

汽车行业

在调整中把握结构性投资机会

——2009 年汽车行业投资策略报告

2009 年 1 月 5 日

行业评级

同步大势

子行业评级

乘用车：同步大势

重卡： 优于大势

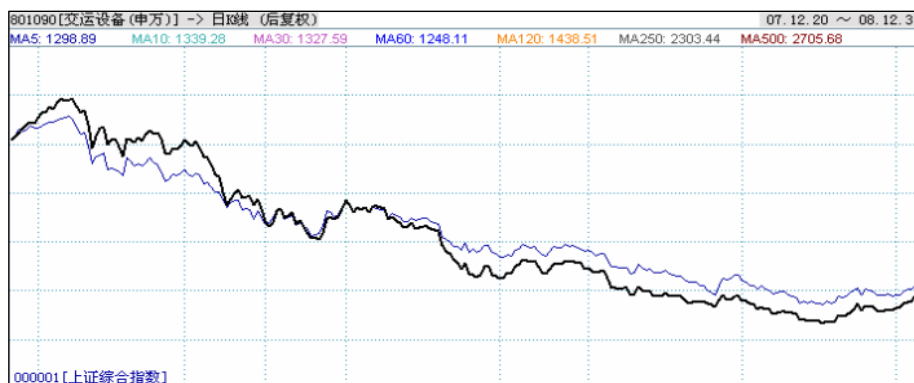
客车： 同步大势

研究员：吴文钊

wuwenzhao@cnht.com.cn

021-68405536

汽车行业指数走势图



要点提示

- 刚刚过去的 2008 是汽车行业风云变幻的一年，行业景气大幅回落。从 08 年二季度开始，汽车销量增速迅速下滑，出口形势也急转之下。截止目前，乘用车和商用车销量增速均已连续数月同比负增长。反映到企业层面，行业主要上市公司经营效益指标明显变差，收入增长放缓，盈利能力也出现滑坡，汽车制造企业面临严峻考验。
- 作为“大宗”、“可选”消费品，乘用车需求的回暖将晚于宏观经济见底回升。预计 2009 年乘用车销量为 600 万辆左右，同比下滑约 10%，同时由于产能利用率大幅下滑，2009 年乘用车行业盈利能力还有可能继续下滑。
- 作为投资品，重卡需求有可能领先经济周期提前复苏，同时重卡还能直接受益大规模基建以及燃油税费改革。2009 年，重卡需求不至于大幅下滑，同时由于钢价大幅回落，重卡生产企业盈利能力有望明显改善。
- 由于客运及公交车辆的采购高峰期均已过，客车销量增长后继乏力，加上铁路发展对客运量的分流作用很可能加剧，2009 年客车市场需求面临大幅下滑，企业盈利能力的改善也将较为有限。
- 综观 2009，汽车行业仍有很好的结构性机会值得把握。从基本面角度可关注估值见底和业绩回升，从主题投资角度则应关注资产整合以及新能源汽车。重点推荐上海汽车（600104）、一汽轿车（000800）、中国重汽（000951）、福田汽车（600166）。

联系人：吴兴华

电话：021-68405071

地址：上海市浦东新区松林路
357 号通茂大厦 19 楼

目录

一、回顾 2008：迅速调整的一年.....	3
1、销量增速快速下滑.....	3
2、出口形势急转直下.....	4
3、企业经营效益滑坡.....	5
二、展望 2009：调整还将继续.....	6
1、乘用车：需求难以回暖，盈利能力继续下滑.....	6
2、重卡：需求不至大幅下滑，盈利能力有望改善.....	9
3、大中型客车：需求和盈利改善皆乏力.....	11
三、投资策略：把握结构性投资机会	12
1、估值仍有下行空间，投资需注意安全边际.....	12
2、积极把握结构性投资机会.....	13
（1）从基本面角度，关注估值见底以及业绩回升	13
（2）从主题投资角度，关注资产整合以及新能源汽车	13
3、重点推荐公司简析.....	14
（1）上海汽车（600104）	14
（2）一汽轿车（000800）	15
（3）中国重汽（000951）	15
（4）福田汽车（600166）	15

一、回顾 2008：迅速调整的一年

1、销量增速快速下滑

2008 年的汽车市场经历了风云变幻，无论是乘用车还是商用车都呈现出明显的“前高后低”格局。在一季度，汽车销量还保持着较高的增速，行业一派欣欣向荣景象。然而，从二季度开始尤其到了下半年，随着成品油价格的提高、奥运限行措施的出台以及商用车“国三切换”的到来，行业很快开始了向下调整。全行业销量同比增速在 7 月份即迅速从上半年的月均 18.27% 降到了 3.88%，8 月份则又转为负数，调整速度可谓惊人。从两大车型系列来看，下半年开始至今，商用车销量增速已经连续 5 个月同比为负，而且下滑幅度呈不断扩大之势，11 月商用车销量增速已达 -25.96%；乘用车的情况也好不了多少，其销量增速变化虽然偶有反复，但总体上同样呈明显的快速下滑之势，11 月份其销量增速也已达到 -10.28%。

