

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业快评

政策刺激消费，库存消化明显

——乘用车行业 2008 年 12 月产销点评

2009 年 01 月 11 日

余兵 汽车行业高级研究员

021-62078960

yubing@pasc.com.cn

王德安 汽车行业研究员

021-62078709

wangdean@pasc.com.cn

事项

全国乘用车市场信息联席会数据显示：08年12月份国内销售乘用车64.4万辆，同比增长8.1%；全年乘用车共计销售643.28万辆，同比增长7.4%。

主要观点

1、乘用车销量简析

1)、12月库存消化明显

受节前消费以及近期出台的利好政策刺激，乘用车行业12月销售增长8%，环比增长30%，好于上月表现。但我们认为12月的较好局势很可能是昙花一现，我们对乘用车行业2009年的走势依然持谨慎观点。

图表1 2008年12乘用车细分车型国内销量（单位：辆）

类别	12月销量	环比	同比	2008年销量	同比
轿车	501087	38.30%	12.30%	4762495	7.40%
MPV	18431	38.90%	-35.60%	189490	-14.60%
SUV	44391	32.30%	26.50%	424778	28.00%
其它	80119	-4.80%	-6.70%	1056041	5.50%
乘用车合计	644028	30.50%	8.10%	6432804	7.40%

资料来源：全国乘用车信息联席会

对比乘用车行业产销量看，行业库存消化明显，以12月为例，乘用车行业国内终端零售64万辆，而行业产量为49万辆，行业净出口在2万辆以上，则12月单月乘用车行业消化库存约16万辆以上。

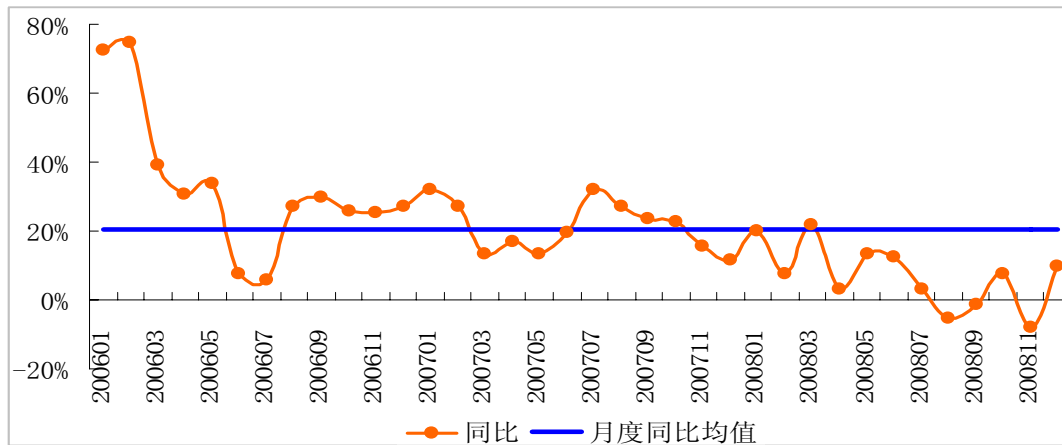
从行业产量同比数据看，12月单月同比下降18%，低于销量增速26个百分点。在乘用车进口也大幅下滑的情况下，目前国内产销量比较显示行业正处于消化库存时期。

图表2 2008年12乘用车细分车型产量（单位：辆）

产量	轿车	MPV	SUV	交叉型	乘用车合计
12月	361875	10311	43865	77755	493806
12月同比	-18.10%	-58.70%	16.60%	-20.30%	-18.00%
2008 累计	4912381	186556	479166	1053412	6631515
2008 同比	4.10%	-14.40%	30.70%	4.80%	5.10%

