

等待行业周期底部的到来

—— 2009 年汽车行业投资策略报告

行业评级

中性

乘用车： 中性

重卡： 中性

大中客： 增持

重点公司（12 月 31 日）

宇通客车 9.00 元 推荐

2007A 2008E 2009E

EPS 0.64 0.64 0.78

PE 14.1 14.1 11.5

中国重汽 12.72 元 中性

2007A 2008E 2009E

EPS 1.07 0.74 0.98

PE 11.9 17.2 13.0

相关研究

《周期性向下趋势已经显现——
汽车整车行业研究报告》

08/08/27

地址：南京市中山东路90号

电话：(8625) 84457777

http://www.htsc.com.cn

行 业：汽车

研究员：陈亮

电 话：025-84457777-894

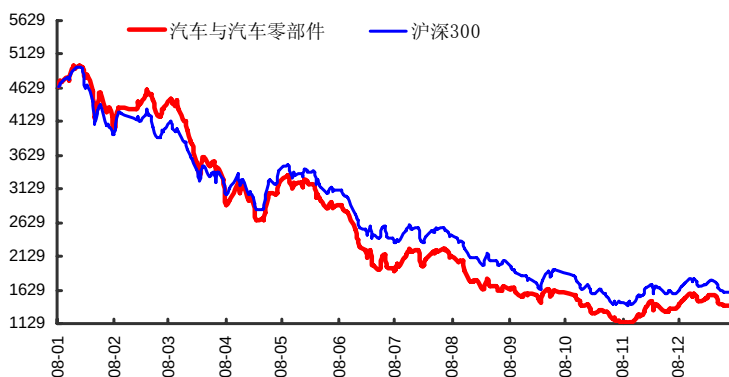
E-mail: pro7973@hotmail.com

2008 年 12 月 31 日

投资要点：

- 2008 年是汽车行业周期的拐点，即汽车行业周期从上升通道转为下行通道。目前整个行业仍处于下行趋势中。
- 从国内外历史经验来看，汽车行业是典型的周期性行业，行业需求波动方向同GDP基本一致，但波动幅度要远大于GDP波动。
- 宏观政策的刺激一定程度上能够平滑乘用车行业周期，但改变不了行业周期趋势；即减少行业周期下行幅度，同时拉长行业周期下行时间。行业见底至少要等到2010年上半年。预计2009年四季度将现乘用车投资机会。
- 2008年7月后重卡销量开始下滑，但下滑速度之快远超预期。2009年重卡销量将负增长15%以上，且呈现前低后高局面，2009年三季度行业将会探底。因此预计股市2009年二季度探底。
- 公交客车和旅游客车销量的增长将对冲长途客车销量下滑，这使得2009年客车行业波动幅度相对较小。
- 预计2009年汽车行业盈利将会出现30%左右的下滑，这将会让目前的估值底部区域又有了下行空间。

走势图



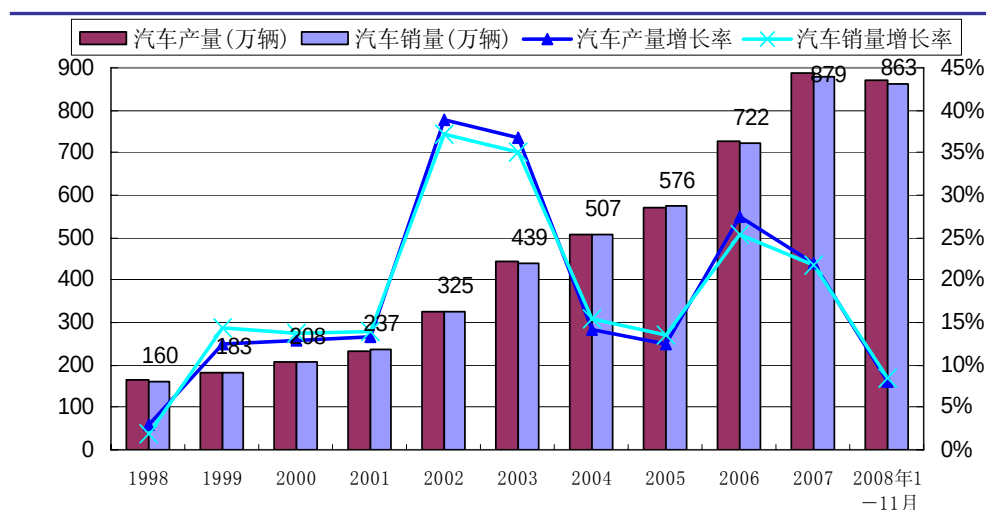
一、2008 年：寒意渐浓

毫无疑问，2008 年是汽车行业的“拐点”。在 2008 年上半年大部分分人还在担心高油价、高成本对汽车行业造成的负面影响时，我国汽车行业销量和利润率却都在不断创出新高。当下半年 NYMEX 原油期货价格从每桶 145 美元跌到 33 美元、钢铁价格半年下降了近一半时，19 家重点企业 10 月份实现的利润总额只有 3 月份时的 26%。2008 年整个行业产销量突破 1000 万辆的壮志未酬，这个冬天分外冷。

1、销量

2008 年前 11 个月，我国共销售汽车 863 万辆，同比增长 8.52%；2008 年全年销量增长率在 10% 以下已成定局。自 1999 年以来，我国汽车行业销量增速最低为 13.7%，今年的行业销量增速将创下 10 年来新低。单月销量来看，11 月我国销售汽车 68.5 万辆，同比下降-14.56%，环比下降-4.26%。实际上，11 月份的销量已经跌回到 2006 年同期水平。从各子行业销量情况来看，乘用车中 SUV、商用车中半挂牵引车相对较好。而 MPV 则表现最差。

图表 1 1998 年以来我国汽车产销量情况



数据来源：CAAM

图表 2 汽车各子行业销量情况

	2006 年		2007 年		2008 年 1-11 月	
	销量	增速	销量	增速	销量	增速
乘用车:	517.5	30.0%	629.8	21.7%	616.4	8.9%
基本型乘用车（轿车）	382.8	36.9%	472.7	23.5%	458.8	8.2%
多功能乘用车（MPV）	19.1	22.6%	22.6	18.3%	18.3	-9.9%

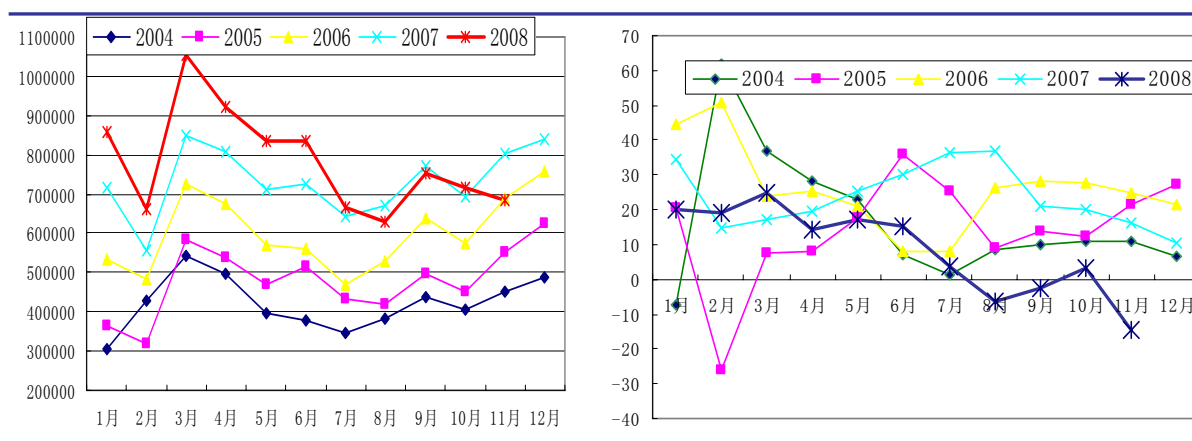
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

运动型多功能乘用车（SUV）	23.8	21.2%	35.7	50.0%	40.7	27.6%
交叉型乘用车	91.8	10.4%	98.8	7.6%	98.6	9.7%
商用车：	204.0	14.2%	249.4	22.3%	246.5	7.7%
客车（含非完整车辆）	28.9	7.3%	34.9	20.8%	30.9	-0.9%
货车（含非完整车辆）	165.8	13.6%	196.6	18.6%	196.7	8.5%
半挂牵引车	9.3	64.2%	17.8	91.4%	19.0	14.3%
总计：	721.6	25.1%	879.2	21.8%	863.0	8.5%