图1 汽车全行业销量及同比增速

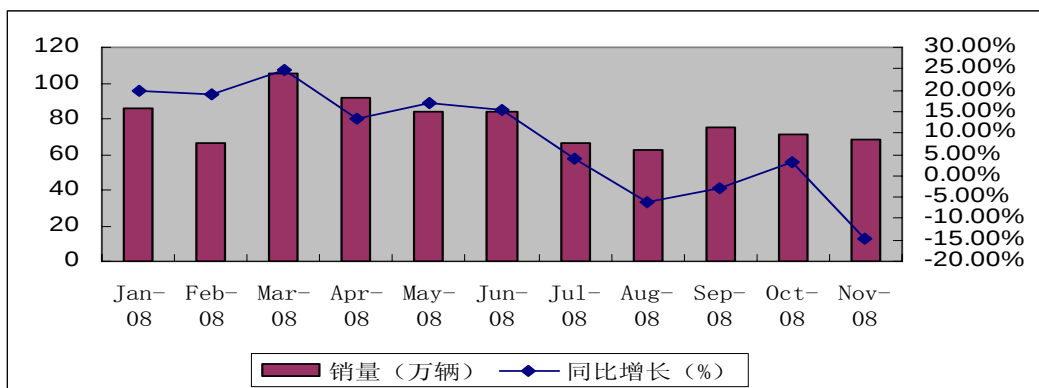


图 2 乘用车销量及同比增速

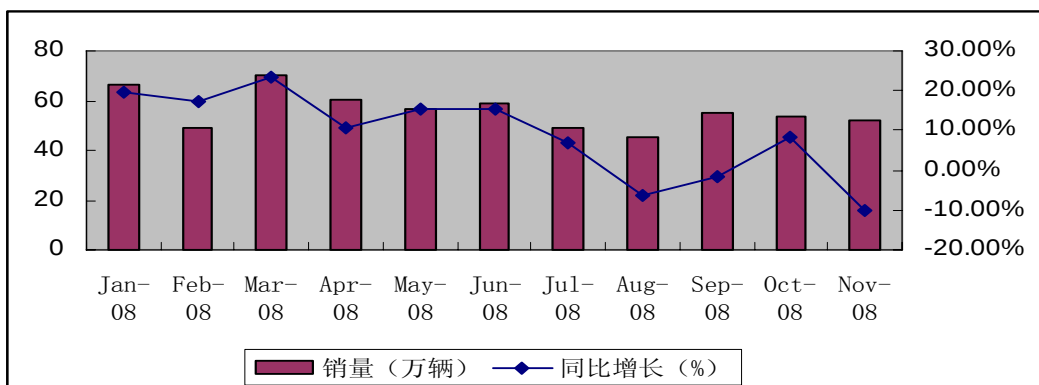
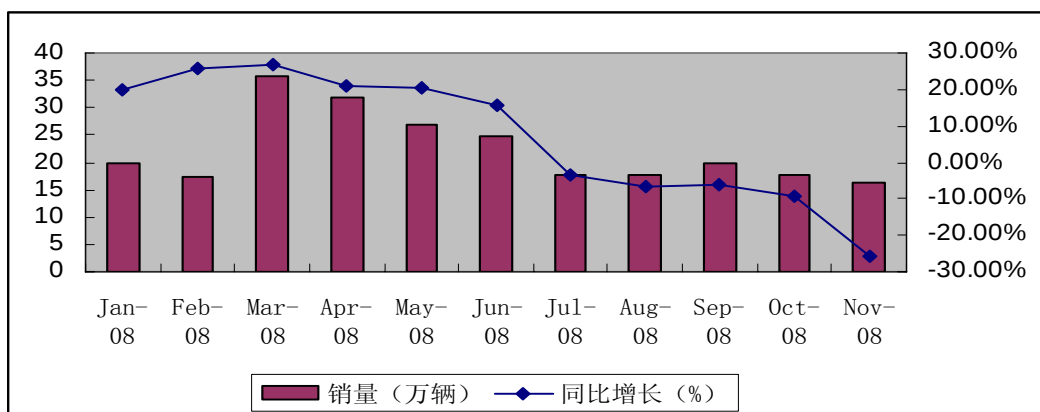


图3 商用车销量及同比增速

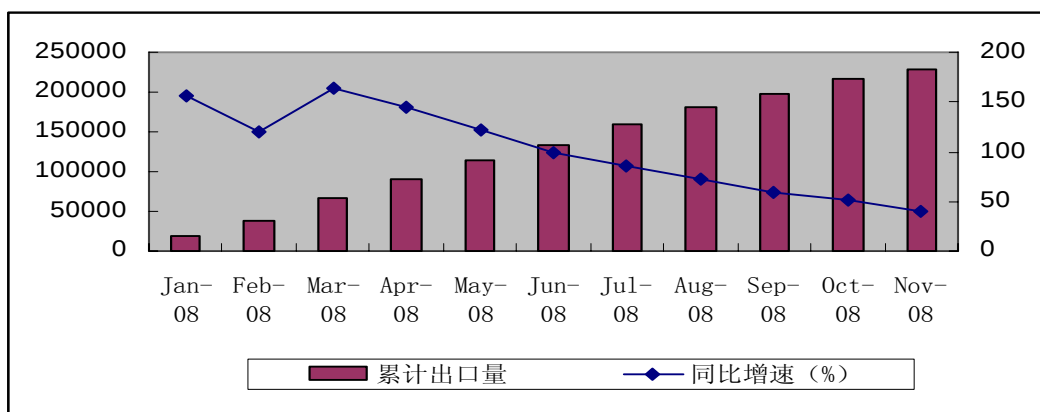


资料来源：中汽协

2、出口形势急转直下

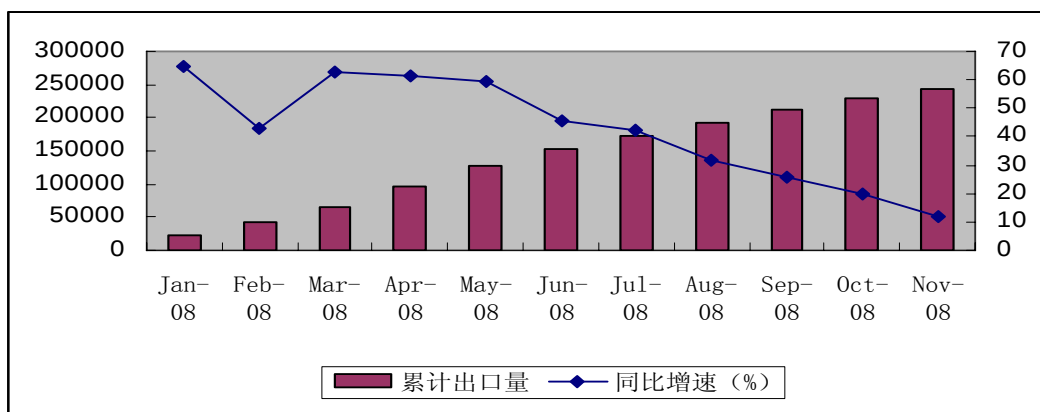
受美国次贷危机殃及全球影响，汽车海外市场需求趋于疲软，我国汽车出口销量增速也迅速回落。伴随着奇瑞、吉利、长城等自主品牌企业的崛起，我国轿车出口势头曾异常迅猛，今年一季度出口增速曾高达164%，然而4月份开始其增速即开始逐级回落，截止11月份，轿车出口增速已回落至39.9%。卡车的出口情况也有些类似，今年一季度时出口增速为62.7%，截止11月份则已回落至11.7%。客车的出口情况还要更糟一些，据中客网统计，08年前三季度中国客车出口17999辆，同比增幅已经降为负数，为-0.84%。

