

景气高峰已过 估值将归合理

——确定成长化解估值压力

行业评级

中性 / 下调评级

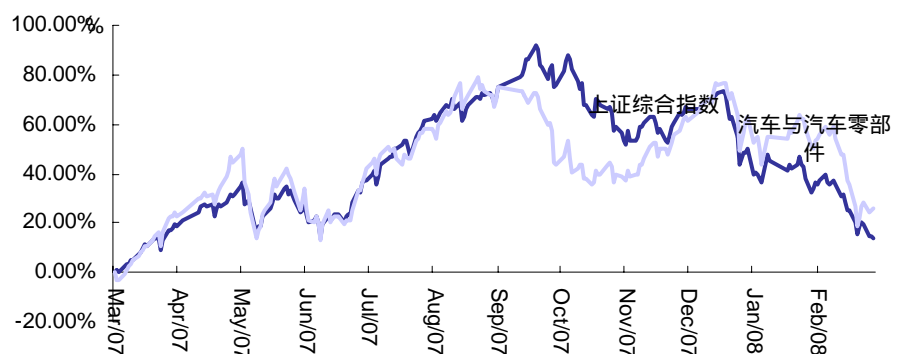
相关研究

《汽车行业 2008 年报告:确定成长是王道》

发表日期 (2008/01/01)

- 从外部因素看,2008 年高油价、经济景气下行和成本因素将对汽车行业估值形成压力,从行业自身运行规律看,我们认为始于 2005 年的一轮景气周期在 2007 年已达至高峰,汽车行业的估值水平因此将回归合理,2008 年难有超越大势的表现。下调行业评级至“中性”。
- 钢材价格上涨是 2008 年对汽车成本影响最大的因素,综合测算的成本上升幅度约 1%,整车企业和零部件企业均将承受较大压力。初步测算的结果,乘用车和小型商用车单台成本上涨 600~800 元,大型商用车成本上涨幅度估计在 1200 元~1500 元之间。
- 销售增速放缓而产能持续增长,供给过剩下的产能利用率很可能再度下降。从投资结构的角度看,合资企业投资规模会有所下降,但自主品牌投入持续增长,结构性的变化会降低整体行业的投资效率。我们预计 2008 年汽车行业的盈利增速将会有较大幅度下降,预计在 25%~30%左右,2009 年增速将进一步放缓。
- 汽车行业的景气波动主要体现为盈利而非销量波动,由于规模效应递减、产能利用率可能再度下降以及自主品牌大规模投入,我们认为 2007 年行业景气已达致高峰。行业的估值变化与景气度保持一致,我们认为近期汽车板块估值的回落反映了市场对行业景气前景的预期,这一预期有其内在合理性。
- 但是,投资机会仍然丰富,这是因为行业整体依然出色的成长性、子行业不同的成熟度、以及竞争环境下个体发展的差异性。在宏观背景、市场和行业均面临诸多不确定因素背景下,我们坚持确定成长品种的选择思路,我们认为,这是规避风险和分享成长的最佳途径。

最近 52 周行业指数表现



分析师
姚宏光
(0755) 8249 2723
yaohg@lhqz.com

目 录

本报告试图回答的四个问题	3
市场前景的再思考.....	3
通胀背景下的成本压力	4
行业盈利增长前景.....	6
估值的再思考.....	7
投资策略.....	10

本报告试图回答的四个问题

市场变化给我们提出的新问题

- 1) 市场的中长期需求前景
- 2) 通货膨胀背景下，行业的成本上升压力
- 3) 行业盈利增长前景
- 4) 影响行业估值变化的核心因素

对上述问题作出再思考的背景是过去几个月里汽车股的持续下跌，虽然系统性风险的释放可以给出大部分理由，但是我们注意到，汽车行业的估值水平重新回落到了沪深 300 估值水平之下（见图 6），这是过去 2 年里的首次。由此，一个迫切需要解决的问题是，汽车板块未来一段时期内还有获得超额利润的机会吗？

市场前景的再思考

截止 2007 年底，国内汽车保有总量为 5700 万辆，其中商用车保有量约 3500 万辆，占比超过 60%，反映了过去几十年来以商用为主的产品需求结构。我们的一个基本判断是，国内商用车市场的供需将接近平衡而逐渐进入低速增长阶段，乘用车市场将主导中国汽车市场的未来（至少从规模上看是这样）。

