

2009-01-07

汽车与汽车零部件

维持

中性

期待轿车行业 09 年 7 月转暖

◇ 报告起因：年度策略

◇ 潜在催化因素：轿车股销量在 09 年 7 月出现正增长的可能性较大

◆08 年汽车消费前高后低，全年个位数增长创历史新低

2008 年中国经济是扑朔迷离的一年，国际的次贷风波和国内的雪灾、地震等自然灾害加剧了经济的不确定性。正是随着对未来的不确定性的逐渐明确，导致了我国汽车行业的消费前高后低。预计 08 年我国的汽车销售在 950 万辆左右，同比增速 7.7%，创造了从 02 年到 08 年整个经济繁荣周期的最低销售增速，我们认为汽车消费的情况基本上反映了宏观经济的下行趋势，是与经济周期紧密相关的行业。

◆09 年宏观经济保八减速背景下，汽车行业继续维持景气下行

宏观经济形势不利导致个人可支配收入增长缓慢，对大宗耐用消费品的消费信心下降，因此乘用车行业增速可能下降幅度较大。决定商用车的需求的重要指标是客货运周转总量和社会保有量的两个指标。目前商用车在 07 年的销售增速顶峰到达以后，伴随着宏观经济的回调和提前更新造成的保有量飙升，明显处于景气周期回调的阶段，我们认为从 09 年的基本面看，商用车销量处于探底走势，短期难于言底。

◆救车市取决于政策的决心和力度

中央对发展汽车工业始终坚定不移，发展汽车工业是保增长、拉内需的重要方面。效果可能比较明显的是减免汽车购置税，该税种是价外税，占购车成本的 10%，如果能大幅度的减免这个税种，汽车的消费可能会止跌回稳。如果汽车企业配合这个政策，再适度降低售价，估计汽车回暖的可能性很大。我们初步判定这个政策是相机抉择的，估计明年二季度出台的可能性较大。

◆油价成本束缚短期无忧，市场化油价带来利好

按照世界银行明年的油价预测 75 美元每桶的话，油价在未来的一段时间里对汽车行业的影响因素是利多。油价的下跌不仅对需求有巨大的正面作用，而且对以石油产品为投入品的石化产品的价格下跌有推进作用。汽车业广泛使用的塑料产品和玻璃产品的成本将明显下降。

◆乘用车行业 09 年预测 7%增速，商用车行业-10%增速，行业利润略盈

我们认为乘用车行业 09 年的销量增速前负后正，在 7 月份开始正增长，而商用车维持全年负增长的预测。全年行业重点企业利润总额小幅增长。

◆从估值安全看，汽车股安全边际高

截至 12 月 12 日，沪深 300 的 PB 和 PE 分别为 2.3 倍和 12.6 倍，而汽车板块相对为 1.4 倍和 11 倍。从市盈率角度看已经出现负的背离，而从市净率的角度看差距稍微扩大，因此从静态的角度考虑，汽车股的估值优势具备很高的安全性。从未来一段时间来看，汽车股是否基本面出现变坏的趋势，从而导致估值优势的丧失呢？从行业的盈利能力分析，我们认为乘用车的利润增速在 09 年下半年可能好转，而商用车的利润增速可能要到 10 年才能好转，因此相比较而言，乘用车的安全性更高。

分析师：

杨华超

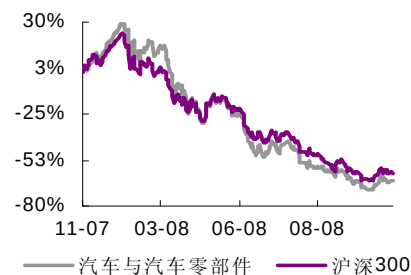
021-50818887-279

yanghc@ebcn.com

名称	价格	涨跌幅%
行业商品		
行业商品		
行业商品		

行业主要数据图

行业与上证指数对比图



相关报告：

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
600104	上海汽车	6.06	0.71	0.40	0.50	增持
000800	一汽轿车	7.32	0.34	0.65	0.70	增持