图4 轿车出口量及同比增速



资料来源：wind

图 5 卡车出口量及同比增速



资料来源: wind

3、企业经营效益滑坡

随着销量增速的快速下滑,企业经营效益指标也迅速转差。从行业主要上市公司的业绩表现来看,截止今年三季度,绝大多数企业的收入增速和毛利率都比去年同期水平出现了明显下降,这意味着行业正面临着需求下降以及盈利能力恶化的双重困境。具体来看,以中国重汽和潍柴动力为代表的重卡企业下降最为显著;宇通和金龙为代表的客车企业次之,乘用车企业则个体差异较大,其中一汽轿车今年表现优异,销量逆势高增,毛利率也基本保持稳定。

表1 行业主要上市公司经营效益指标变化情况

证券简称	08Q1-Q3 主营业务 收入增速 (%)	07Q1-Q3 主营业务 收入增速 (%)	增速变化 (百分点)	08Q1-Q3 毛利率(%)	07Q1-Q3 毛利率(%)	毛利率变 化(百分 点)
上海汽车	6.42	2182.68	-2176.27	11.83	13.52	-1.70
一汽轿车	63.31	16.30	47.01	23.20	23.62	-0.41
长安汽车	8.00	16.06	-8.06	16.39	14.78	1.61
中国重汽	32.63	79.03	-46.40	9.10	12.68	-3.58
潍柴动力	30.91	68.45	-37.54	20.99	23.60	-2.61
福田汽车	22.02	45.61	-23.59	8.57	8.79	-0.22
江淮汽车	12.28	33.56	-21.28	12.79	15.24	-2.45
宇通客车	20.58	34.31	-13.72	14.18	15.76	-1.58
金龙汽车	4.75	23.74	-18.99	10.24	12.17	-1.93
江铃汽车	8.11	8.02	0.09	23.69	25.05	-1.36

资料来源: wind、恒泰证券研发中心

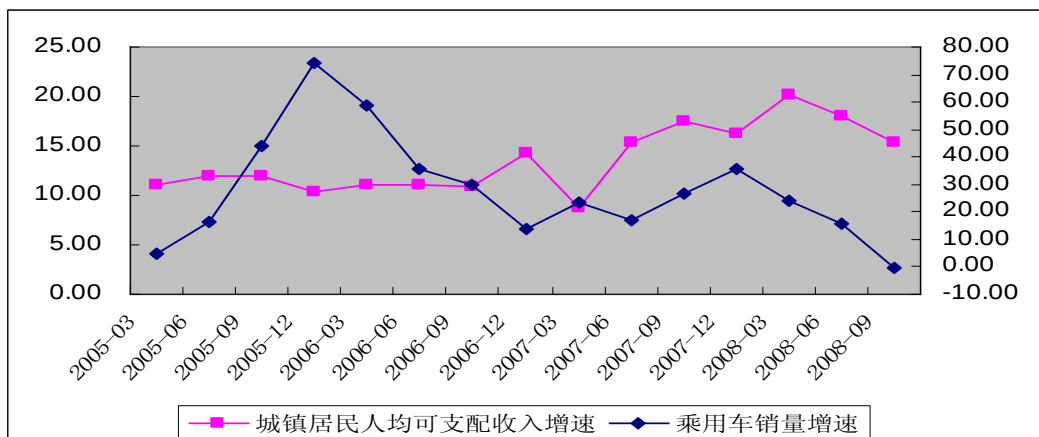
二、展望 2009：调整还将继续

1、乘用车：需求难以回暖，盈利能力继续下滑

需求回暖尚需时日。作为典型的可选消费品，消费者的支付能力和购买意愿是决定乘用车需求的最关键因素。从对历史数据的统计分析来看，2006 年以前，乘用车市场需求还没有表现出与居民收入水平之间的较强相关性。2004-2005 年正是我国汽车市场的“井喷”时期，小轿车开始大量进入寻常百姓家，“井喷”过后的 2006 年，汽车市场则开始了理性回归，销量增速逐级回落。经历了大起大落，2007 年开始汽车行业及消费市场均趋于成熟，也正从这年开始，乘用车销量增速开始反映出与居民可支配收入增速以及消费者信心指数之间明显的正相关关系。我们发现，在经济的上升周期中，乘用车销量增速的提高滞后于消费者收入增速及消费信心的增强约一个季度；而在经济的下行周期中，乘用车销量增速的下降却又往往领先于消费者收入增速及消费信心的下滑约一个季度。这意味着，乘用车市场的下滑领先于经济周期，它的回暖则将晚于经济的见底回升，这也充分反映出了消费者对于购买小轿车这类既为“大宗”又为“可选”商品的谨慎态度。