图 1 汽车国内销售部分

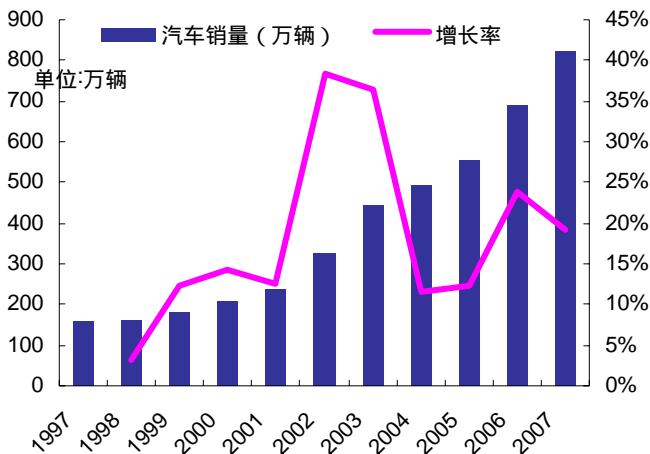
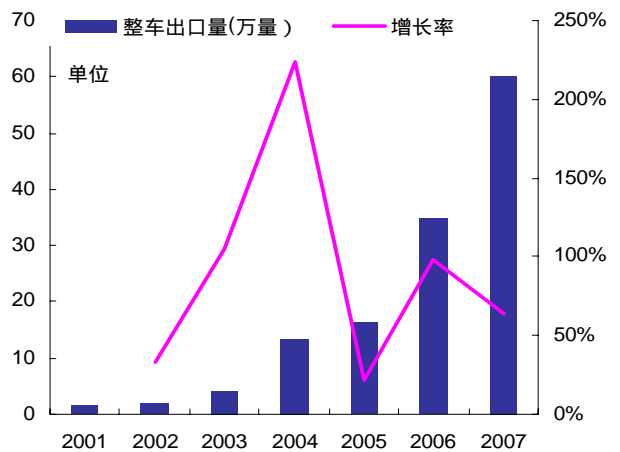


图 2 汽车海外出口部分



数据来源：联合证券研究所，汽车工业协会

图 3 商用车增长率变化趋势（剔除出口部分）

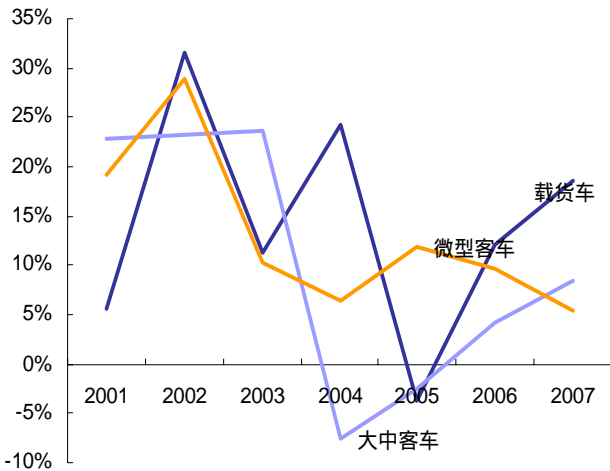
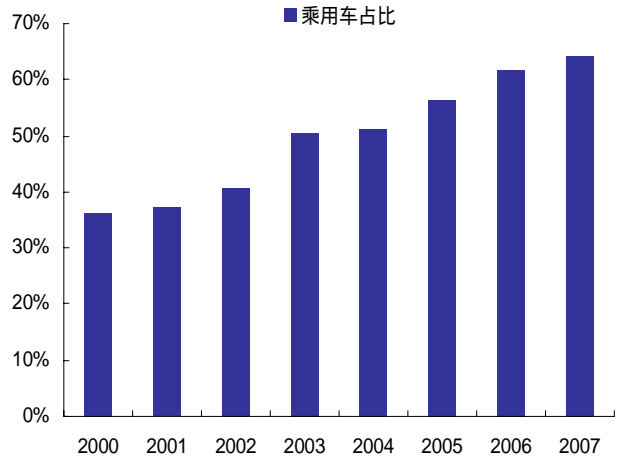


图 4 乘用车销量占比变化趋势



数据来源：联合证券研究所，汽车工业协会

2007 年狭义乘用车销量（不含微型客车）已达汽车年度总销量的 54%。最新统计数据显示的国内城镇家庭总数约 3.5 亿户，随着汽车社会时代的来临，我们预计至 2015 年将至少有 1/4 的城镇家庭将拥有一辆私人轿车（这一估计远远低于发达国家同等发展时期的水平）。