数据来源：CAAM

从月度数据来看，汽车行业今年呈现前高后低局面，与宏观经济走势基本一致。今年下半年以来，汽车销量快速下滑；其中 8、9、11 月出现了销量同比负增长。

图表 3 近年来我国汽车月度销量和同比增长率（辆，%）



数据来源：CAAM

2、成本

国内钢材价格和其他原材料从 2008 年 6 月开始回落，首先将会影响汽车零部件产品的采购价格，最终传递到整车大概需要 3~6 个月时间，因此 2008 年下半年因为原材料下跌导致的汽车成本下降幅度有限。相反，需求萎缩所导致的竞争压力使得众车企不得不降价促销，例如国 III 排放标准实施后，由于 EGR 和高压共轨两种技术路线的竞争，高价的高压共轨发动机不得不下调了 1 万元；这使得毛利率恢复上升面临很大压力。因此 2009 年汽车行业成本压力较小，行业面临的主要压力来自需求下降。

图表 4 “My Steel” 钢铁综合价格指数

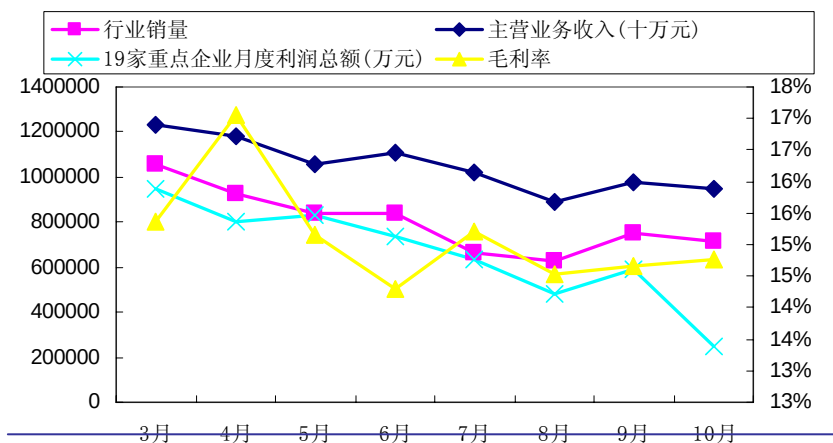


数据来源: My Steel 网站

3、利润

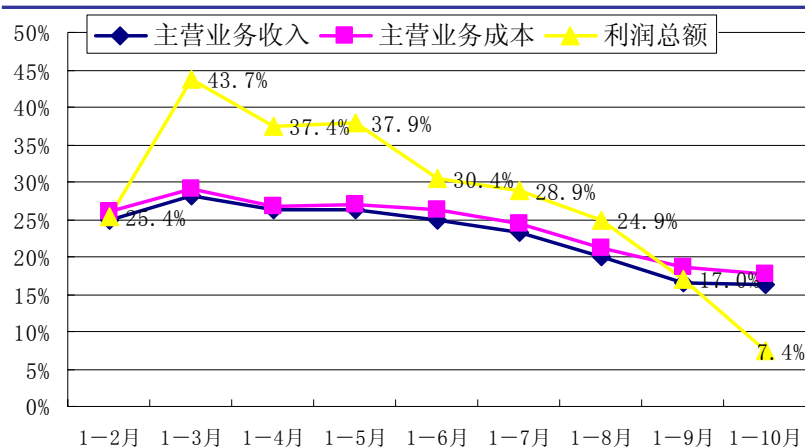
伴随着销量的回落, 车企的利润增速出现了更大幅度的下滑。以 10 月份和 3 月份数据比较, 销量、主营业务收入和利润总额下降幅度分别为 32%、23% 和 74%。2008 年 1-3 月我国汽车行业 19 家重点企业累计利润同比增加 43.7%, 而 2008 年 1-10 月这一数字则下降为 7.4%。

图表 5 汽车行业月度销量、收入、毛利率和利润情况



数据来源: CAAM

图表 6 2008 年我国汽车行业 19 家重点企业累计利润同比变化情况

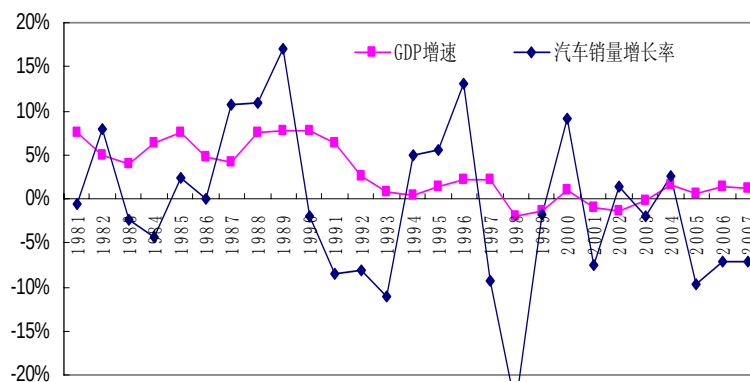


数据来源：CAAM

4、周期性

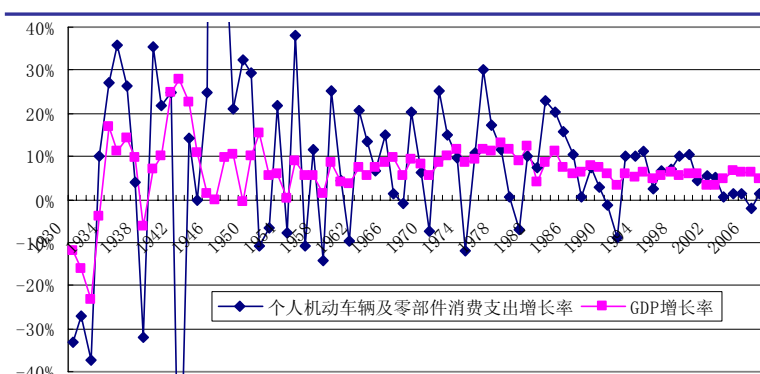
汽车属于耐用消费品，因此和大部分耐用消费品需求一样，行业需求具有很强的周期性。从美国、日本以及我国的历史数据来看，汽车需求对 GDP 增速表现出很大的敏感性，且汽车销量的波动方向与 GDP 基本一致，但波动幅度要远大于 GDP，至少是 GDP 波幅的两倍。此外，我们也看到，美国和日本在汽车销量高速增长时期销量波动幅度要大于汽车饱和期。

图表 7 日本汽车销量增速与 GDP 增速对比



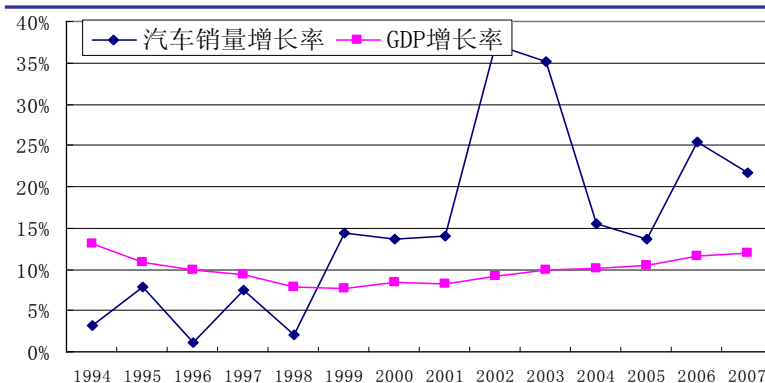
数据来源：Bloomberg、wind、JAMA

图表 8 美国个人机动车辆及零部件消费支出增长率与 GDP 增长率对比



数据来源: Bloomberg、wind

图表 9 我国汽车销量增速与 GDP 增速对比



资料来源: wind、CAAM

在 2009 年宏观经济不景气的前提下,我们很难看到汽车市场能有所起色。对汽车行业几个主要子行业分析后我们认为,受制于宏观经济的下滑,汽车行业至少需要到明年下半年才可能探底,但回升则需要等到 2010 年。寒意渐浓的 2008 年仅仅是汽车行业的秋天,2009 年才是汽车行业的冬天。

二、乘用车: 政策或将平滑行业周期

目前我国乘用车销量占整个汽车行业销量 70% 左右;而基本型乘用车(轿车)占乘用车销量 70% 左右。也就是说,目前我国汽车销量中有近一半为轿车;可以说,轿车销量走势决定了整个汽车行业的周期变化趋势。