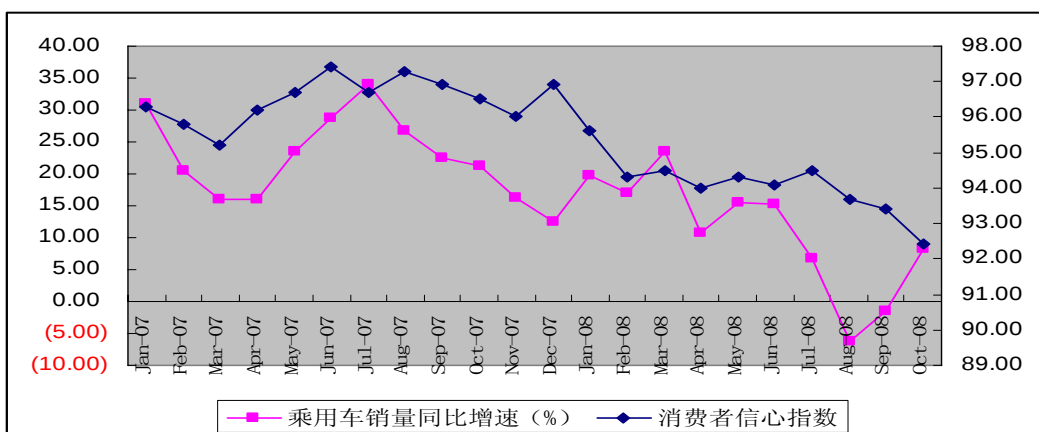
面对百年一遇的全球性金融危机，经济领域已经基本全面开放的中国无法独善其身，加上数十年来粗放式发展带来的结构调整的巨大压力，我们认为纵使有政府的强力干预措施，我国宏观经济在 2009 年见底回升的可能性仍不大，乘用车市场的回暖则更难以在 2009 年实现。如今，股市暴跌、楼市低迷早已将大量的居民财产性收入“套牢”，更严峻的是，以出口为导向的企业已经出现大规模倒闭，裁员、降薪的压力则已波及到越来越多的行业。现实收入增速的下降以及对未来收入的悲观预期将使消费者的支付能力以及购买意愿大打折扣，我们预测，2009 年乘用车销量将为 600 万辆左右，同比下滑约 10%。

图 6 乘用车销量增速与城镇居民人均可支配收入增速的关系



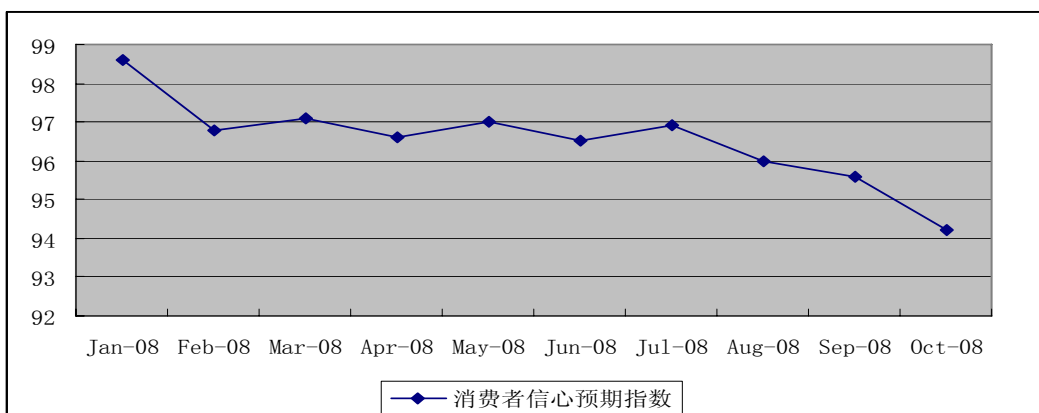
资料来源: wind、恒泰证券研发中心

图 7 乘用车销量增速与消费者信心指数的关系



资料来源: wind、恒泰证券研发中心

图 8 消费者信心预期指数变化情况



资料来源: wind

盈利能力恐继续下滑。连续几年的红车市不可避免的带来大规模的“造车热”，近几年来，无论是乘用车产能还是产量都屡创新高。与此同时，影响行业盈利水平的一大关键指标——产能利用率却在 2007 年开始下滑，2008 年的下滑幅度则更为巨大，我们预测 2008 年乘用车行业的产能利用率将低于 75%，这一水平已经属于近 5 年新低。由于行业调整还未完成，需求回升有待时日，而不少企业尤其是自主品牌企业则仍在进行新的产能建设，我们预测 2009 年的产能利用率还将大幅下滑。此外，由于乘用车行业集中度低，竞争异常激烈，市场需求的低迷以及库存压力的加大将迫使生产厂商们不得不重启“价格战”，这从今年轿车价格指数的不断走低中已经可见端倪。我们认为，明年的乘用车价格有可能出现较大幅度的下滑，这将进一步压缩企业的获利空间，行业盈利能力面临严峻考验。

图 9 乘用车产能利用率 07 年开始下滑

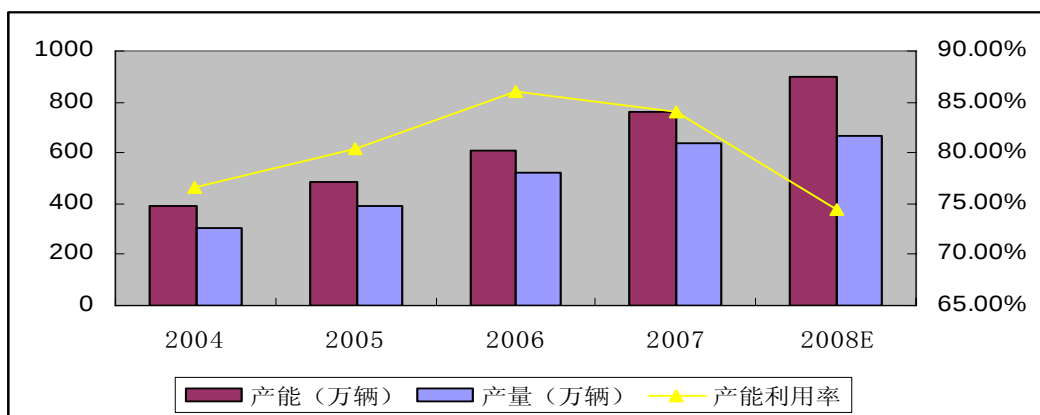
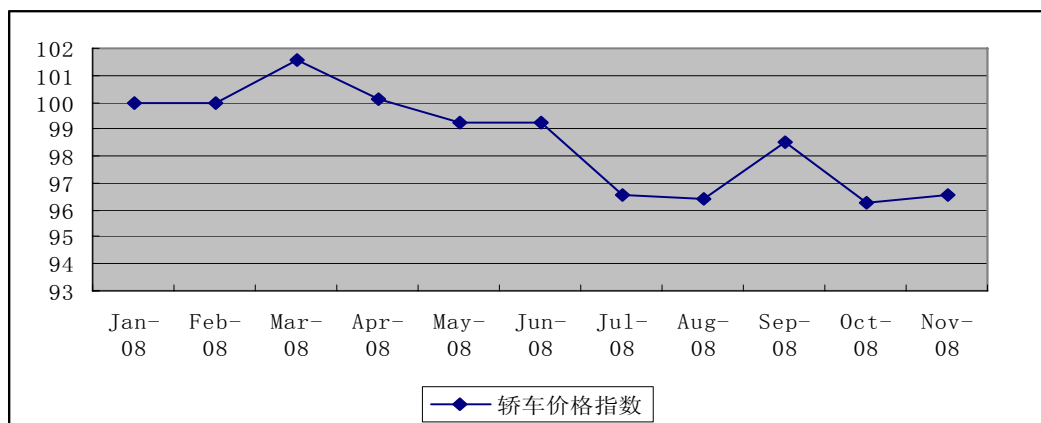