未来 8 年乘用车需求符合增长率在 12%左右

2007 年国内私人轿车保有量约 1500 万辆，依照这一目标，至 2015 年中国家庭轿车保有量将净增 5500 万辆，考虑到期间近 1000 万辆的更新需求，未来 8 年城镇居民家庭轿车的需求复合增长率将达到 12%。

未来需求增长总体呈下降趋势

我们的结论是：1) 处于初级普及阶段的中国汽车市场仍将保持长期较快增长，高油价和宏观经济增长减速难以改变中国汽车市场的快速增长趋势；2) 2007 年很可能是国内汽车市场的第二个增长高峰期，未来增速总体呈下降趋势；3) 销售增长对出口的依赖度将逐年增大。

通胀背景下的成本压力

通货膨胀背景下成本上涨压力困扰汽车产业，在 2008 年，由于成本上涨加剧，汽车行业所受负面影响看起来要大得多，其中主要是来自钢材为主要的材料成本上涨。

2008 年钢材成本上涨总额约相当于 2007 年行业利润总额的 7%

汽车钢材的消耗包括两部分，整车制造用钢材（主要是车架、车身用板材及车桥等铸钢件）以及钢材质的外购零配件。2008 年 1 季度板材全国平均市场价格同比上涨了近 20%，我们估计其他车用钢材的价格年内也将同步上涨。粗略测算结果，如果维持目前价格不变，2008 年汽车行业的钢材采购成本将增加 90 亿元左右（包括零部件部分），成本上升幅度约 1%，约相当于 2007 年行业利润总额的 7%。

表 1 汽车分类别钢材成本估计

汽车类别	钢材单耗 (吨/辆)	其中板材单耗 (吨/辆)	2008 年(涨价前估算)					2008 年(涨价后估算)				
			产量 万辆	钢材耗量		板材耗量		产量 万辆	钢材耗量		板材耗量	
				数量 万吨	金额 亿元	数量 万吨	金额 亿元		数量 万吨	金额 亿元	数量 万吨	金额 亿元
轿车	0.8415	0.58905	480	404	53	283	143	480	404	61	283	166
重型货车	7.15	5.005	48.8	349	45	244	124	48.8	349	53	244	143
中型货车	3.624	1.9685	23.5	85.2	17	46.3	23	23.5	85.2	20	46.3	27
轻型货车	1.12	0.56	112	126	27	62.9	32	112	126	32	62.9	37
微型货车	0.766	0.51	31	23.7	3	15.8	8	31	23.7	4	15.8	9
大型客车	7.566	2.757	4.1	31	9	11.3	6	4.1	31	10	11.3	7
中型客车	2.551	1.716	7.8	19.9	3	13.4	7	7.8	19.9	3	13.4	8
轻型客车	1.033	0.921	22.4	23.1	1	20.6	10	22.4	23.1	1	20.6	12
微型客车	0.7272	0.51	100	72.7	9	51	26	100	72.7	11	51	30
总计			569	1134	168	748	379	569	569	195	748	439

数据来源：联合证券研究所

分车型看，近年来由于大量采用轻质化技术，乘用车钢材质量占比呈逐年下降趋势，但目前总质量的综合占比仍在 65%~70%之间，相对而言商用车的钢材质量占比略高，我们估计客车约在 70%左右，载货车钢材占比则达到了 75%。

汽车制造业是成本转嫁能力较弱的行业之一，这主要是由行业充分竞争的特性决定的。在集中度较高、竞争格局相对稳定的商用车领域，情况可能稍好一些（比如已有迹象显示个别重卡公司正试图提价来化解成本上升压力）。

零部件公司过往大部分时间里是整车厂削减成本的主要途径，但 2008 年材料成本上涨使得零部件企业成本空间被挤压，一些对材料成本敏感度较高的企业，2008 年甚至有可能要求整车厂提价分担。我们估计最终钢材价格上涨的压力一半左右要由整车厂承担。

人工成本上涨有较大个体差异

来自其他方面的成本压力至少目前看还不严重。汽车制造企业大都有较为完善的薪酬体制，人工成本的上涨压力比较小，出于控制通胀的目的，我们预计 2008 年电价的上涨幅度也很小（3%以内），总体上汽车企业制造费用的上升幅度比较有限。但是，不同企业的情况差异可能很大，例如宇通客车，由于大量聘用临时工，2008 年工资成本上升幅度达到 30%。

