示，当前自主品牌在售轿车车型数量为 117 款，其中 2015 年新上市的新车型寥寥无几，表明自主品牌车企纷纷减少轿车的投入，主动为 SUV 让路。而当前在售的 77 款 SUV 车型中有十几款是 2015 年刚上市的，预计 2016 仍有 21 款将上市，意味着 SUV 新型车上市将进一步提速，为相关企业业绩增长带来增量。

我们研究覆盖的 4 家 SUV 公司大多都有新车型即将上市或新车型将进入爬坡期，如长安汽车预计在 2016 年将推出中大型 SUV CS95 以及小型 SUV CS15，长城汽车的 H7（定位于 H6 和 H8 之间）预计在 2016 年 4 月上市，江铃汽车的 2015 年 10 月 31 日推出的重点车型撼路者（福特品牌 SUV）迎来持续放缓等，这些新车型均有望成为相关公司在 2016 年的重要看点。

4、短期增长明确，未来成长存在不确定性

如上文所述，SUV 市场目前仍处于高速增长的趋势，且刺激性政策及车企资源向 SUV 领域倾斜也为其增长带来动能，因而我们认为 2016 年 SUV 市场保持高增长是大概率事件，但随着市场竞争的进一步加剧，其未来成长仍存在不确定性。

数据显示，紧凑型 SUV 2015 年销量实现 352 万辆，销量占 SUV 总量的 56.1%；小型 SUV 则实现销量同比翻倍至 176 万辆，销量占比为 28.1%，两者合计占到 SUV 销量总数的 84.2%，表明紧凑型 SUV 与小型 SUV 已成为市场的主力，这与这些车型普遍具备的外观时尚、经济省油、价格实惠的特点，与时下年轻消费群体对于小型 SUV 的需求不谋而合有关。不过，紧凑型 SUV 与小型 SUV 的热销，也导致车企扎堆在该细分市场，如目前国内自主品牌 77 款 SUV 车型中除了少数几款车价格超过 13 万外，大部分价格均在 5-11 万元之间，也意味着它们定位、定价、品质质量大多相差不多，导致市场竞争异常激烈。同时，市场预计合资品牌也将逐步介入低格领域，进一步激化 SUV 市场的竞争，这也为 SUV 市场的发展带来较大的不确定性，未来自主品牌想依赖中低端 SUV 获得快速成长的难度也将越来越大，如江淮汽车依靠几款小型 SUV 的热销而一举扭转业绩下滑颓势的情况或难再现。

三、盈利分析

4家SUV公司年度业绩汇总

单位: 亿元

指标名称	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
主营收入	1046	1192	1498	1752	2150	2514	2909
同比变化 (%)		14%	26%	17%	23%	17%	16%
净利润 (扣除)	63	83	136	169	191	231	277
同比变化		32%	63%	24%	14%	20%	20%
毛利率	19%	22%	23%	22%	21%	21%	22%
期间费用率	11%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
净利润率	6%	7%	9%	10%	9%	9%	10%
分红率	32%	33%	29%	27%	27%	23%	21%
总资产报酬率	7%	8%	10%	10%	9%	9%	9%
净资产收益率	14%	16%	22%	22%	20%	20%	20%
年平均市盈率	9	12	10	12	黑体数据为预测数据		
市营收比	1	1	1	1			

数据、图表来源: 股票估值网

4家SUV公司数据对比总汇

公司名称	主营收入 (亿)				净利润 (亿)				毛利率			
	主营收入年成长率				净利润年成长率				期间费用率			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
江铃汽车	208.897	255.373	240.893	285.916	15.2618	15.5638	15.535	20.6145	26%	25%	26%	26%
	20%	22%	-6%	19%	14%	2%	0%	33%	14%	14%	14%	14%
长安汽车	384.819	529.133	680.73	789.647	33.2342	72.7901	86.1777	103.241	17%	18%	18%	19%
	31%	38%	29%	16%	210%	119%	18%	20%	17%	15%	14%	15%
江淮汽车	336.202	341.694	466.617	537.31	7.41279	3.0346	7.36382	9.74444	16%	14%	13%	14%
	15%	2%	37%	15%	94%	-59%	143%	32%	11%	11%	11%	11%
长城汽车	567.843	625.908	761.417	901.213	79.8726	77.1688	82.354	96.9063	29%	28%	26%	26%
	32%	10%	22%	18%	45%	-3%	7%	18%	8%	9%	9%	9%
汇总	1497.76	1752.11	2149.66	2514.09	135.781	168.557	191.43	230.506	23%	22%	21%	21%
	26%	17%	23%	17%	63%	24%	14%	20%	12%	12%	12%	12%