1、长期来看,我国乘用车需求成长性明确

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正确性和完整性不作保证。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征价。我公司及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,还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

国际上一般认为人均GDP1000 美元是居民消费升级关键,我国人均GDP 在 2003 年超过 1000 美元,2006 年已经超过 2000 美元。伴随着经济发展的是我国的第三次居民消费升级,其代表商品为汽车、住房等;这也就是人们常说的“有房有车”。

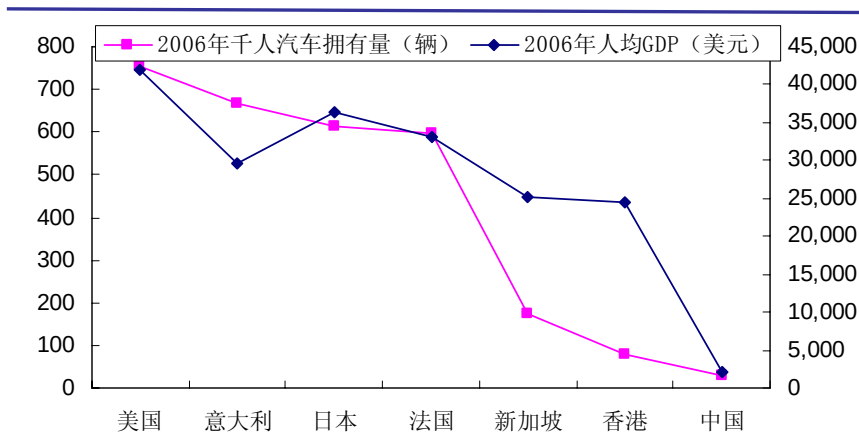
图表 10 我国居民三次消费结构升级对比

	第一次消费升级	第二次消费升级	第三次消费升级
时间	20 世纪 60 年代至 80 年代	20 世纪 90 年代	21 世纪初至今
代表商品	自行车、手表、缝纫机	彩电、冰箱、洗衣机	汽车、住房、通讯产品
目标	温饱型	由温饱型向小康型	发展享受型
消费重量级	百元级	千元级	万元级、几十万元级
持续时间	30 多年	10 年左右	数十年

资料来源:《中国汽车产业发展报告(2008)》

截至 2007 年底,我国民用汽车保有量为 4358.35 万辆,按照 13.21 亿人口测算,我国 2007 年民用汽车千人拥有量为 33 辆,这一数据远低于发达国家。美国 2007 年千人汽车拥有量为 814 辆,日本为 592 辆,德国为 597 辆,英国为 577 辆。

图表 11 不同国家汽车拥有量和 GDP 比较



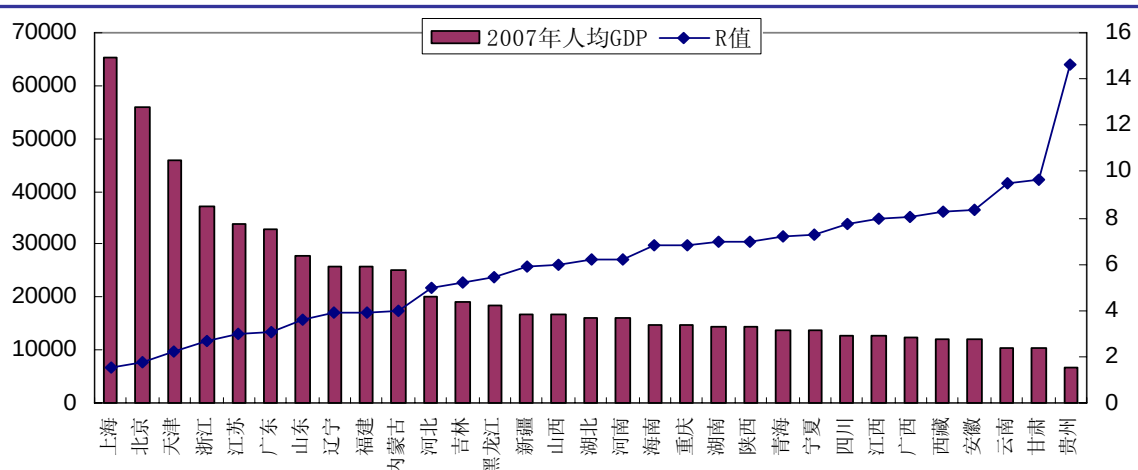
数据来源: Bloomberg、wind

差距仅意味着长期潜力,并不意味着消费能力。国际上常用R值来衡量国民汽车消费能力, $R \text{ 值} = \text{车价} / \text{人均GDP}$ 。从发达国家经验来看,当R 值达到 2~3 时轿车开始大规模进入家庭,汽车普及率迅速提高,只有新加坡和香港这样人口高度密集的城市型国家(地区)例外。如日本在二十世纪六十年代初的时候,R值达到了 3 的水平,这个时期是轿车开始大规模进入日本家庭的时期;韩国在二十世纪八十年代初的时

候，R值开始接近3，到1987、1988年的时候，R值等于2，也就在这个时候轿车开始大规模地进入韩国家庭。除了新加坡和香港外亚洲其他国家或地区也都呈现出这样的规律。新加坡和香港的人均汽车拥有量低是因为新加坡和香港政府对汽车拥有和使用征收非常高的税收，使得新加坡和香港拥有和使用汽车成本是其他国家的两倍以上。但我们注意到，新加坡和香港本身没有自己的汽车工业，汽车完全来源于进口，这使得政府政策制定时容易走向极端。我国人口密度、国土面积都不是新加坡、香港的特征，且政府希望汽车产业能够成为我国的支柱产业，因此我们判断我国政府对汽车需求的抑制不会达到新加坡、香港的程度；相反，从目前的趋势来看，我国的汽车产业政策和日韩更为相似。

按照10万元的汽车单价和我国2007年各省市人均GDP来计算，我国上海、北京和天津三个直辖市R值已经小于2.5，浙江、江苏和广东R值也正在向2.5靠近。预计未来随着经济的继续增长，R值进入2.5以内的省市将越来越多，轿车大规模进入家庭的时代正在到来。

图表 12 我国各省市人均GDP和R值



注：计算R值时，汽车单价按照10万元测算

资料来源：wind

2、乘用车行业竞争激烈

虽然我国政府对汽车产业有着严格的目录管理制度和市场进入限制，但由于地方政府都希望能够借助汽车产业发展拉动经济增长，使得我国汽车制造企业数量增加很快。特别是2006年和2007年，消费需求的旺盛引起的汽车行业投资冲动使得汽车制造企业数量迅速增长。根据中国汽车工业协会统计，我国汽车行业企业单位数2006年11月时为6345家；而2008年8月则上升到11106家。汽车制造投资

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正确性和完整性不作保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

周期较长, 汽车的产能扩张具有很大的惯性。当消费需求增速放缓时, 业内的竞争将会加剧。

从全球来看, 由于金融危机的影响, 2008 年全球三大主要经济体美国、欧洲和日本汽车销量均出现了大幅下滑, 新兴市场国家汽车销量的增速也迅速下滑。这使得国际汽车巨头更加重视包括中国在内的新兴市场, 也进一步增加了国内汽车行业的竞争。

从我国汽车产业发展角度来看, 大力支持自主品牌发展, 增加汽车整车的国产率将会是政府的导向。很大一部分自主品牌要想取得成功, 只能走具有“破坏性”的市场创新路线, 先期以低价赢得市场; 汽车整车的国产率增加也将使得汽车制造的价格战更加激烈。这两个因素使得低价竞争的市场范围日益扩大, 也将增加国内汽车行业的竞争程度。