综合测算的钢材价格上涨导致成本上升幅度约 1%

我们的结论是：1) 钢材价格上涨是 2008 年对汽车成本影响最大的因素，综合测算的成本上升幅度约 1%；2) 整车企业和零部件企业均将承受较大压力；3) 从成本结构看，钢材消耗量更高的商用车受影响略大于乘用车，初步测算的结果，乘用车和小型商用车单台成本上涨 600~800 元，大型商用车成本上涨幅度估计在 1200 元~1500 元之间。

表 2 主要汽车制造公司钢材成本上升情况估计 单位：亿元

	2008 年计划产量	成本上升总额	与预测利润比较
上海通用	60	4.8	8.00%
一汽大众	60	5.4	8.31%
上海大众	59	4.1	9.39%
一汽丰田	40	3.2	8.00%
神龙汽车	28	1.7	21.00%
广州丰田	21	2.1	4.67%
北京现代	38	2.7	13.30%
广州本田	34	2.4	5.67%
东风日产	33	2.6	7.54%
东风本田	15	0.9	3.60%
长安福特	31	2.5	9.54%
上海通用五菱	62	3.1	31.00%
华晨	33	2.3	na
哈飞	21.6	1.1	na
比亚迪	20	1.2	8.00%
海马汽车	18	1.3	14.00%
长安微车	45	2.3	150.00%
长城汽车	20	1.8	10.59%
奇瑞	48	2.9	na
吉利	26	1.3	na

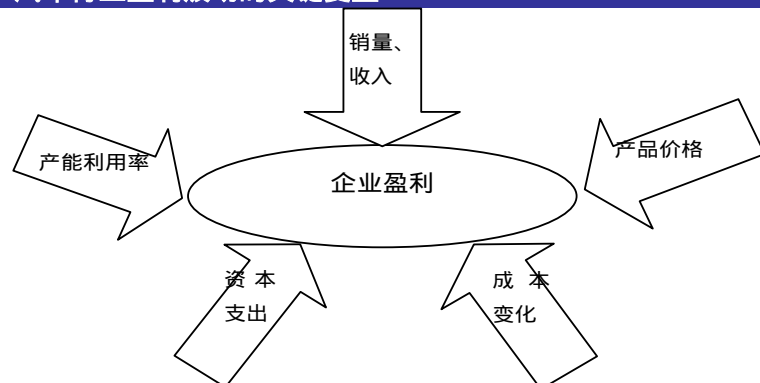
数据来源：联合证券研究所

转嫁成本压力的主要途径是产品提价，但同时也面临可能丧失市场份额的风险。我们估计 2008 年乘用车价格的下降幅度将进一步收窄，另外，通过缩短产品改型换代时间等措施，尽可能维持价格坚挺来化解成本压力。通过这些措施，我们认为最终钢材价格上涨的负面影响将小于上述的估计水平。

行业盈利增长前景

影响汽车行业盈利的关键变量依次是销量、价格、产能利用率、成本和资本支出水平。价格变动的影晌完全体现在企业利润变化上，销量和产能利用率是决定企业规模效应的核心要素，资本支出对企业盈利的影响体现在，当企业资本支出规模较大且较为集中时，将加大当期和相近年度的费用和未来折旧压力。

图 5 汽车行业盈利波动的关键变量



数据来源：联合证券研究所

过去 2 年行业盈利的大幅增长主要源于产能利用率提高带来的规模效应

2007 年汽车行业的利润增幅达到 71%，这是 2003 年以来的第二个增长高峰。过去 2 年盈利高增长主要可以归因于产能利用率的大幅提高，我们估计 2007 年汽车行业的产能利用率达到 80%，相比 2004 年至少提高近 20 个百分点，行业利润总额相对 2005 年的增长率则达到了 180%（见图 6）。

观察行业资本支出规模和结构变化也有重要价值。资本开支的目的是为了提高产能或产品技改，但在投入期，由于产出滞后，会导致企业阶段性盈利压力，主要体现为折旧快速上升和建设期间巨额费用。2003 年以来国内汽车市场的井喷刺激了汽车行业扩产高潮，期间虽然经历了 2005 年短暂的市场低迷，但投资热潮一直延续到 2007 年（见图 7）。

产能增长已经超过了最为乐观的需求增长预期，过剩的再度出现并不遥远

我们估计至 2010 年汽车行业的总产能将达到 1500 万辆~1600 万辆的水平，已经超过了最为乐观的需求增长预期，产能过剩的再度出现并不遥远。而且，虽然预计从 2008 年开始，合资企业投资规模会有明显下降，但自主品牌的投入在未来 2 年将进一步快速上升，这是相对低效的投资，相对合资企业，其投资回收期更长，投资回报率也要低得多，同时风险更大。