数据、图表来源: 股票估值网

以上两表分别为4家SUV公司的年度业绩汇总表和各家公司的年度数据对比总汇总表。总的来看,4家公司近几年整体保持平稳较快增长,且营收增速显著高于行业平均水平。其中2015年4家SUV公司营收平均增速为23%,显著高于同期7.3%乘用车销量增速。同时,预计4家SUV公司2016年营收平均增速达到17%,亦高于7.4%的乘用车销售预期增速,这主要是四家公司SUV产品进入高速增长有关。其中江淮汽车2015年全年销售SUV 25.31万辆,同比增长254%,使得其一扫2014年的低迷,业绩重回快速增长轨道。由于江淮2016年仍将推出全新SUV产品S1,S2\S3\S5也有更新换代产品,新车效应+S系列积累的用户口碑,江淮2016年SUV产品仍有较大上升空间,SUV仍将成为其主要看点。

具体来看,除了长安汽车能持续保持平稳较快增长外,其余三家公司的业绩成长均出现明显波动。其中,江铃汽车四大业务中有三大业务在2015年销量出现下滑,而唯一实现正增长的轻卡业务表现也远低于市场预期,导致其2015年业绩出现明显的波动。江淮汽车业绩在2014年陷入低迷,但受益于SUV板块的快速放量,公司业绩2015年重回高增长轨道。而长城汽车受新车上市的延迟及收缩轿车业务影响,2014年业绩也一度出现下滑。另外,从季度业绩来看,4家公司在2015年三季度平均营收增速出现放缓,净利润同比亦下滑了9%,主要与三季度汽车行业整体表现低迷有关。不过,在购置税减半等因素的共同作用下,四季度汽车行业已迎来强势复苏,这4家公司在四季度的业绩将出现明显改善。此外,这4家公司的毛利率一度出现整体下滑的势头,其中,长城汽车2015年三季度毛利率同比下滑3.25个百分点至24.43%,导致其三季度营收保持增长,净利润却出现明显的下滑,主要是受国内一度掀起的降价潮影响。未来市场竞争或将进一步激烈,预计汽车行业整体盈利水平仍有下降的风险。以下两表是4家公司季度业绩汇总表和各家公司的季度数据对比总汇总表:

4家SUV公司季度业绩汇总

单位: 亿元

指标	13Y4Q	14Y1Q	14Y2Q	14Y3Q	14Y4Q	15Y1Q	15Y2Q	15Y3Q
主营收入	40700.6	42901.4	40212.5	39482.3	52614.6	55002.2	50660.1	45940.8
同比变化	14%	17%	8%	12%	29%	28%	26%	16%
净利润(扣除)	3420.23	4661.7	4120.02	3655.11	4418.9	5489.22	5349.77	3321.56
同比变化	36%	52%	14%	5%	29%	18%	30%	-9%
毛利率	23%	21%	22%	22%	21%	20%	21%	20%
期间费用率	14%	11%	13%	13%	13%	9%	13%	13%
净利率	8%	11%	10%	9%	8%	10%	11%	7%

数据、图表来源: 股票估值网

4家SUV公司季度业绩变化比较

单位: 百万

指标	公司名称	13Y4Q	14Y1Q	14Y2Q	14Y3Q	14Y4Q	15Y1Q	15Y2Q	15Y3Q
主营收入 ----- 同比变化	江铃汽车	6094 29%	6191 26%	6084 28%	5821 14%	7441 22%	6350 3%	5639 -7%	4977 -15%
	长安汽车	10447 13%	12191 20%	12016 26%	12545 51%	16162 55%	18197 49%	14856 24%	15055 20%
	江淮汽车	8150 2%	9785 11%	8320 -9%	7058 -6%	9007 11%	11128 14%	12377 49%	10420 48%
	长城汽车	16009 17%	14735 16%	13792 1%	14059 -2%	20005 25%	19327 31%	17788 29%	15489 10%
	汇总	40,701 14%	42,901 17%	40,213 8%	39,482 12%	52,615 29%	55,002 28%	50,660 26%	45,941 16%
净利润(扣除) ----- 同比变化	江铃汽车	303 55%	514 4%	391 -8%	356 17%	296 -2%	445 -13%	449 15%	377 6%
	长安汽车	1087 95%	1913 266%	1650 113%	1790 91%	1926 77%	2350 23%	2540 54%	1547 -14%
	江淮汽车	119 297%	244 24%	169 -36%	-92 -158%	-17 -114%	190 22%	263 56%	48 N/A
	长城汽车	1911 10%	1991 7%	1911 -12%	1601 -22%	2214 16%	2504 26%	2097 10%	1351 -16%
	汇总	3,420 36%	4,662 52%	4,120 14%	3,655 5%	4,419 29%	5,489 18%	5,350 30%	3,322 -9%
毛利率 ----- 期间费用率	江铃汽车	25% 14%	25% 11%	25% 13%	25% 13%	26% 14%	24% 12%	25% 13%	26% 13%
	长安汽车	20% 17%	16% 13%	19% 16%	20% 16%	18% 17%	15% 10%	21% 12%	19% 13%
	江淮汽车	16% 11%	16% 11%	14% 11%	13% 12%	10% 11%	14% 10%	13% 12%	9% 12%
	长城汽车	28% 8%	28% 8%	29% 9%	28% 9%	26% 9%	27% 7%	26% 8%	26% 9%
	汇总	23% 14%	21% 11%	22% 13%	22% 13%	21% 13%	20% 9%	21% 13%	20% 13%