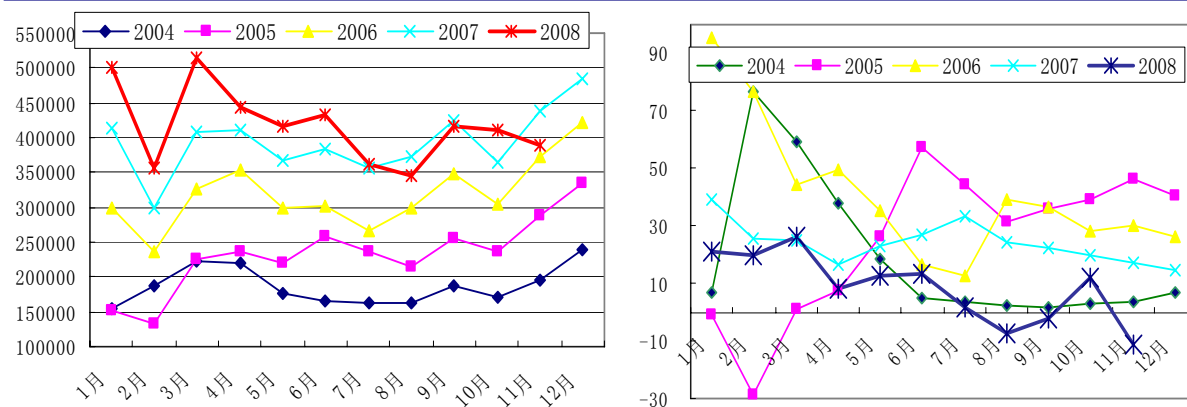
因此, 未来乘用车的竞争将更趋激烈; 乘用车需求长期增长潜力已被车企充分预期; 需求的增长并不能有效转化为车企利润率的上升。

3、短期来看, 行业周期见底须等到 2010 年

2008 年 11 月, 我国乘用车销售 52.28 万辆, 同比下降了 10.28 %。2008 年前 11 个月乘用车累计销量增速也下降到了 8.87 %; 预计全年乘用车销量增速为 8 % 左右。从往年数据来看, 春节前一个月往往是汽车月度销量的一个高峰, 春节所在月则是月度销量的低谷; 因此预计今年 12 月汽车销量将会好于 11 月销量, 但 1 月份数据同比和环比均会出现大幅度的下滑。

从占据乘用车销量 70 % 的轿车销量情况来看, 上一轮下行周期为 2004 年 6 月至 2005 年 4 月, 这 11 个月轿车销量增速平均为 0.53 %; 而随后的上行周期 2005 年 5 月至 2007 年 3 月, 轿车销量增速平均为 33.4 %; 2008 年 4 月至 11 月, 轿车销量增速平均为 3.4 %。显然轿车和乘用车目前正处于行业周期下行通道中。

图表 13 我国基本型乘用车(轿车)月度销量和同比增长率(辆, %)

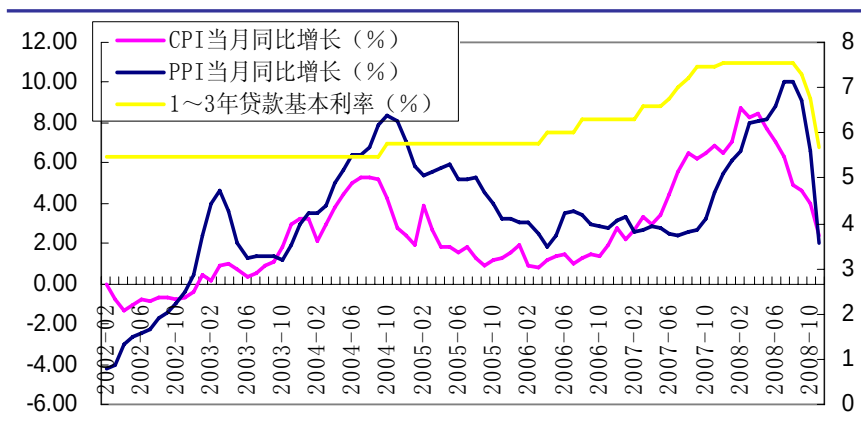


本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

数据来源：CAAM

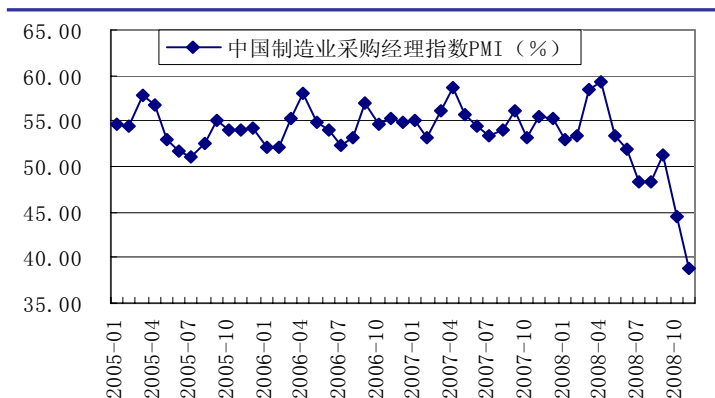
这一轮的下行周期和上轮相似之处在于：宏观调控、原材料价格高企等。但同时我们也必须看到，本轮下行周期面临的宏观环境要较2004年时更为恶劣。2004年汽车行业的不景气与汽车贷款的紧缩有很大关系；2002、2003年的贷款购车比例是30%左右，而2004年贷款购车比例还不到10%。就外部宏观环境来说，2004年时国内和国外的经济都较为景气。本轮的汽车下行周期面临的是全球百年不遇的金融危机，其对实体经济的影响程度至今未能完全释放。拉动中国经济的三驾马车现都呈现疲态，刺激中国经济发展的宏观政策有多大影响还不得而知；而各项经济指标均现在均呈现加速下滑态势。

图表 14 我国月度 CPI、PPI 和贷款利率变化情况



数据来源：wind

图表 15 中国制造业采购经理指数



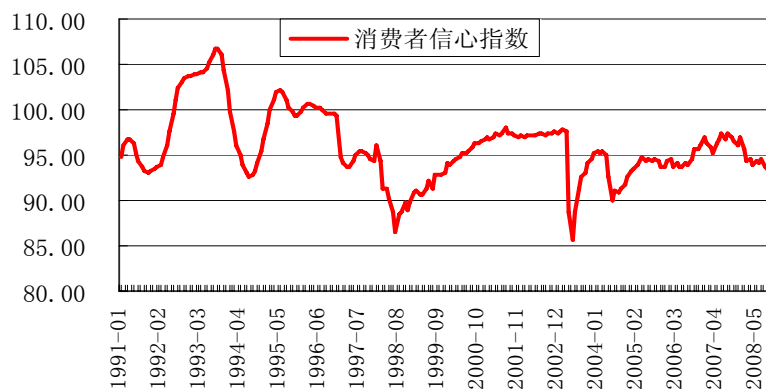
数据来源：wind

如果说股市财富效应的破灭、人均可支配收入增长放缓和消费者

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正确性和完整性不作保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

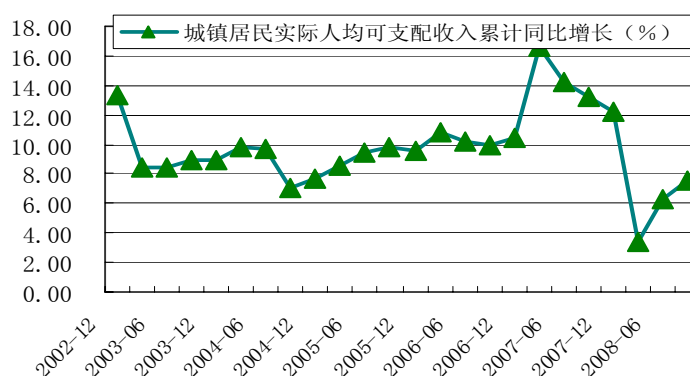
对未来收入预期的下降共同导致了 2008 年的车市低迷；2009 年这三项都很难好转。乘用车的消费属性决定了其行业周期下降速度要小于重卡，其见底时间也将会慢于重卡。我们认为，至少要等到 2010 年上半年才能看到这轮行业周期的底部。如果没有宏观政策支持，预计 2009 年乘用车销量将会下降 5% 以上。

图表 16 我国消费者信心指数



数据来源: wind

图表 17 我国城镇居民实际人均可支配收入增长率



数据来源: wind

4、宏观政策或将平滑行业周期

拉动经济的优选行业为产业链长、产业关联度与产业波及系数高的行业，从这个角度来说，房地产和汽车行业是优选。但房地产行业前几年的快速膨胀式发展使得大其幅度调整成为必然。在这种情况下，汽车消费可以堪当拉动经济发展的先导产业。实际上，国家的产业政策已经出台了一部分，且近期还将继续出台。目前国务院正在制定包括汽车产业在内的十个产业振兴规划；成品油的价费税改革也将于 2009 年 1 月 1 日正式实施；据传消费税将会分排量征收，小排量汽

车消费税税率将会下降；汽车贷款政策有望再次放开；新能源和自主品牌汽车也有望得到扶持。

我们认为，宏观经济的支持政策并不能改变整个乘用车行业的周期性趋势，但在短期能够对车市形成一定刺激作用，从而平滑行业周期，减少行业周期底部降幅，拉长行业周期下行时间。考虑到这一因素的影响，我们认为 2009 年乘用车销量将会和 2008 年基本持平；乘用车行业周期见底须等到 2010 年上半年。