图 6 汽车行业产能利用率变化估计

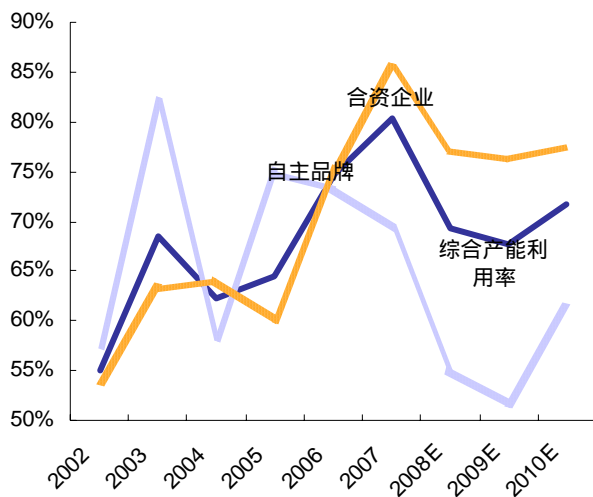
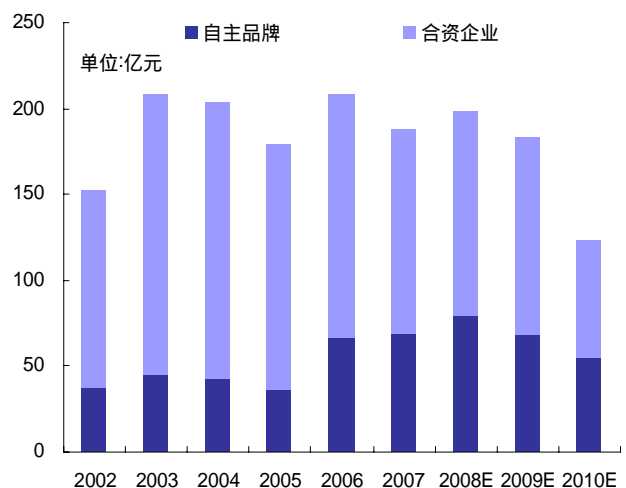


图 7 乘用车企业（部分）资本支出变化趋势



数据来源：联合证券研究所。

行业盈利增速将快速回落

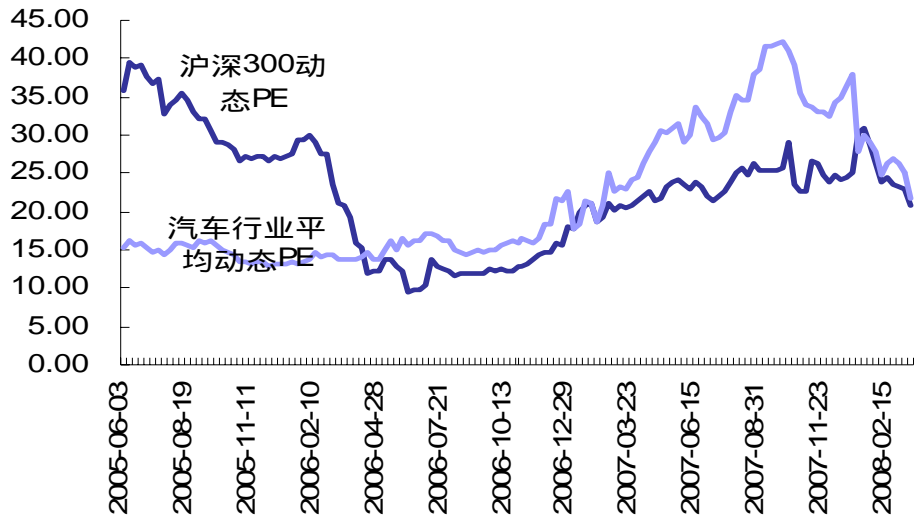
我们的结论是：1) 销售增速放缓而产能持续增长，供给过剩下的产能利用率很可能再度下降；2) 从投资结构的角度看，合资企业投资规模会有明显下降，但自主品牌投入持续增长，结构性的变化会降低整体行业的投资效率；3) 我们预计 2008 年汽车行业的盈利增速将会有较大幅度下降，预计在 25%~30%左右，2009 年增速将进一步放缓。