数据、图表来源: 股票估值网

四、市场估值及表现

指数名称	最新	本周股价表现	近13周股价表现	近52周股价表现
沪深300	3128	0.00%	-17.27%	-12.41%
汽车类指数	1350	0.00%	-16.77%	4.81%

数据、图表来源: 股票估值网

公司名称	本周股价表现	近13周股价表现	近52周股价表现	年成长率(14-17年)		PE	拖移PE	PBG	PB
				营收	净利润				
江铃汽车	2%	0%	-27%	11%	22%	13	15	0.59	2.06
长安汽车	3%	-8%	-25%	20%	18%	8	8	0.42	2.18
江淮汽车	-5%	-32%	-12%	22%	69%	20	33	0.29	1.91
长城汽车	-2%	-24%	-35%	18%	14%	10	10	0.75	2.61

数据、图表来源：股票估值网

从以上两表可以看出，最近一周及13周汽车板块与沪深300指数表现趋于同步，不过从最近一年的表现来看，汽车板块累计上涨4.81%，要显著好于沪深300指数同期下跌12.41%的表现。在2015年10月1日购置税减半政策出台等因素影响下，汽车行业迎来快速复苏，带动汽车板块在2015年8月至12月累计涨幅达50%左右，显著高于同期沪深300指数32%左右的涨幅，这是最近52周汽车板块涨幅显著高于沪深300指数的主要原因。但具体到我们分析的4家公司来看，其最近52周显著跑输汽车板块的平均水平，仅有江淮汽车表现与沪深300相当，其余3家股价均出现明显的下跌。

其中，跌幅最大的是长城汽车，最近52周跌幅达35%，我们判断主要是受公司推出的豪华SUV H8表现不达预期，加上没有培育出新的明星车型（目前业绩增量主要来自H2和H6），以及2015年三季度业绩出现下滑等因素的影响。不过，长城汽车2015年四季度汽车销量增速呈逐月提升的态势，受益于H8产品结构进行了调整和H7（定位于H6和H8之间）的上市，2016年业绩增长仍可预期。此外，长城汽车估值已下滑至10倍的历史低位，且其营收与业绩仍将保持平稳较快增长，值得关注。而江淮汽车虽然最近52周股价表现相对较好，但最近13周跌幅却达35%，是4家公司表现最差的，不过目前亦进入估值合理的B点区域。另外，江铃汽车和长安汽车股价亦进入估值合理B点区域，其中长安汽车PE仅是8倍，属于估值最便宜的汽车公司，且成长性依旧突出，市场预期其2014-17年净利润复合增速达18%，后续有望迎来估值修复的机会。

五、行业公司点评

长安汽车：长安汽车主要从事汽车、汽车发动机及汽车零部件的开发、制造和销售，处于中国汽车行业第一阵营。受益于合资企业的持续放量，长安汽车最近五年的净利润复合增长达45%，其中2014年扣除后利润为72.79亿元，同比增长119.02%，成长迅猛。在2015年三季度长安福特汽车销量意外下滑的背景下，公司2015年1-9月汽车销量仍达到203.11万辆，同比增长6.78%，仍显著好于行业同期0.3%的增速，销量排名也上升至全国的第三位，带动公司2015年前三季度营收与扣除后净利润同比增长30.9%和20.23%，分别为481.8亿元和64.37亿元，彰显其具有较强的市场竞争力。

值得一提的是，2015年三季度陷入低迷的长安福特（三季度销量同比下滑12.2%），在去年四季度迎来强势复苏，2015年10-12月汽车销量分别同比增长18%、29%和35%，一改此前的销售颓势。同时，由于锐界（SUV）仍处于销量爬坡期，预计2016年公司销量突破10辆是大概率事件，而蒙迪欧将推出改款车型，具备新车效应，两者将为长安福特2016年的业绩带来可观增量。另外，公司的自主品牌在2014年四季度已进入盈利周期，随着自主品牌乘用车销量的不断攀升，其盈利占比也将逐步提高。在CS系列持续发力（主要是SUV），以及新SUV车型CS75和CS35上市的带动下，预计2016年公司自主业务仍有望保持较快增长。我们判断，在合资品牌与自主品牌的共同发下，长安汽车2016年业绩的快速增长仍然可期，值得关注。