资料来源：全国乘用车信息联席会

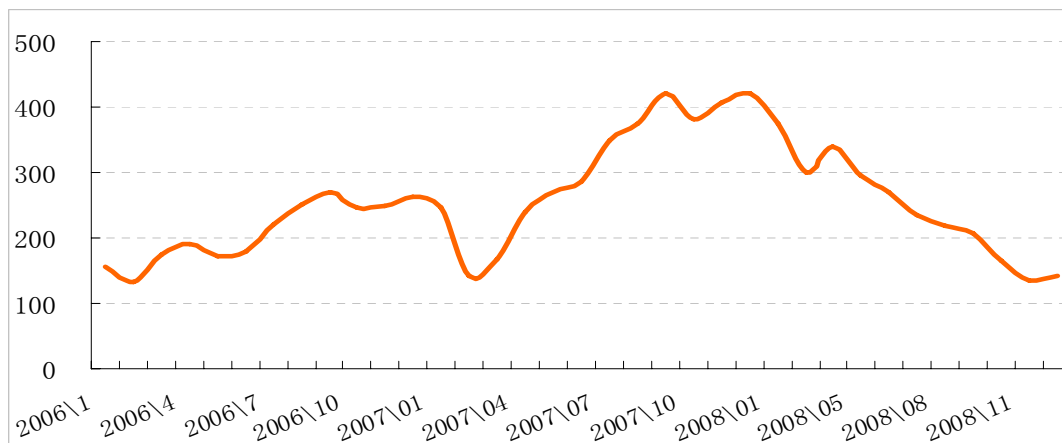
图表3 2006年以来乘用车月度销量同比增速



资料来源：全国乘用车信息联席会

从平安轿车消费指数看，12月指数也和行业销量反弹一样，并没有创出新低，这和09年春节较往年提前有关。

图表4 平安轿车消费指数



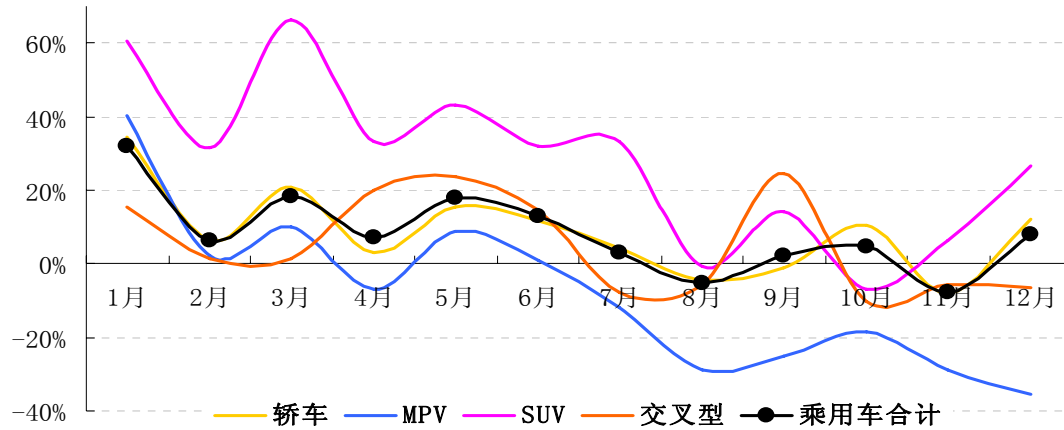
资料来源：平安证券研究所

我们依然维持前期对乘用车行业的判断，诸多利好政策的出台将改善消费环境，但对需求刺激作用有限，乘用车行业的回暖有赖于宏观经济稳定后，居民收入及消费信心的回升。

2）、子行业销量分析

12月乘用车各子行业中，MPV下滑幅度创出35.6%的08年内最大跌幅，SUV有较大反弹，同比增长26.5%，轿车同比增长12.3%。显然，偏商用的交叉行车和MPV车在12月持续下滑，表现疲软，春节的提前消费则对私人用车产生了明显的刺激。