5、经济型小排量车轿车值得关注

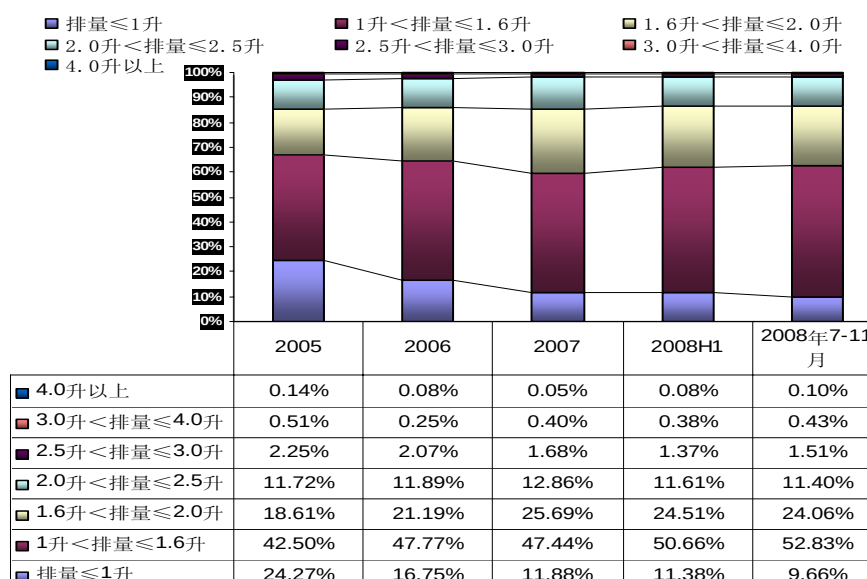
2005 年 - 2008 年期间，我国小排量乘用的市场份额一直在萎缩。2005 年时排量 ≤ 1 升乘用车销量占比为 24.27%，而 2008 年 7-11 月则萎缩到 9.66%。基于以下三个方面原因，我们认为 2009 年经济型小排量车将会扭转颓势，取得相对较好的发展。

一是国家政策的支持。排量 ≤ 1 升乘用车主要是自主品牌，小排量乘用车在燃油经济性、对环境危害程度方面具有一定的优势；属于国家政策鼓励发展的车种。2008 年 9 月 1 日开始实施的汽车消费税调整方案、2009 年 1 月 1 日开始实施的成品油价税费改革方案分别降低了小排量车的购置成本和使用成本。据传目前国务院正在讨论调低小排量车的购置税率，这将进一步降低小排量乘用车的购置成本，从而促进小排量乘用车的发展。

二是油价的降低。经济型小排量车价格较低，因此使用成本与车价比较大，且车主对使用成本更为敏感；在油价高企时，车主更易做出推迟购买的决策。而当油价下降时，经济型小排量车的销量受益程度要大于其他车。目前国际原油价格已经大幅下跌，我国成品油价格也有较大幅度的下降，经济型小排量乘用车将会因此而受益。

三是“口红效应”。上世纪二、三十年代经济大萧条时，几乎所有行业发展都陷入了停滞，然而口红的销量却出现了增长；研究认为当经济不景气时，人们的消费就会转向购买廉价商品，口红虽非生活必需品，却兼具廉价和粉饰的作用，能给消费者带来心理慰藉；这就是“口红效应”。经济型小排量车总价低廉，造型往往比较可爱，具有成为“口红效应”商品的潜力；在经济不景气时，经济型小排量车或许可以凭借“口红效应”取得意外的增长。

图表 18 近年来我国乘用车分排量销量占比



数据来源：CAAM

图表 19 汽车消费税的两次调整

车型	依据排量	2006年4月1日税率调整	目前适用税率	2008年9月1日税率调整	2008年9月1日后税率
乘用车 (包括越野车)	小于1.0升(含)	—	3%	下调2%	1%
	1.0升以上至1.5升(含)	下调2%		—	3%
	1.5升以上至2.0升(含)	—	5%	—	5%
	2.0升以上至2.5升(含)	上调1%	9%	—	9%
	2.5升以上至3.0升(含)	上调4%	12%	—	12%
	3.0升以上至4.0升(含)	上调7%	15%	上调10%	25%
	4.0升以上	上调12%	20%	上调20%	40%
中轻型 商用客车	小于2.0升	上调2%	5%	—	5%
	大于2.0升	—		—	

资料来源：国家税务总局网站、慧聪网

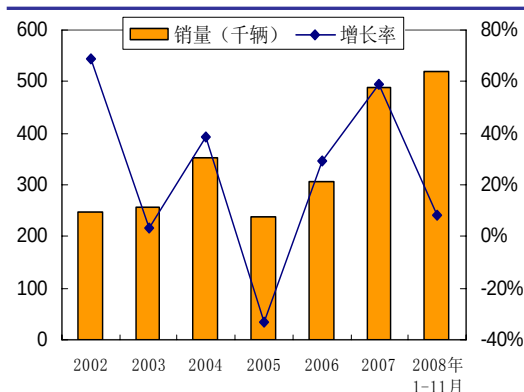
三、重卡：行业探底须等到2009年三季度

1、近年来我国重卡销量快速增长

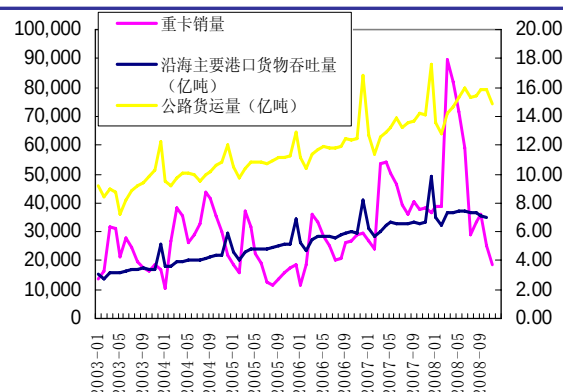
按照中国汽车工业协会的划分，重卡是指车辆总重量在14吨以上的货车（包括非完整车辆）和车辆总重量在12吨以上的半挂牵引车。受益于近年来宏观经济的高速发展和固定资产投资的持续上升，我国的公路货运量和港口货物吞吐量快速增加，带动重卡需求快速增长。2007年我国重卡销量为48.75万辆，是2001年重卡

销量的 3.3 倍，6 年间销量年复合增长率达到了 22%。

图表 20 我国重卡历年销量和增长率



图表 21 近年来我国公路货运量和港口货物吞吐量



数据来源:CAAM、wind

2、重卡市场集中度将继续提高

近年来我国重型货车前五名市场集中度呈下降趋势，而半挂牵引车市场集中度呈上升趋势。总体来看，我国重卡市场集中度非常高，前五名占据了 80% 以上的市场份额。一方面，重卡属于典型的机械制造业，规模经济作用比较明显，且产业链的完整性对于重卡企业的产品竞争力影响很大；另一方面，用户购买重卡决策时，非常关注重卡的售后服务网络，一个全国性的大规模售后服务网络对于重卡的销售有非常强的支撑，而只有销量比较大的厂家售后服务网点才比较全；这两个原因共同导致了重卡将会呈现销量龙头企业强者更强的格局。因此我们认为，未来重卡的市场集中度还将上升。

图表 22 我国重卡前五名市场集中度 CR5

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 1-11 月
重型货车(含非完整车辆)	84.90%	80.75%	75.61%	77.40%
半挂牵引车	87.01%	90.88%	94.14%	93.13%

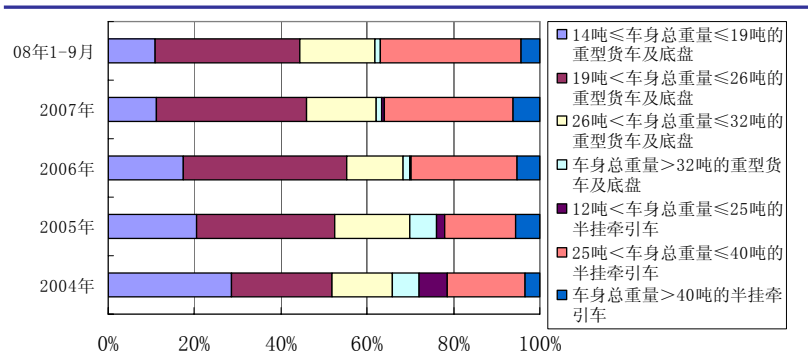
数据来源：CAAM

3、重卡重型化趋势将延续

近年来我国重卡销量结构呈现“重型化”的趋势，即大吨位的重卡销量占比呈上升趋势。2004、2005、2006 和 2007 年 19 吨以上货车销量占比分别为 60%、73%、75% 和 82%，25 吨以上的半挂牵引车销量占比分别为 76%、92%、98% 和 99.9%。重卡重型化的原因主要有两个方面，一是 2006 年以来我国各地区普通公路