图 10 轿车价格指数逐步走低

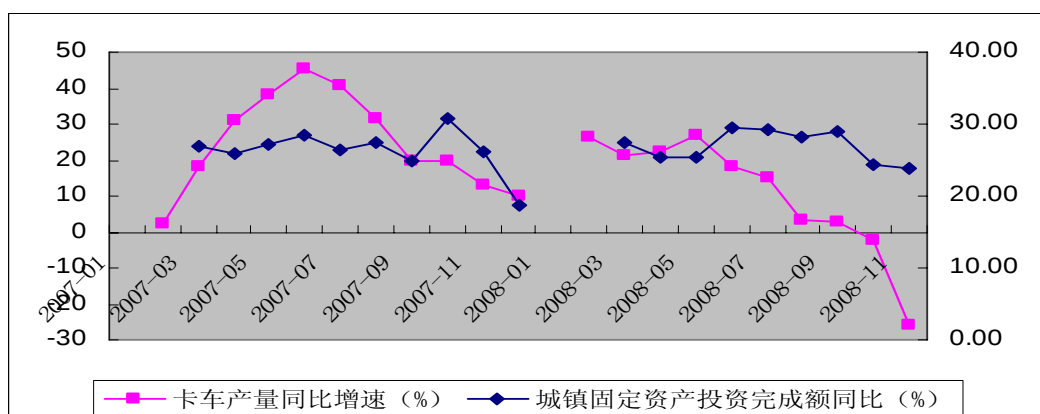


资料来源：wind、恒泰证券研发中心

2、重卡：需求不至大幅下滑，盈利能力有望改善

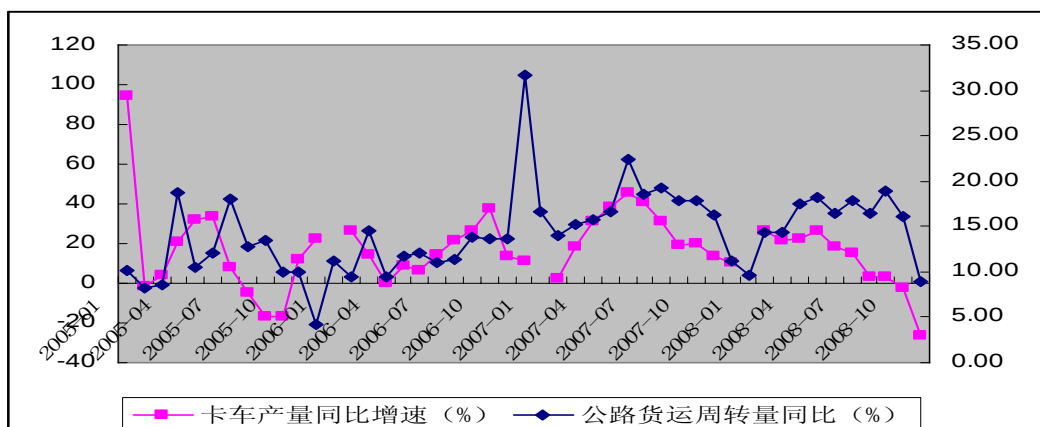
卡车需求有望提前复苏。与乘用车的消费品属性不同，卡车属于生产资料，具体而言则属于物流运输工具。通过对历史数据的统计分析，我们发现，近年的卡车产量增速变化情况与城镇固定资产投资完成额以及公路货运周转量的同比增速走势都非常相似，而且卡车产量增速的趋势变化还往往领先后者 1 个月左右。这反映出客户对于卡车的购买具有一定的前瞻性，由此也可看出，卡车市场有望先于宏观经济见底回升，只要将来经济预期转暖，卡车市场就有可能提前复苏。

图 11 卡车产量同比增速与城镇固定资产投资完成额增速的关系



资料来源：wind

图 12 卡车产量同比增速与公路货运周转量增速的关系



资料来源：wind

重卡可受益大规模基建及燃油税改革。重卡是汽车各子行业中唯一能直接受益国家 4 万亿投资的品种。在基础设施建设中，

不仅直接需要一定量的重卡车辆及其改装车（如：水泥搅拌车）参与工程建设，而且大规模的基建工程还将扩大钢材、水泥等施工原材料以及设备的运输需求，从而也将间接拉动重卡的市场需求。另外，燃油税改革后，重卡相对于中卡的经济效益优势将更为突出，这将加快重卡对中卡的替代进程。综合考虑，我们认为重卡需求有可能在 09 年下半年之后开始复苏，预测 2009 年重卡销量将为 50 万辆左右，全年增速可望控制在-5%以内。