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

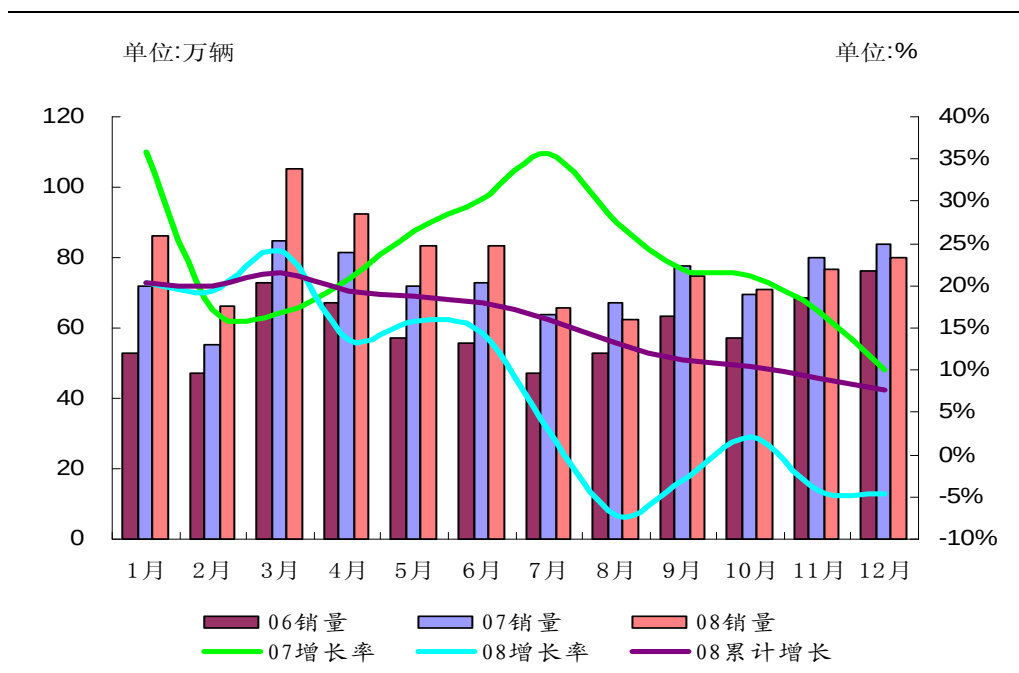
2008 年汽车消费前高后低，全年个位数增长成定局

2008 年中国经济是扑朔迷离的一年，国际的次贷风波和国内的雪灾、地震等自然灾害加剧了经济的不确定性。正是随着对未来的不确定性的逐渐明确，导致了我国汽车行业的消费前高后低。

预计 08 年我国的汽车销售在 950 万辆左右，同比增速 7.7%，创造了从 02 年到 08 年整个经济繁荣周期的最低销售增速，我们认为汽车消费的情况基本上反映了宏观经济的下行趋势，是与经济周期紧密相关的行业。

图表 1：中国汽车月度数据对比

月度销量增长对比图

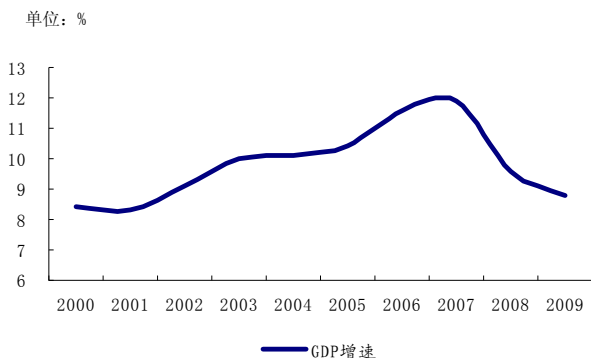


资料来源：汽车工业协会，光大证券研究所

2009 年中国宏观经济的预测假设

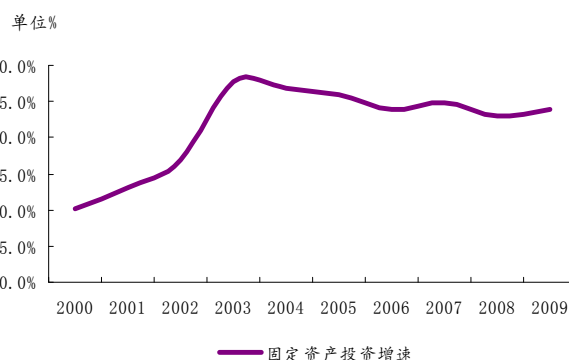
按照光大证券宏观研究的预测，我国 GDP 增速将从 08 年的 9.6% 下降到 09 年的 8.7%，固定资产投资增速将从 08 年的 23% 上升到 09 年的 24%，M2 增速将从 08 年的 15% 上升到 09 年的 17%，09 年上半年上证指数低位在于 1500 点，CPI 和 PPI 将分别从 08 年的 5.8 和 8.0 下降到 09 年的 1.9 和 0.4，基本上宏观经济面临保八增长的过程，宏观经济下行趋势不能得到有效改变。