和高速公路逐步实现计重收费，大吨位重卡的平均每吨货收费相对较低一些；二是近年来燃油价格高企，大吨位重卡的每吨货物耗油量比小吨位货物小一些；这两个方面原因使得大吨位重卡运输更为经济。目前计重收费调整虽然接近尾声，但其对销量结构的影响仍会持续两三年时间；2009 年开始我国将实施成品油价费税改革，变动的燃油税将会取代固定的养路费，这将使得大吨位重卡更具运载经济型，因此重卡行业未来仍会继续呈现重型化的趋势。

图表 23 重卡年度销量结构



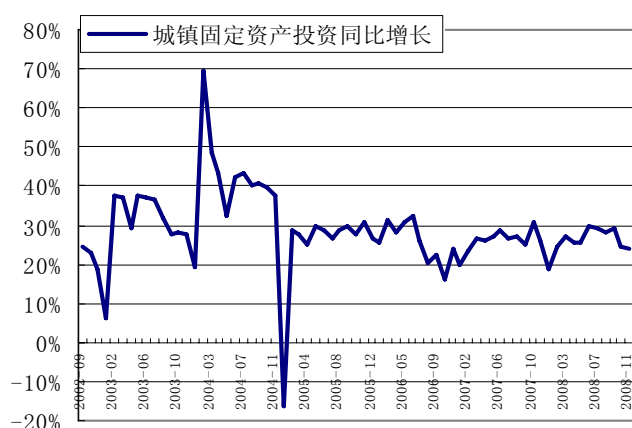
数据来源：CAAM

4、2008 年下半年开始的行业低迷将持续一年左右

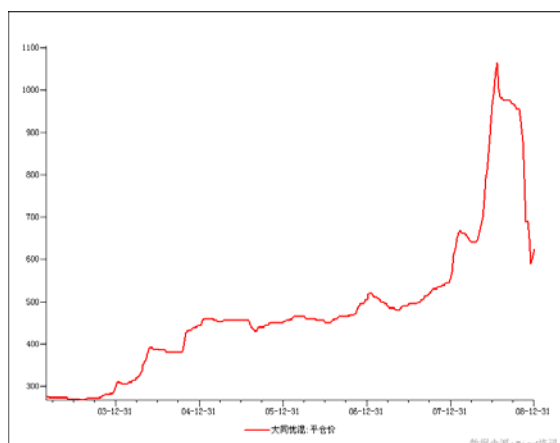
我国重卡销量 2005 年曾出现大幅度下滑，比 2004 年下降了 33%。2006 年销量虽较 2005 年有一定幅度的恢复，但仍低于 2004 年。2005 年重卡需求下滑主要有两个方面原因：

一是宏观调控使得 2004 年下半年开始固定资产投资增速变缓。2004 年开始的宏观调控使得 2004 年年底开始固定资产投资增速下降，且带动煤等大宗原材料和能源价格增速下降；从而使重卡运输需求下滑。2005 年国家加大了对煤炭业的治理整顿力度，相继关闭了大量以道路运输为主的小煤矿，加剧了重卡运输需求的下滑。

图表 24 城镇固定资产投资投资增速



图表 25 秦皇岛动力煤价格



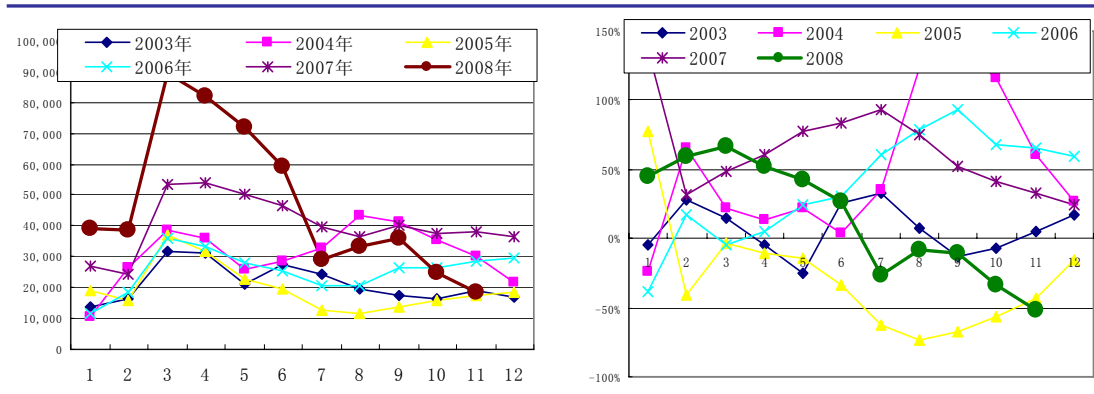
数据来源: wind

二是 2004 年 6 月开始, 全国范围内开展了大规模的治理超限超载行动。2004 年 4 月 1 日“GB1589-2004”《道路车辆外廓尺寸、轴荷及质量限值》强制性国家标准正式发布, 并明示将于 2004 年 10 月 1 日起正式实施。4 月 30 日, 交通部等七部委联合发布《关于在全国开展车辆超限超载治理工作的实施方案》, 提出集中搞一年, 使超限超载现象得到有效遏制; 综合搞三年, 彻底消灭车辆超限超载现象。5 月 1 日新的《道路交通安全法》正式实施, 专设部分条款应对超载违法行为, 对其处罚力度加强。6 月 18 日, 全国治理超限超载工作领导小组发布《关于在全国开展车辆超限超载治理工作的公告》, 从 6 月 20 日起, 治理车辆超限超载在全国范围大规模展开。2004 年 6 月开始的超载治理使得超载成本大幅增加, 重卡车主不愿意超载, 现有重卡总运能迅速下降, 从而运输需求短期存在很大缺口, 这刺激了短期重卡销量, 2004 年 7、8、9 三个月重卡销量同比超过了 100%。但 2005 年全国一些地方在治理超载执法时“前紧后松”, 造成了重卡车主经营不确定性增加, 引起了重卡车主的观望态度。2004 年下半年短期刺激导致的提前消费和 2005 年超载治理的放松是 2005 年重卡需求大幅下滑的重要原因。

目前宏观经济下行趋势确立, 且煤炭、矿产等资源性商品价格从年初的高位快速下跌, 比 2004-2005 年更加严重。重卡出口占比逐渐提高, 金融危机显然会给近期出口前景蒙上了一层阴影。但另一方面我们也看到, 国家为了防止经济衰退, 在出口指望不上、消费增长缓慢的情况下, 已经出台了 4 万亿的经济刺激计划, 政府主导的固定资产投资增长至少能够部分抵消民间固定资产投资的下滑; 这将减小作为生产工具的重卡需求下滑幅度。2004-2005 年治理超限超载先紧后松的局面目前也没有出现。因此我们判断

2008 年下半年开始的重卡行业不景气将会持续一年多，销量下降幅度将会略好于 2004-2005 年时；鉴于购买重卡的消费者以个人为主，其对未来运输需求的预期具有一定的滞后性，预计重卡行业周期须等到 2009 年三季度行业才能探底。

图表 26 2003 年以来重卡月度销量和增长率



数据来源：CAAM

5、2009 年重卡销量将呈现前低后高局面

从同比增速来看，在国 III 排放标准实施和宏观经济增速放缓的影响下，2008 年重卡行业销量呈现前高后低局面；1-6 月我国销售重卡 38 万辆，平均每月 6.3 万辆；而 7-11 月我国只销售重卡 14 万辆，平均每月 2.8 万辆；11 月重卡销量为 1.8 万辆，是的 2006 年 1 月以来月销量的新低。鉴于同比基数较高，我们认为 2009 年上半年重卡销量将会出现 20% 以上的下滑。2009 年三季度重卡行气景气同比将有所恢复，预计全年销量增速在 -15% 左右；行业周期性底部将会在 2009 年三季度看到。