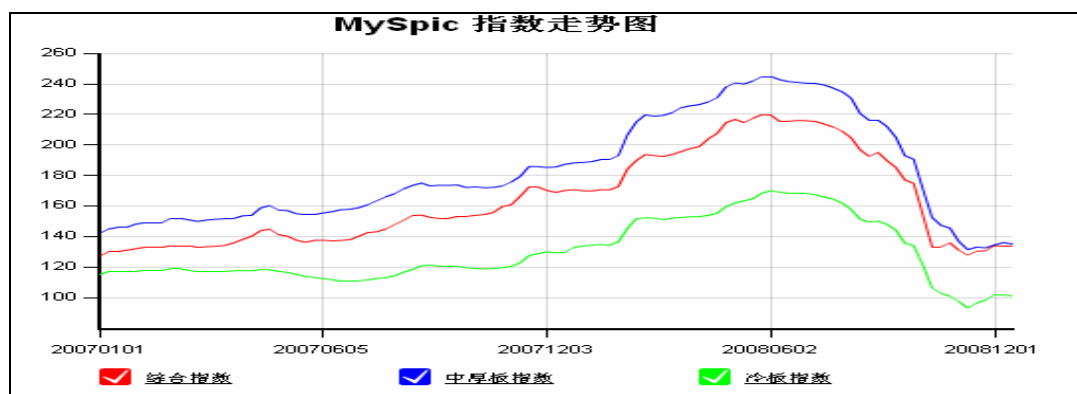
表2 燃油税费改革对卡车的影响

	百公里油耗	年行驶里程	载重(吨)	年养路费	消费税增加	改革后的影响
重卡	25 升	12 万公里	15	30000	21000	-9000
中卡	18 升	12 万公里	5	12000	15120	+3120
轻卡	8 升	12 万公里	1.5	3600	6720	+3120

资料来源：恒泰证券研发中心

企业盈利能力有望明显改善。2008 年 7 月以来，钢材价格开始快速回落，随着国际石油价格的大幅回调，相关化工产品的价格也开始逐渐下调，压在企业身上不断上升的成本压力终于有了转机。虽然由于企业零部件采购价格的变化与钢价的涨跌存在一定的时滞，第三季度的上市公司报表中并还没有反映出企业毛利率的回升，但这种变化必将在 2009 年的报表中得以体现。我们认为，09 年钢材价格仍将稳中有降，假定 09 年钢材价格比 08 平均水平下降 20-30%，重卡企业毛利率将可至少提高 1.5 至 2 个百分点，这将明显改善企业的盈利水平。

图 13 08 年下半年以来钢价迅速回落

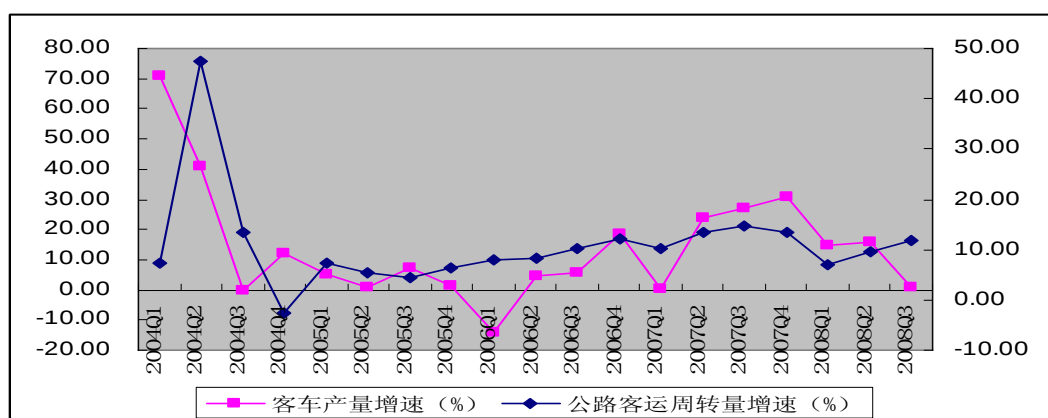


资料来源：mysteel

3、大中型客车：需求和盈利改善皆乏力

客车需求面临大幅下滑。作为旅客运输工具，客车需求与公路客运周转量紧密相关。但公路客运周转量这一指标本身对宏观经济的敏感度不高，因此还不能简单的根据客运周转量变化来判断客车市场需求。08年下半年以来我国经济下滑明显，但客运周转量增速仍稳步走高，这是由于企业倒闭、裁员等不景气现象反而暂时带来了客运量的上升，我国各地大量民工因失业而被迫提前返乡就是明证。我们认为，2009年春节过后，无论是民工返城客流还是旅游客流都将明显减少，届时公路客运周转量增速将扭头向下，而已经提前反映的客车市场需求也有可能面临更大降幅。

图 14 客车产量增速和公路客运周转量增速的关系

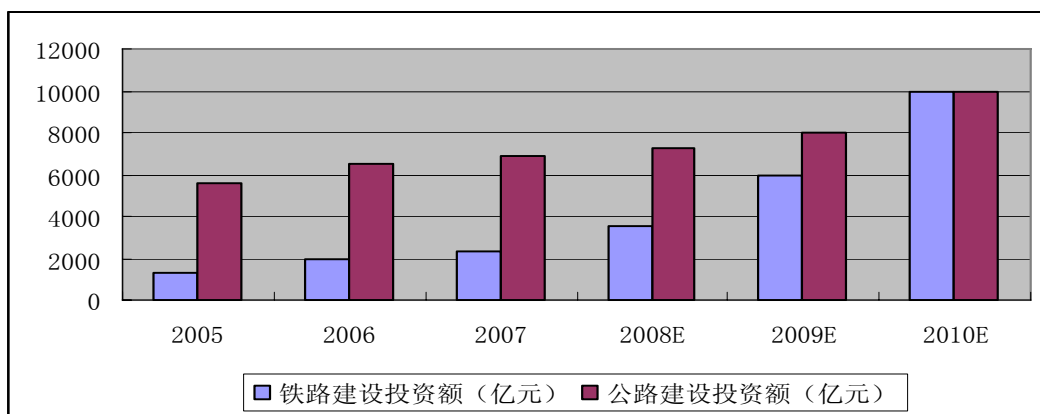


资料来源：wind

还可从需求结构的角度来分析 2009 年的市场情况。首先，公交车是 2008 年拉动销量增长的主力，这得益于奥运会促进了北京等城市的大规模公交更新，而随着奥运结束，这一市场的高增长将告一段落；其次，2007 年是客运车辆更新的一个高峰年，而客运车的平均更新年限为 4 年，这意味着下一个高峰期要到 2011 年才能重新来到；再次，曾经高速增长的出口如今同样压力重重，俄罗斯市场进入门槛不断提高，中东产油国由于收入锐减需求也迅速下滑，其它如拉美等国经济衰退严重，要实现出口更加难上加难，宇通今年出口古巴的订单“夭折”就是典型。此外，铁路运输对公路运输的替代有可能加快，我国交通基础设施建设的重