图表5 乘用车细分车型月度销量同比增速



资料来源：全国乘用车信息联席会

2、主要乘用车企业销量分析

从排名前10的生产企业看，一汽大众、上海大众、通用五菱的终端销售超过了国内外批发数，显示这几家企业经销商处库存消化良好。

值得一提的是，东风日产在08年销量明显提升，成为国内轿车前四强，08全年销售35万辆，超出年初预期，公司计划09年在08年的基础上再增加销量4—5万辆，增长近15%。在行业景气不佳时期显得较为突出。

图表6 乘用车企业2008年销量（单位：辆）

企业排名	乘用车国内零售	企业排名	乘用车批发	企业排名	轿车国内零售	企业排名	轿车批发
通用五菱	586036	通用五菱	586036	一汽大众	512973	一汽大众	498867
一汽大众	512973	一汽大众	498867	上海大众	501018	上海大众	490087
上海大众	501018	上海大众	490087	上海通用	445709	上海通用	458655
上海通用	445709	上海通用	458655	东风日产	353022	一汽丰田	366044
东风日产	353022	一汽丰田	366044	一汽丰田	347090	奇瑞汽车	356092
一汽丰田	347090	奇瑞汽车	356092	广州本田	306230	东风日产	350520
广州本田	306230	东风日产	350520	北京现代	284454	广州本田	306230
长安汽车	298985	长安汽车	307814	长安福特	204674	北京现代	284454
北京现代	284454	广州本田	306230	奇瑞汽车	203760	吉利汽车	221823
长安福特	204674	北京现代	284454	神龙汽车	182902	长安福特	204674

资料来源：全国乘用车信息联席会

3、投资建议

1)、下调上海汽车评级至“中性”

上海汽车09年1月9日发布公告：控股子公司韩国双龙汽车株式会社（上海汽车持有51.33%的股权）申请进入企业回生程序。

韩国双龙是一家在韩国证券期货交易所上市的以生产SUV为主的综合性汽车制造企业，在全球经济危机的重创下，韩国双龙08全年内销与出口分别为3.9万辆、5.35万辆，总销量9.3万辆，同比下降了30%。双龙汽车销量锐减，导致亏损严重，现金流告急，员工工资已经停付；同时新车开发也无限期拖延，导致后续竞争力不足，高油耗的SUV车型近年将很难有潜力复苏。

按照韩国法律规定，企业回生程序是指在法院主导下，调整股东、债券人等利害关系人的法律关系，促使面临危机的企业恢复经营的一种法律程序。在回生过程中，股东及债权人的权益有可能部分或者全部丧失。

上海汽车08年中报显示，韩国双龙账面余额为36.18亿元。公司1月9日公告披露，截止2008年11月30日，按中国会计准则，上海汽车拥有的韩国双龙的权益为18.51亿元（未经审计）。上海汽车拥有的韩国双龙的权益变化主要是因韩国双龙的亏损，另外也和汇率变化有关。

我们初步测算韩国双龙对上海汽车每股净资产影响在0.27元左右。

韩国双龙对上海汽车2008年业绩影响有两方面：一方面是韩国双龙的亏损对上海汽车业绩的直接影响，初步了解该公司2008年亏损额在10亿人民币左右，对上海汽车业绩影响在0.078元左右（在前三季度报表中有部分体现）；另一方面上海汽车需要计提减值准备，具体金额取决于公司的计提政策。如全额计提相关减值准备，对2008年业绩影响在0.27元左右。

假设公司部分计提相关减值准备，我们测算上海汽车2008年EPS在0.24元左右。

09年1月9日上海汽车收盘价5.85元，无论是PB还是PE估值，均有调整空间。此外，双龙汽车的困境或引发市场对上海汽车收购整合战略和业绩的担忧，可能造成股价估值水平的下滑。因此我们下调上海汽车评级为“中性”。