四、客车：公交和旅游客车销量仍有望增长

1、公交客车需求具有逆周期性

◆ 我国的“公交优先”政策使得公交客车需求快速增加

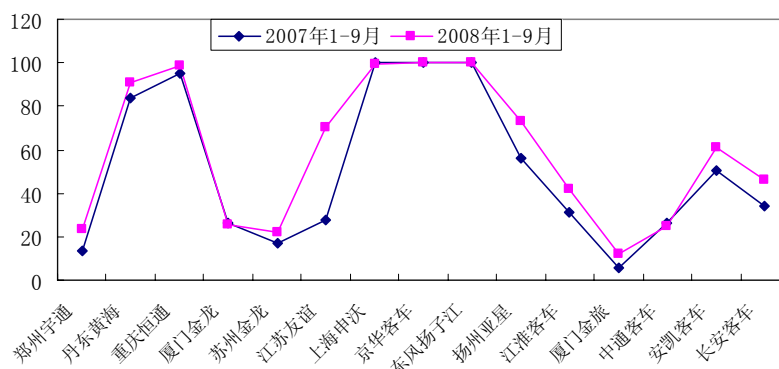
根据建设部今年 9 月的统计数据，目前我国各城市的公交出行比率大都在 10% 左右，与发达国家的 40% ~ 60% 相差很远。随着我国经济的发展和城市化进程的加速，城市人口不断增长，城市面积不断扩大，各级城市交通均出现了一定的拥堵，大城市表现尤为明显。为了缓解这一局面，我国政府从 2004 年开始提倡大力发展包括公共汽车在内的公共交通。2004 年建设部单独下发《关于优先发展城市公共交通的意见》，意见中明确提出“争取用 5 年左右的时间，基本确立公共交通在城市交通中的主体地位。公共汽、电

车平均运营速度达到 20 公里/小时以上；准点率达到 90% 以上；站点覆盖率按 300 米半径计算，建成区大于 50%，中心区大于 70%；特大城市基本形成以大运量快速公交为骨干，常规公共汽、电车为主体，出租车等其他公共交通方式为补充的城市公共交通体系；建成区的任意两点公交出行不超过 50 分钟；城市公共交通在城市交通总出行的比重达到 30% 以上。”2005 年建设部联合其他五部委起草并由国务院办公厅转发的《关于优先发展城市公共交通的意见》，这是建国来我国政府第一个系统阐述城市公共交通发展目标的文件；2006 年建设部与其他三部委联合出台的《关于优先发展城市公共交通若干经济政策的意见》，进一步要求各级地方政府在财政、交通道路规划、监管等多方面给予公共交通优先发展，其中公共汽车首当其冲。

从各级地方政府来看，很多城市目前都已经进行或正在进行公交的逆市场化改革，从市场化向公益化回归。公交回归“公益化”后，由地方公共财政来承担车辆购置和运营费用，公交企业的盈亏将不再是主要关注点，政府通过降低票价、加大车辆投入等方式使市民乘坐公交方便可行。公交优先政策的落实和公交的公益化回归将会使得公交需求快速增加，从而带动公交客车需求的快速增加。

中国客车信息网的统计数据显示，2008 年前三季度我国客车行业前 50 家企业总销量为 12.6 万辆，比去年同期增加了 9481 辆，增幅为 8.11%；其中，公交客车销量为 4.46 万辆，同比增加了 1.27 万辆，增幅为 39.96%。可以看出，2008 年前三季度客车行业销量的增量全部来自公交客车。从我国公交客车销量前 15 家企业来看，有 10 家公交客车销量占比提升；15 家企业公交客车销量占比合计共提高了 8.02%。

图表 27 我国 15 家主要公交客车企业 2008 年前三季度公交客车销量占比



数据来源：中国客车统计信息网

◆ 海外市场公交需求仍将可保持平稳增长

从 2008 年前三季度数据来看，客车行业前 50 家企业共出口大中客 1.8 万辆，同比下降 0.84%；其中出口公交客车 4673 辆，同

比增长 61.14%；客车总体出口金额增长 27.14%，而公交客车出口金额同比增长 87.09%。可以看出，公交客车的出口形势显著好于其它类型客车。公交客车具有生活必需品属性，收入弹性较低；在金融危机拖累全球经济和大宗商品价格下跌的情况下，预计公交客车海外需求将会好于其他类型客车，仍可保持平稳增长。

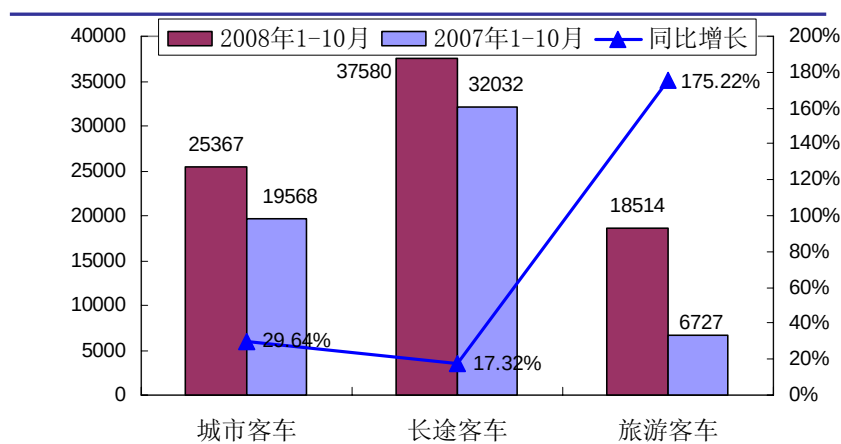
2、旅游客车销量 2009 年仍有望保持增长

发达国家的旅游行业发展与经济周期相关性很高，但我国目前旅游行业在国民经济中占比很低，2007 年我国旅游行业在经济产值中的占比只有 4.39%，因此与经济周期之间的相关性较弱。在 1999-2000 年的经济低迷阶段，我国旅游业仍表现良好。目前我国仍处于消费升级阶段，旅游行业的成长性较好。

2008 年由于受到地震和奥运会安全保障限制出行等因素的影响，国民旅游在一定程度上受到了抑制。国家旅游局在前不久召开的 2008 中国国际旅交会新闻发布会上对外公布，国家旅游局已向有关部门提出“国民休闲计划”，以拉动内需，促进旅游业和国民经济健康发展。该项计划将采取具体措施倡导针对优秀员工的奖励旅游、针对低收入群体的福利旅游、针对学生群体的休学旅游、针对离退休人员的银发旅游等。上述政策若能实施有望使得我国旅游业在全球经济不景气的背景下仍能稳定发展，进而带动旅游客车需求的高速增长。

从 2008 年前 10 个月的数据来看，旅游客车（不含非完整车辆）在客车行业的几个主要细分市场上增速最高。根据中国汽车工业协会的统计数据，2008 年 1-10 月我国旅游客车（不含非完整车辆）销量达 18514 辆，同比增长 175.22%；其中大型旅游客车（30 座以上）销售 4546 辆，同比增长 68%；中型旅游客车（10 座-29 座）销售 3838 辆，同比增长 100.1%；轻型旅游客车（10 座及以下）销售 10130 辆，同比增长 381.69%。鉴于对旅游行业仍能稳步发展的判断，我们认为，2009 年我国旅游客车销量仍能保持增长。

图表 28 2008 年 1-10 月我国客车细分市场销量情况



数据来源：CAAM

3、预计 2009 年我国客车行业销量和 2008 年持平

客车行业是汽车行业中周期性最弱的子行业,这主要有三个方面原因。首先,公交客车的周期性弱。在经济不景气时,消费者对于轿车的购买力下降,同时也会减少出租车等高价格出行方式的比例,增加低价的公交出行比例这使得公交客车需求在景气不景气时仍能够保持稳定甚至增长。而经济高涨时人们的公交出行比例反而会下降,这使得公交客车的需求不会随着经济高涨而快速增加。其次,而客运需求在经济周期中的波动程度显然比运货小很多,这使得公路客车需求的波动幅度要小于货车。第三,我国对客车有强制报废制度,2006 年商务部发布的《机动车强制报废标准规定(征求意见稿)》规定,公共汽车使用 13 年或 40 万千米、旅游或公路汽车使用 15 年或 60 万千米必须强制报废。实际使用中由于对载客安全因素的考虑客车往往在运行时间远小于报废年限时即停止使用,这使得我国客车行业具有比较明确的更新换代需求。