点已转向铁路方面，未来几年将是我国铁路建设的高峰期，而公路建设则已进入相对平稳期。更为关键的是，如今的铁路建设已开始以高速铁路、城际轨道为重点，建成后开行的动车组列车无论在舒适性、便捷性等方面都不亚于客车运输，铁路对客运量的分流势必加快。唯一值得期待的是，十七届三中全会的召开标志着农村改革发展进入了新的历史阶段，新农村建设步伐将加快，这有可能带动农村客运需求的增长，农村客运车辆或有可能成为拉动行业销量增长的新动力。综合考虑，我们预测 2009 年大中型客车销量将为 15 万辆左右，同比下滑或达 10% 以上。

图 15 未来几年将是铁路建设高峰期



资料来源：国家统计局、恒泰证券研发中心

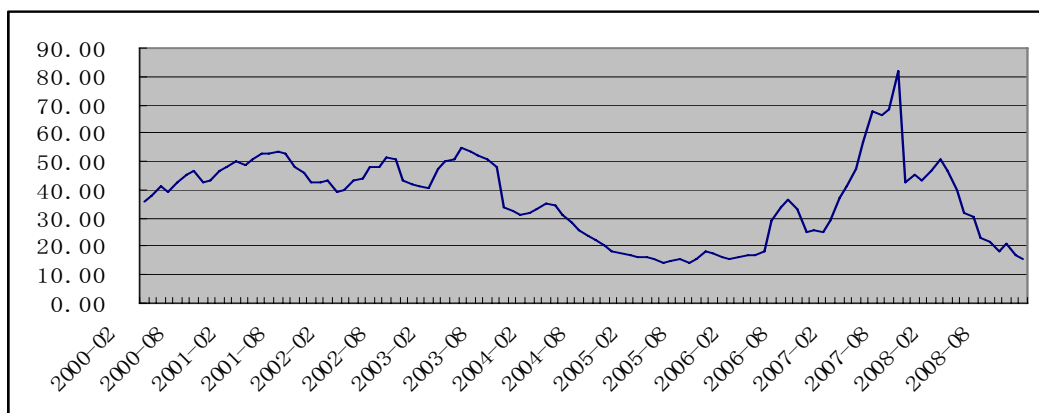
三、投资策略：把握结构性投资机会

1、估值仍有下行空间，投资需注意安全边际

从估值角度来看，A 股市场交运设备行业的历史最低估值为 14 倍 PE 和 1.3 倍 PB，目前板块的估值水平为 16 倍 PE 和 1.6 倍 PB。由此可见，目前行业的估值水平虽已接近历史底部，但并不能就此判定已经见底。况且，汽车行业 09 年仍将延续向下调整趋势，行业内主要上市公司业绩都有可能面临不同程度的负增长。因此，我们认为汽车行业估值水平仍有一定的下行空间，投资者仍需等待合适的买入时机。从更安全的角度出发，我们建议投资者可以 $PE \leq 10$ 或者 $PB \leq 1$ 为参考衡量板块内上市公司是否已具有足够的安全边际，如果具备，则可表明该公司至少已具备长期

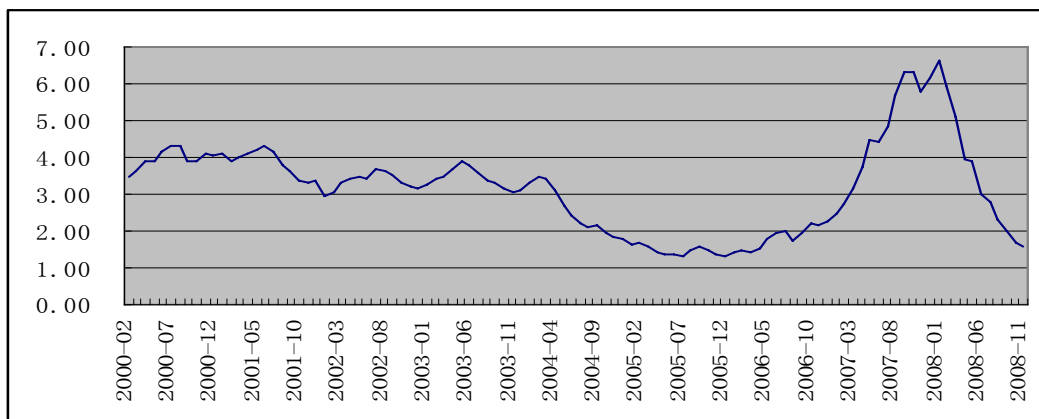
投资价值。

图 16 交运设备行业历史市盈率估值水平



资料来源: wind

图 16 交运设备行业历史市净率估值水平



资料来源: wind

2、积极把握结构性投资机会

由于调整还没结束，汽车行业尚不具备整体的趋势性投资机会。2009 年汽车行业的投资机会主要是阶段性、结构性的，我们认为主要可从以下三个方面着眼：

(1) 从基本面角度，关注估值见底以及业绩回升。从估值角度，可重点关注已经破净的行业龙头上海汽车(600104)；从业绩角度，根据前面分析，重卡需求能直接受益国家大规模基础设施建设以及燃油税改革，业绩有望率先见底，同时重卡板块明年盈利能力也有望明显改善，可关注中国重汽(000951)和潍柴动力(000338)