估值的再思考

观察样本选取了 12 家 A 股汽车类公司，包含了各细分行业主流上市公司。统计结果表明，国内汽车公司的动态市盈率长期较市场整体有较大折扣，这与成熟市场的情况一致。但从 2006 年开始，汽车行业估值水平超过了沪深 300。2007

年底，汽车行业率先调整，估值重新下降到了与沪深 300 一致的水平。

图 8 汽车行业估值水平与沪深 300 比较



数据来源：联合证券研究所，WIND

观察汽车行业的估值变化，基本体现出与行业景气度一致的波动

解释估值的上述变化轨迹走向仍然要归结到对行业景气前景的判断，同时也有助于预测未来趋势。2002 年以来国内汽车市场经历了 3 个阶段：第一阶段，2002 年~2004 年的市场井喷，行业销量和盈利超高速增长；第二阶段，2004 年~2005 年，销量增速下降，盈利负增长；2006 年~2007 年，销量增速加快，盈利大幅增长。观察汽车行业的估值变化，基本体现出与行业景气度一致的波动。

图 9 重点集团利润总额与产能利用率比较

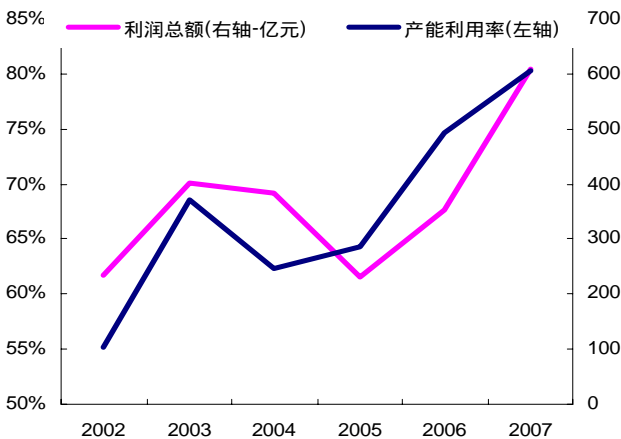
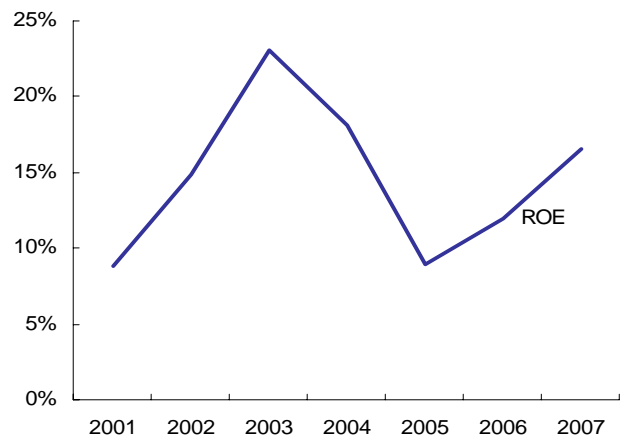


图 10 重点企业集团净资产收益率



数据来源：联合证券研究所，汽车工业协会。

图 11 重点企业集团毛利率走势

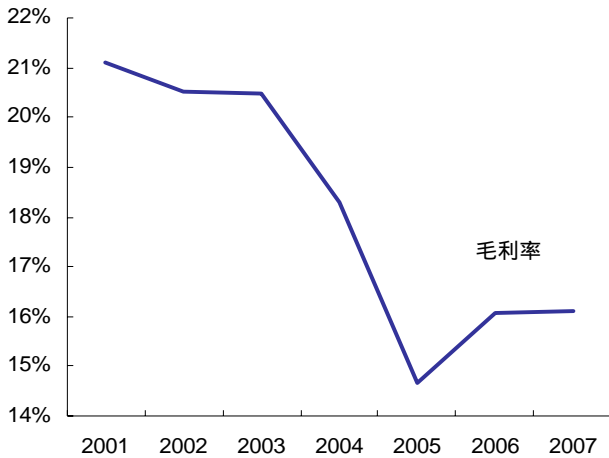
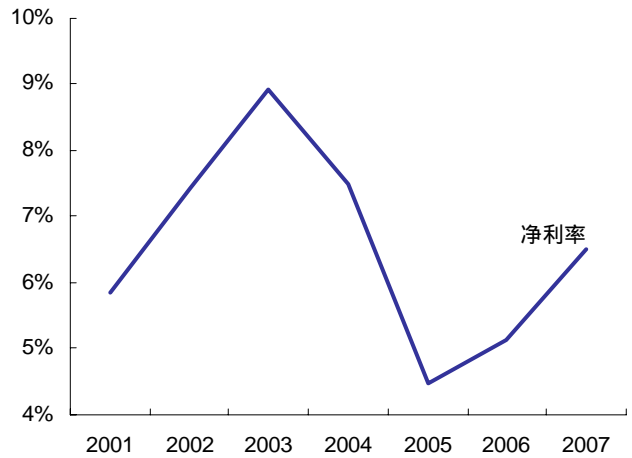