图表 2：中国 GDP 增速预测
年度增长对比图



资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 3：中国固定资产投资增速预测
季度增长对比图



资料来源：WIND，光大证券研究所

宏观经济减缓，汽车业增速放缓趋势已定

决定乘用车的需求的重要指标是 R 值，($R = \text{车价} / \text{人均 GDP}$) 以及人均保有量的两个指标，目前中国汽车工业已经由导入期转变成成长期，其特点是随着人均保有量的增长，整个增速会放缓，要持续高增长需等待潜在消费人群的进一步扩大，但目前来看农村人口尚无法成为乘用车井喷的动力源。宏观经济形势不利导致个人可支配收入增长缓慢，对大宗耐用消费品的消费信心下降，因此增速可能下降幅度较大。

决定商用车的需求的重要指标是客货运周转总量和社会保有量的两个指标。目前商用车在 07 年的销售增速顶峰到达以后，伴随着宏观经济的回调和提前更新造成的保有量飙升，明显处于景气周期回调的阶段，我们认为从 09 年的基本面看，商用车销量处于探底走势，短期难于言底。

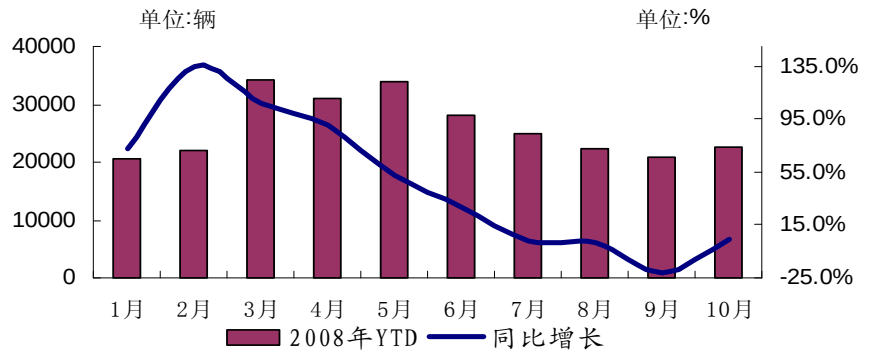
世界经济低迷和贸易保护造成我国汽车业出口骤降

从乘用车出口的趋势来看，目前乘用车出口份额占总销量的 5% 左右，目前出口形势也体现了当前经济发展的趋势，前高后低，前正增长后负增长，因此在明年世界经济预测普遍下调增速的情况下，特别是几个经济体的负增长预测，中国汽车业出口也面临着巨大的压力。

从商用车出口形势来看，其出口份额占总销量的 10% 以上，目前已经有些手头订单因经济形势的不利，而造成出口订单无法履约。我们认为在俄罗斯，沙特等以原油等能源收入为主的国家随着能源价格的下跌，经济变坏趋势不改，因此对进口汽车的需求减弱，特别是在俄罗斯市场将面临着种种政策上的限制，导致出口形势的恶化。在印度和越南等新兴市场由于出口形势的不利，对国内经济影响较大，因此对商用车的需求将会减少。

由于汽车产业属于产业链长，拉动经济增长明显的产业，在世界经济普遍不景气的时候，各国会为了缓解自身的就业压力，支持自己的汽车工业，从而出台各项政策来约束汽车进口，从目前的情况看，我国在俄罗斯市场就碰到出口受阻的政策阻力。