(2) 从主题投资角度，关注资产整合以及新能源汽车。资产注入、

行业整合是资本市场永恒的主题之一，加上行业的调整期本身也是行业整合的大好时机，09 年汽车行业的整合或将加速。可关注具有整体上市预期的一汽轿车（000800）、福田汽车（600166）以及具有资产整合预期的金龙汽车（600686）。

新能源汽车是未来汽车发展的必然方向，政府和企业均高度重视，2009 年，国家节能与新能源汽车大规模推广应用工程将全面启动，新能源汽车的产业化将进入实质性阶段。可关注在新能源汽车产业化方面走在行业前列的福田汽车（600166）

表 3 行业重点上市公司估值及投资评级

公司简称	最新股价	EPS-2008E	EPS-2009E	PE-2008	PE-2009	PB	投资评级
上海汽车	5.33	0.38	0.32	14.03	16.66	0.96	强买
一汽轿车	7.20	0.65	0.62	11.08	11.61	1.85	强买
长安汽车	3.67	0.11	0.10	33.36	36.70	1.08	买入
中国重汽	12.96	1.20	1.10	10.80	11.78	2.13	强买
潍柴动力	17.90	2.60	2.34	6.88	7.65	1.86	买入
福田汽车	4.97	0.46	0.41	10.80	12.12	1.38	强买
江淮汽车	2.92	0.22	0.23	13.57	12.54	0.90	买入
宇通客车	8.67	0.75	0.68	11.56	12.75	2.94	买入
金龙汽车	4.82	0.45	0.40	10.71	12.05	1.50	买入
江铃汽车	8.36	0.84	0.70	9.95	11.94	1.86	买入
平均		13.27		14.58		1.64	

资料来源：恒泰证券研发中心

3、重点推荐公司简析

综合以上，2009 年我们重点推荐以下四家公司：

（1）上海汽车（600104）：公司是综合实力最强的汽车行业龙头，参股合资公司上海大众及上海通用销量均位居行业三甲。自主品牌“荣威”中高端形象已经深入人心，品牌知名度和美誉度不断提高，在 V6 级别细分市场销量也已挤占前三。

作为行业龙头，雄厚的实力决定了本身具有较强的抗风险能力，在行业的调整过程中，有望扩大市场份额，巩固市场地位。09 年上海通用将推出全系列的新产品，基于公司首屈一指的品牌推广和营销能力，上海通用很有可能在 09 年再创辉煌。公司目前股价已破净，拥有足够的安全边际，我们认为汽车行业龙头公司

的投资价值不会也不该长期被市场埋没。预测公司 08、09 年 EPS 分别为 0.38、0.32 元，目前股价相当于 09 年 17 倍市盈率，给予“强买”评级。

(2) 一汽轿车 (000800)：公司本身良好的业绩能为股价提供有效支撑。2008 年以来，公司主打产品奔腾销量逆市高速增长，截至 2008 年 11 月份，奔腾销量仍然增长 117%。更为难能可贵的是，面对巨大的成本上升压力，公司盈利能力仍能保持基本稳定。2008 年末公司已推出新一代马六和以及奔腾 B50，凭借品牌的良好口碑以及出色的性价比，我们看好其后期发展能力。

一汽是三大汽车企业集团中唯一还没有整体上市的企业，随着央企整合的加快，其整体上市脚步将逐渐临近。预测公司 08、09 年 EPS 分别为 0.65、0.62 元，目前股价相当于 09 年 12 倍市盈率，给予“强买”评级。

(3) 中国重汽 (000951)：公司为重卡行业龙头企业，市场占有率位居行业第一。公司 08 年独家推出具有明显成本优势的 EGR 国三重卡，这种产品已在和高压共轨国三重卡竞争中占据明显优势，公司也借此稳步提高了市场占有率。09 年公司将推出配备 AMT 自动变速器的全新一代重卡，公司有可能进一步扩大领先优势。

重卡需求可以直接受益国家大规模基建及燃油税改革，有望提前宏观经济见底。作为行业龙头，公司可充分受益行业景气的回暖，同时公司盈利能力也有望在 09 年明显改善。预测公司 08、09 年 EPS 分别为 1.20、1.10 元，目前股价相当于 09 年 12 倍市盈率，给予“强买”评级

(4) 福田汽车 (600166)：公司位居轻卡行业第一，在中重卡市场以及大中型客车市场也具有重要地位。近几年，公司经营稳健，亮点频频，显示了极强的发展潜力。08 年 3 月，公司与美国康明斯成立合资发动机公司；8 月份公司又与戴姆勒签署合作意向书，双方将成立合资公司生产高端中重卡；12 月公司成为社科院公司治理研究中心实践基地，公司的管理水平有望获得显著提升。此

外，公司还在新能源商用车领域走在行业前列，公司的新能源大型客车已经实现批量生产，08 年底获得了北京公交 800 辆的新能源客车订单，同时还领衔成立了北京市新能源汽车产业联盟，公司有望依靠在这一领域的领先优势实现跨越式发展。

公司还具有较强的整体上市预期，早在 08 年北汽集团的整体上市方案即已上报证监会。由于公司基本面良好，且目前估值已具有较高的安全边际，加上又有多重概念题材，公司股价具有阶段性爆发表现的机会。预测公司 08、09 年 EPS 分别为 0.46、0.41 元，目前股价相当于 09 年 12 倍市盈率，给予“强买”评级。

恒泰证券行业投资评级标准：

优于大势：预期未来 6 个月内行业整体市场表现优于同期上证指数/深圳成指；

同步大势：预期未来 6 个月内行业整体市场表现与同期上证指数/深圳成指同步；

落后大势：预期未来 6 个月内行业整体市场表现弱于同期上证指数/深圳成指；

恒泰证券股票投资评级标准：

强买：预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%—20%；

持有：预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%；

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%—20%；

卖出：预期未来 6 个月内下跌幅度在 20%以上。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。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业务服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归“恒泰证券有限公司”所有。