图 12 重点企业集团净利率走势

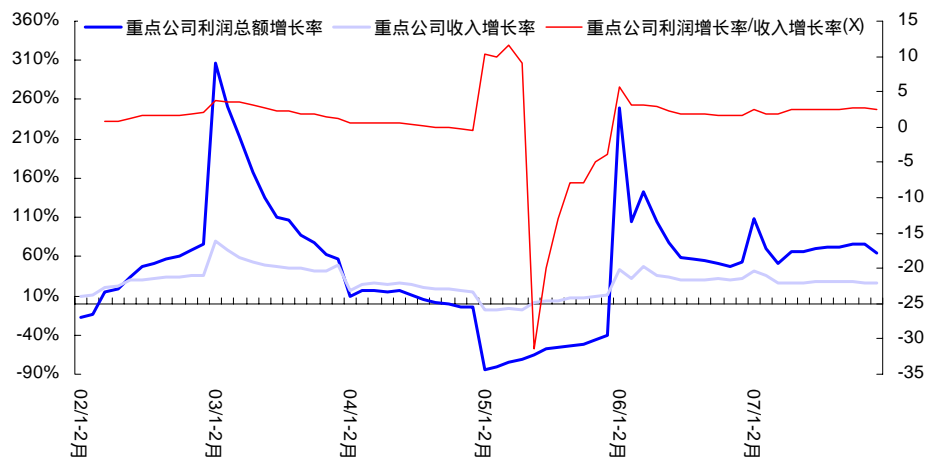


数据来源：联合证券研究所，汽车工业协会。

数据表明利润波动对行业景气度的反应最为敏感

数据表明利润波动对行业景气度的反应最为敏感。例如，2005 年在行业景气度进入阶段性低谷时，反应规模效应的利润总额与销售收入比例快速下降，而在 2006 年行业景气度处于回升阶段，比例则快速上升。我们估计 2008 年开始这一规模效应指标再度下行的可能性很大。

图 13 行业收入与盈利的波动关系



数据来源：联合证券研究所，汽车工业协会

汽车行业的景气波动主要体现在盈利而非销量波动，2008 年行业景气将下行

我们的结论是：1) 汽车行业的景气波动主要体现在盈利而非销量波动；2) 由于规模效应递减、产能利用率可能再度下降以及自主品牌大规模投入，我们认为 2007 年行业景气已达致高峰，2008 年开始行业景气将开始回落，行业盈利增速将向长期增长曲线靠拢；3) 汽车行业的估值变化与景气度保持一致，我们认为近期汽车板块近期估值快速回落反映了市场对行业景气前景的预期，这一预期有其内在合理性。

投资策略

汽车行业的估值水平将回归合理

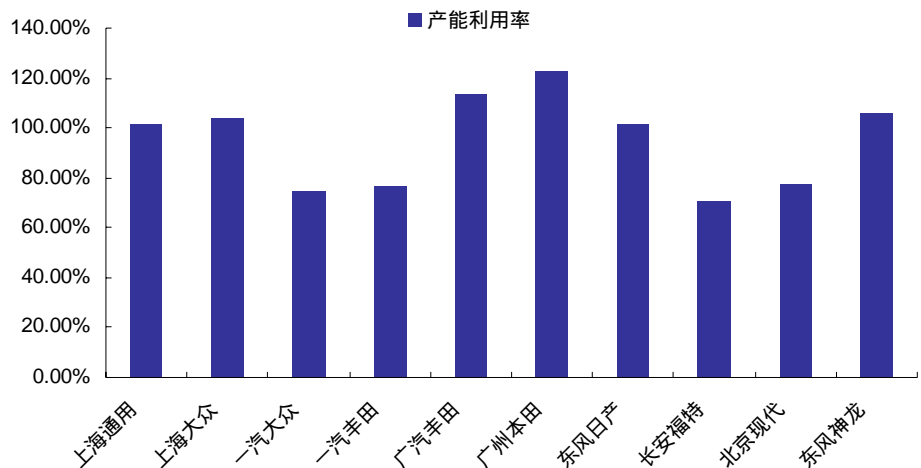
从外部因素看,2008年高油价、经济景气下行和成本因素将对汽车行业估值形成压力,从行业自身运行规律看,我们认为始于2005年的一轮景气周期在2007年已达至高峰,汽车行业的估值水平将回归合理,2008年难有超越大势的表现。下调行业评级至“中性”。