图表 4：中国乘用车企业 08 年出口形势急转直下



资料来源：汽车工业协会，光大证券研究所

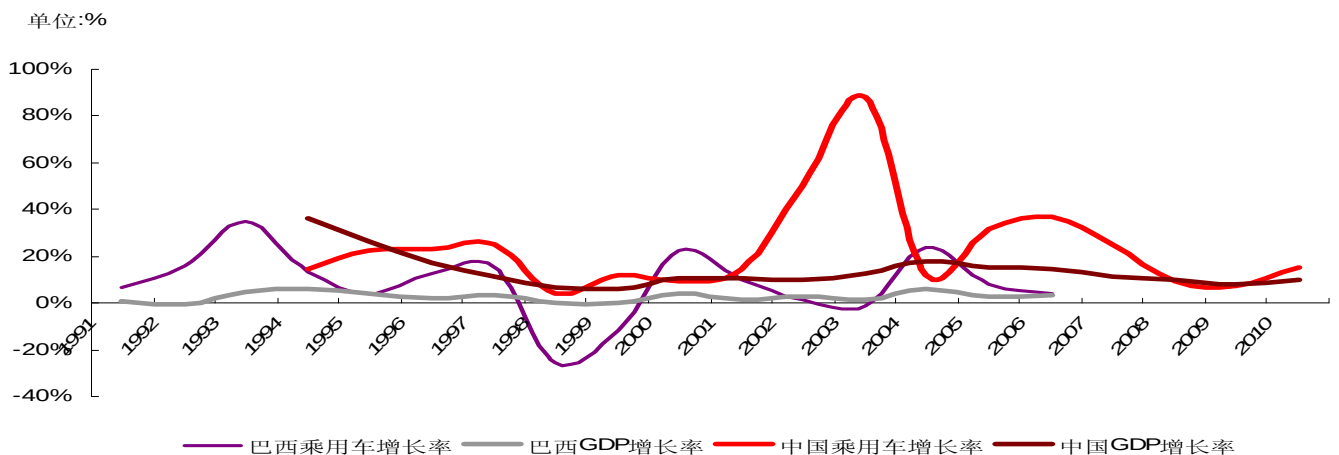
中长期依旧看好我国的乘用车行业

从世界几个相似的国家乘用车发展经历来看，我们认为中国乘用车发展还处于成长阶段，而且中国的两元化结构是保证乘用车增长的基础，一方面一线城市由于保有量较高，增速持续下滑，而二三线城市由于保有量极低，乘用车增速保持着较高的增长，而且在整个市场份额在不断地扩大。同时目前从固定资产投资和工业增加值来看，二三线内地城市有乘用车增长的物质基础，并且我们判断这些地方不会轻易放慢投资脚步。

从巴西的汽车发展来看，从 91 年到 97 年间乘用车每千人乘用车保有量增加了 50 辆，而且在 98 年碰上经济危机以后，乘用车销量负增长，在 99 年随着经济好转，乘用车的销量增速迅速大幅度反弹，我觉得这对我们对中国汽车的发展研究有很大的借鉴作用。

图表 5：中国汽车工业发展周期与巴西的比较

年度销量和 GDP 增长对比图



资料来源：汽车工业协会，光大证券研究所

图表 6：中日韩三国乘用车发展规律的比较

年度销量增长对比图

时期	国家	乘用车发展阶段	R 值	每千人保有量	乘用车年度增速
2000-2003	中国	导入期	19.4-14.4	3.8-6.8	32.8%
2004-2007		成长期	11.7-7.5	8.9-17	23.1%
2008(YTD)			6.5	21.5	7.7%
2009(F)			6.0	25.5	7.0%
1960-1964	日本	导入期	3.0-2.0	7.0-16	35.8%
1965-1973		成长期	2.0-1.0	19-70	22.2%
1981-1985	韩国	导入期	3.0-2.0	11-14.9	25.0%
1986-1997		成长期	2.0-<1.0	17-80	20.0%

资料来源：国务院发展中心，光大证券研究所

救车市依赖于政策的力度和决心

应对全球金融危机对我国车市的严重负面影响，从中央到地方，从最高决策层到基层企业，正在紧锣密鼓地寻找方案。从 11 月 5 日的国务院常务会议就中央的着力扩大国内需求特别是消费需求，提出实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，宏观调控政策出现了重大拐点。11 月 6 日和 11 月 20 日，国务院发改委和工业和信息化部分别召集汽车企业集团召开座谈会，会商促进汽车工业健康发展的政策措施。11 月 22 日国务院总理温家宝和张德江副总理分别视察了上海汽车和东风汽车，特别强调汽车行业是机械行业的支柱，中央对发展汽车工业始终坚定不移，发展汽车工业是保增长、拉内需的重要方面。

从国家的可能政策出发考虑，我们认为可以从两方面考虑，减少企业的负担和减少购买者的购买成本。从减轻企业的负担角度考虑，为了一碗水端平，可能出台的政策是对清洁能源车的研发给与资金补贴和税收扶植，从短期看这方面的扶植，由于消费市场尚未开启，对企业的盈利没有重大的影响，只是部分减少了企业的在相关领域的研发费用。

从消费者的角度考虑，就是减免消费税和车辆购置税，从消费税的角度看，今年已经调整过一次，为了实施节能减排和扶植民族汽车工业，小排量轿车的消费税可能会被取消，但由于小排量的轿车消费税只有 1%，因此效果不会很明显。