2)、二级市场表现

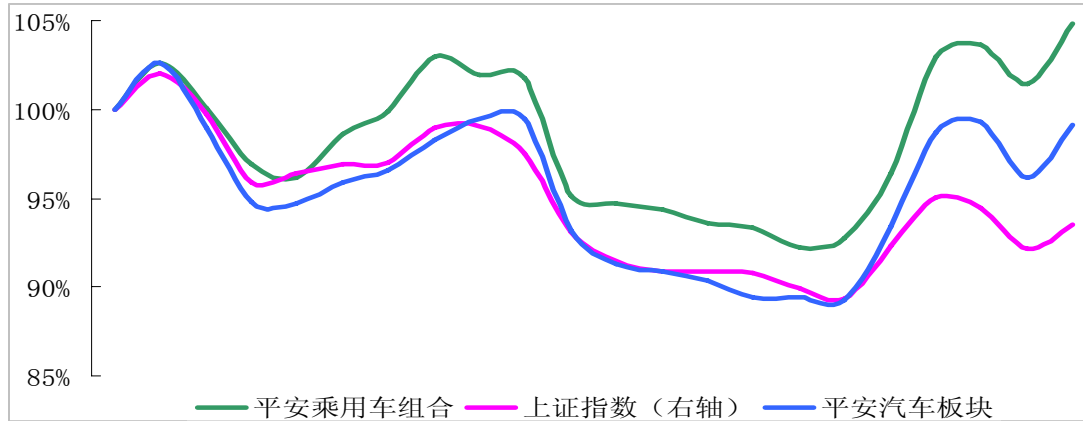
✓ 板块

乘用车板块12月相对上证指数继续上涨，除长安汽车停牌原因外，其余乘用车股均有上涨，其中长丰汽车相对上证25%，一汽轿车也相对上涨了14%。

一段时间以来，改善汽车消费环境、扶持汽车业发展的利好政策陆续出台，已经出台的政策有：汽车消费税调整、成品油价税费改革等；即将出台的政策或有：降低汽车购置税、改善汽车消费信贷条件、鼓励新能源汽车发展等。

政策环境的改善将降低行业景气下滑幅度，但不改我国乘用车滞后于经济复苏的规律。在政策预期较为充分的市场环境下，乘用车个股短期或将维持强于上证指数的表现。但预期中的政策陆续出台兑现后，轿车股可能面临调整。

图表7 乘用车板块与行业指数、上证指数近一月涨跌幅比较



注：数据日期区间为：20081209—20091209，乘用车指数（平安）由一汽轿车、上海汽车、一汽夏利、长安汽车、长丰汽车股价编制而成。其中20081209日收盘价为基期。

资料来源：WIND、平安证券研究所

✓ 个股

本月乘用车股估值分化明显，一汽轿车、一汽夏利均有较大涨幅、其PB均大于2倍。上海汽车围绕PB=1上下小幅波动。

图表8 主要乘用车公司盈利预测与投资评级

公司简称	每股收益			市盈率			市净率	投资建议
	2007年	2008E	2009E	2007年	2008E	2009E		
一汽轿车	0.34	0.62	0.73	24.26	13.31	11.30	2.13	强烈推荐
一汽夏利	0.15	0.1	0.15	29.60	44.40	29.60	2.13	推荐
上海汽车	0.71	0.24	0.34	8.21	24.29	17.15	1.05	中性（下调）
长安汽车	0.29	0.15	0.18	12.66	24.47	20.39	1.08	中性

资料来源：平安证券研究所

说明：按1月9日收盘价计算

近期相关报告

坡道起步—汽车行业2009年投资策略（2008年12月5日）

汽车行业2008年11月投资月报--扩大投资有望带动商用车复苏（2008年11月14日）

乘用车行业2008年10月产销点评--10月同比增长难言行业回暖（2008年11月11日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，5年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械设计专业学士，产业经济学硕士。平安证券汽车行业研究员。

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2008版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：4008866338

传真：（0755）82449257