确定成长品种的选择思路是规避风险和分享成长的最佳途径

但是,投资机会仍然丰富,这是因为行业整体仍然出色的成长性、子行业不同的成熟度、以及竞争环境下个体发展的差异性。在宏观背景、市场和行业均面临诸多不确定因素背景下,我们坚持确定成长品种的选择思路,我们认为,这是规避风险和分享成长的最佳途径。

展望企业未来成长前景,我们将以下因素作为重要的观察变量:1)具有持续提升市场份额的能力或已形成趋势;2)产能利用率有较大提升空间;3)未来较低的资本开支;4)具备外生性增长潜力。

图 14 乘用车合资公司 2007 年产能利用率估计



数据来源：联合证券研究所

表 3 主要公司基本情况及投资评级									元/倍
	2008E		2009E		市场前景	资本开支计划	资产注入	不确定	评级
	EPS	PE	EPS	PE					
福耀玻璃 (600660)	1.31	22.0	1.73	16.6	全球汽车玻璃 OEM 市场 10 倍的提升空间	总体呈下降趋势	无	汇率升值及成本上升	增持
金龙汽车 (600686)	1.40	17.5	1.58	15.5	海外市场持续高速增长	大金龙产能扩充基本完成, 小金龙和车身公司仍有扩产需求	子公司和大股东股权整合	子股权整合的进度	增持
威孚高科 (000581)	0.7	24.9	1.20	14.5	具有垄断地位的欧 燃油喷射系统	欧 产品及配套产能主体建设完毕	无	欧 产品盈利能力及欧 产的下滑	增持
江铃汽车 (000550)	1.19	12.7	1.52	9.9	新产品逐步有贡献	持续下降	无	新产品市场销售	增持
长安汽车 (000625)	0.51	20.1	0.79	12.9	长安福特市场份额仍有较大提升潜力	本部资本支出未来 3 年估计 30 亿左右, 长安福特启动 3 工厂计划	无	自主品牌轿车前景	增持
一汽轿车 (000800)	0.58	25.4	0.71	20.8	自主轿车导入较为成功, 09 年新款马自达 6 有望进一步提升市场占有率	未来 3 年本部产能计划扩充 2 倍左右, 投入 20~30 亿	一汽集团整体上市预期	集团整体上市进程	增持
宇通客车 (600066)	1.05	24.2	1.27	20.0	海外市场高增长, 国内份额仍有潜力	渐进式扩产	无	所得税优惠	增持
万丰奥威 (002085)	0.32	31.3	0.38	26.3	汽车轮毂新增产能快速释放	产能储备已满足长期规划需求	摩托车轮注入	铝成本变化	增持
上海汽车 (600104)	0.65	22.5	0.71	20.6	合资企业 08 年市场份额可能小幅下降, 自主品牌需要更长的导入期	估计自主轿车后续投资总额在 50 亿元以上	无	自主品牌产品前景	中性
一汽夏利 (000927)	0.24	35.8	0.31	27.7	本部进一步恶化, 一汽丰田继续快速增长	估计未来 3 年自主品牌投入超过 20 亿元, 一汽丰田投资 4 工厂	一汽集团吸收合并预期	自主品牌产品前景	中性
中国重汽 (000951)	1.95	19.6	2.7	14.2	市场份额有望进一步提高	发动机厂和变速箱投入, 估计未来 3 年不少于 20 亿	集团红筹回归	行业的周期性波动	中性
潍柴动力 (000338)	3.8	16.8	4.75	13.5	发动市场受到竞争对手较大挑战	尚未获得公司大的投资规划	无	行业的周期性波动	中性
江淮汽车 (600418)	0.25	27.1	0.33	20.5	自主轿车处于市场导入期	自主品牌轿车仍需持续投入	无	自主品牌产品前景	中性

数据来源: 联合证券研究所

说明: 金龙汽车业绩预测未包括子公司整合预期;

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码：518001
TEL: (86-755) 8249 2212 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层
邮政编码：200121
TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2008 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。