效果可能比较明显的是减免汽车购置税，该税种是价外税，占购车成本的 10%，如果能大幅度的减免这个税种，汽车的消费可能会止跌回稳。如果汽车企业配合这个政策，再适度降低售价，估计汽车回暖的可能性很大。我们初步判定这个政策是相机择决的，估计明年二季度出台的可能性较大。

油价的成本束缚短期无忧，市场化油价短期利好

按照世界银行的预测，今明两年全球经济增长大幅放缓，而明年世界贸易也将出现自 1982 年以来的第一次下降。报告预测 2008 年全球 GDP 增长率为 2.5%，2009 年则进一步回落至 0.9%，大大低于 2007 年 3.7% 的增速。其中明年三大经济体将出现负增长，发展中国家经济增速难以避免的出现大幅度放缓。因此，全球经济持续放缓，前景呈现悲观，对大宗商品市场构成中长期利空。与此同时，金融危机的持续深入，也使得大宗商品市场也面临流动性短缺的风险。在经济衰退预期日渐放大的背景下，资源性商品期货出现大幅下跌，对下游制造业的成本压力逐渐减小，实际促进下游制造业的毛利提升。

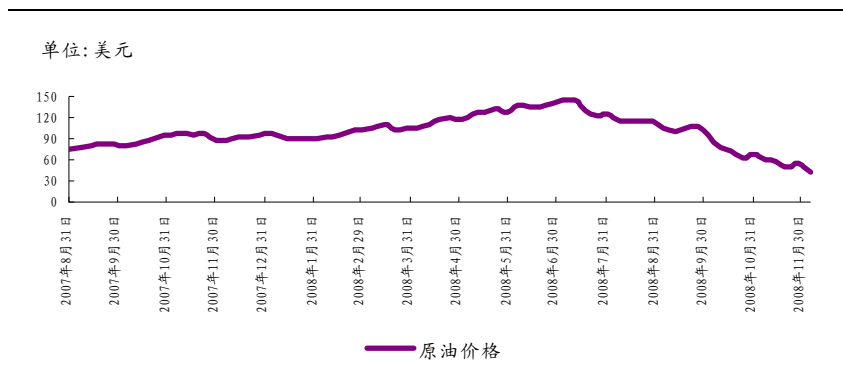
随着国际原油价格持续回落，市场再次聚焦成品油价格，不过这次关注的焦点由原来的提价转为降价。随着 09 年 1 月 1 日开始实施成品油税费改革的实施，我们认为：首先是原则上不提高目前的成品油价格的情况下，提高消费税额了，取消养路费等六项费用。和目前的成本比较，国家等于间接补贴了养路费等六项费用给汽车的消费者，消费者总计获得约 1000 多亿的年度费用补贴。应该说和目前的负担水平来说，是减轻了消费者的消费负担。一批受制于高油价的消费者，会释放一些消费需求，增加汽车购买。

我们更关注于成品油的定价机制，目前看实施燃油税后保持国内油价不提高。按照方案中的说法，国内汽、柴油出厂价格以国际市场原油价格为基础，加国内平均加工成本、税收和合理利润确定。将现行汽、柴油零售基准价格允许上下浮动改为实行最高零售价格。最高零售价格以出厂价格为基础，加流通环节差价确定，并将原流通环节差价中允许上浮 8% 的部分缩小为 4% 左右。国家将继续对成品油价格进行适当调控。

我们认为国家应该细化整个定价的内容，目前的国内油价是否已经体现了这个规则？目前的油价是参考哪个基准价格？这也许要等待后续国家出台的细则加以解释。但我们认为短期油价有继续下跌的可能。按照世界银行明年的油价预测 75 美元每桶的话，油价在未来的一段时间里对汽车行业的影响因素是利多。

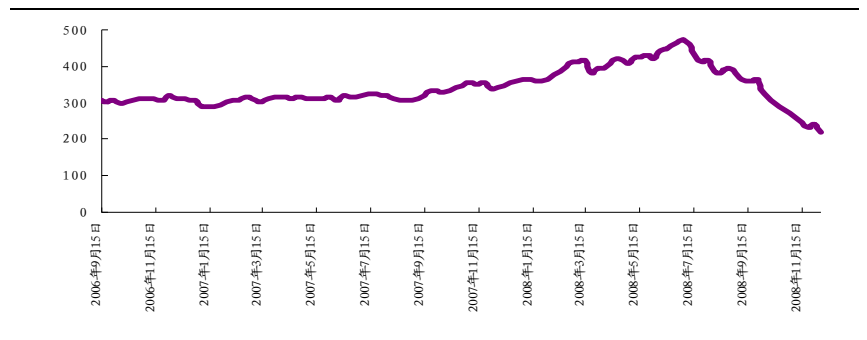
油价的下跌不仅对需求有巨大的正面作用，而且对以石油产品为投入品的石化产品的价格下跌有推进作用。汽车业广泛使用的塑料产品和玻璃产品的成本将明显下降。