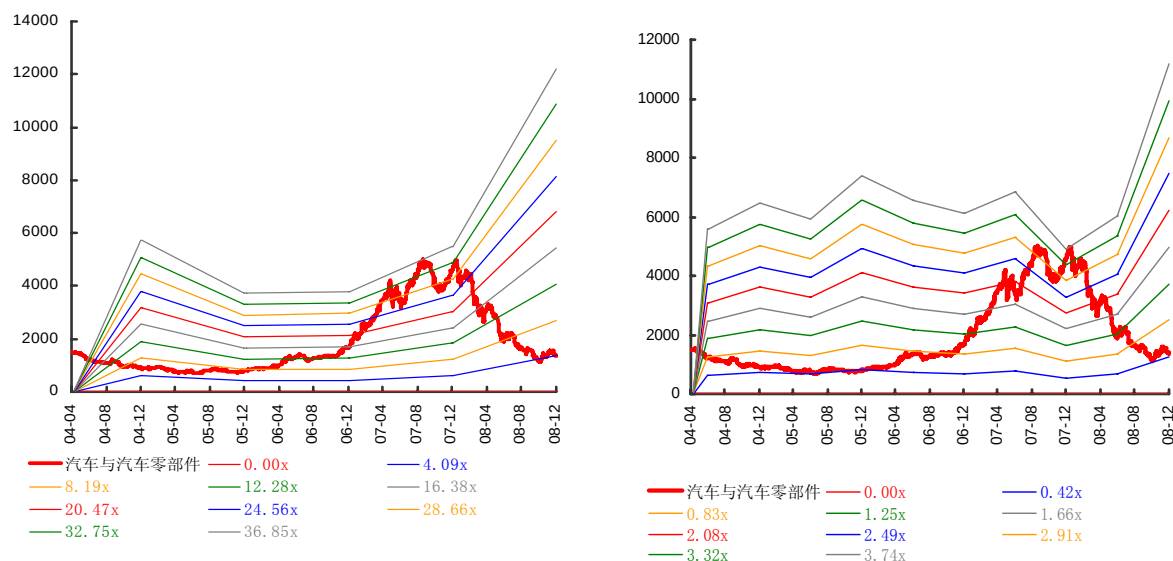
我们认为,2009 年公交和旅游客车销量的增长将会对冲长途客车销量的下降;使得客车行业整体销量和 2008 年基本持平。分季度来看,2008 年四季度行业的不景气将会延续到 2009 年一季度,2009 年二季度后客车行业将会有所恢复;因此 2009 年一季度是客车行业弱周期性的底部。

五、估值: 仍有下行空间

从 PE 水平来看,以 2007 年的行业盈利来估值,目前估值水平已经见底。但考虑到 2009 年企业的盈利能力可能会有较大幅度下降,那么未来 PE 将会上升。行业估值仍有下行空间。PB 估值也是一样,由于汽车行业不少上市公司都有股权投资,这部分亏损释放出来以后,上市公司的总体净资产将会下降,从而带来 PB 估值下行空间。

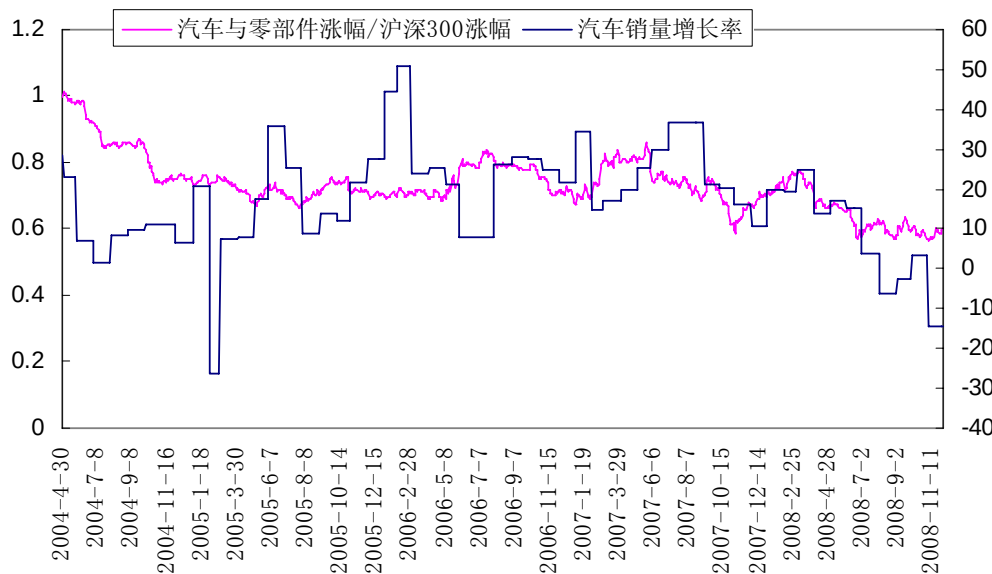
从汽车行业股市表现与实际销量增速对比来看,股市表现往往提前销量增速 3 个月左右。

图表 29 汽车与零部件行业近 5 年来的 PE/PB band



数据来源: wind

图表 30 汽车行业股市表现与销量增长率对比



数据来源: wind、CAAM

六、行业评级与重点公司分析

1、行业评级: 中性

从整个行业来看, 目前汽车行业仍处于下行趋势中, 尚未出现企稳信号。在需求的巨大压力下, 汽车制造企业间价格战在做难免;

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正确性和完整性不作保证。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征价。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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

因此原材料等成本的回落并不会带来车企利润率的明显回升，降价以获得市场份额将是众多车企的无奈选择。在需求零增长甚至负增长的情况下，我们认为 2009 年汽车类上市公司总体盈利至少下滑 30%，这将引起行业动态估值的压力。鉴于此，我们给予汽车行业“中性”评级。

细分行业中，乘用车产能扩张过快，市场竞争激烈。乘用车的非必须耐用消费品属性使得乘用车销量增速变化将远大于 GDP 增速变化，因此我们给予“中性”评级。大中型客车行业已经形成了宇通和金龙的双寡头垄断局面，竞争激烈程度小于乘用车；大中型客车的下游中，公交客车和旅游客车需求 2009 年仍有望增长；但长途客车销量将会小幅下降；整体来看，大中型客车具有一定的抗周期性，给予“增持”评级。重卡行业是波动幅度最大的汽车子行业，其销量更多取决于下游的货运需求；在经济下行和大宗原材料价格大幅回落的情况下，我们认为重卡销量将会出现 15% 左右的负增长，因此给予“中性”评级。

图表 31 汽车子行业投资评级

	行业见底时间	股市见底时间	投资评级
乘用车	2010 年上半年	2009 年四季度	中性
重卡	2009 年三季度	2009 年二季度	中性
客车	2009 年二季度	2009 年一季度	推荐

资料来源：华泰证券研究所

2、重点公司分析

宇通客车（600066）：推荐

宇通客车作为我国大中型客车行业的龙头企业，和金龙汽车形成了行业双寡头；作为业内领先者，在行业不景气时将获得更大的市场份额。公司的股权投资损失有可能在 2008 年集中释放，这将为 2009 年的业绩增长打下一个良好的基础。宇通客车的历史现金分红比例较高，2005、2006 和 2007 年宇通客车分别每 10 股派现金 10 元、5 元和 7 元；目前公司现金流充沛，2008 年年报有继续高比例派现的可能。预计宇通客车 2008、2009 和 2010 年 EPS 分别为 0.64、0.64 和 0.78 元，对应目前 9 元的股价，市盈率分别为 14、14 和 12 倍，给予“推荐”评级。

中国重汽（000951）：中性

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正确性和完整性不作保证。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征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

中国重汽是国内领先五大重卡制造商之一，市场份额在 16% 左右。2008 年下半年国 III 排放标准实施后，中国重汽凭借自主研发的低价 EGR 发动机获得一定的成本优势，在第三季度表现较好。但 EGR 技术并不具备很高的进入门槛，随着其他厂商对 EGR 的跟进，以及另一种技术路线高压共轨的降价，中国重汽的这种优势将会逐渐消失。重卡可以归为生产资料，在经济下滑时销量下降幅度非常大。预计 2008 年重卡行业销量将会下降 15% 左右，且中国重汽市场份额难以提高，因此我们认为中国重汽 2009 年业绩将会出现大幅度的下滑。预计中国重汽 2008、2009 和 2010 年 EPS 分别为 1.07、0.74 和 0.98 元，对应目前 12.72 元的股价，市盈率分别为 12、17 和 13 倍，给予“中性”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。