图表 7：国际原油价格高位回落



资料来源：Bloomberg, 光大证券研究所

图表 8：国际商品价格指数（CRB）高位回落

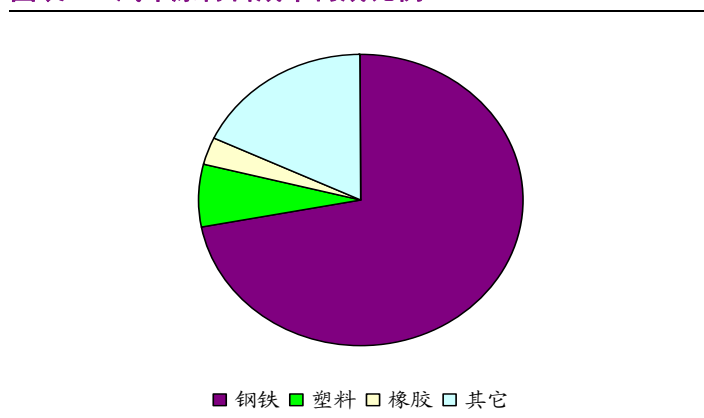


资料来源：Bloomberg, 光大证券研究所

原材料成本显著下降，汽车制造业受益巨大

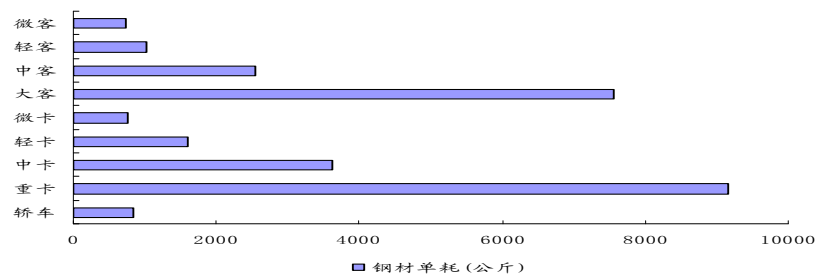
在汽车制造领域，钢铁是汽车的主要原材料，塑料和橡胶也有较大应用。按照我们的原材料成本模型，钢铁成本是主要的原材料成本。目前国内钢价已经低于 07 年年初的水平，而且随着铁矿石的价格跳水，钢材原材料成本下降，钢铁成本将维持在价格低位，所以对汽车制造业来说，钢材价格下跌，能直接带来整个行业的成本大幅度下降。我们以上海地区 1.0 冷轧板为例，从 08 年的最高价 7650 元每吨已经下降到目前的 3376 元，较去年的平均价格 5265 元还要低 36%。我们认为由于原材料价格上涨带来的毛利下降的影响因素从现在开始消失，反而开始关注有可能毛利上升的反转趋势，根据定料系统的提前期，采购成本一般滞后 1 到 3 个月，而且必须同时考虑产品的售价和销售情况，才能做最后的结论。

图表 9：汽车原材料成本构成比例



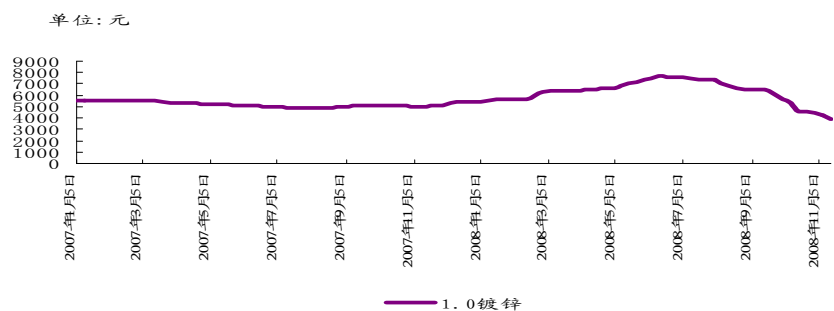
资料来源：光大证券研究所

图表 10: 汽车耗钢情况



资料来源: 光大证券研究所

图表 11: 国内钢材价格将维持在历史低位

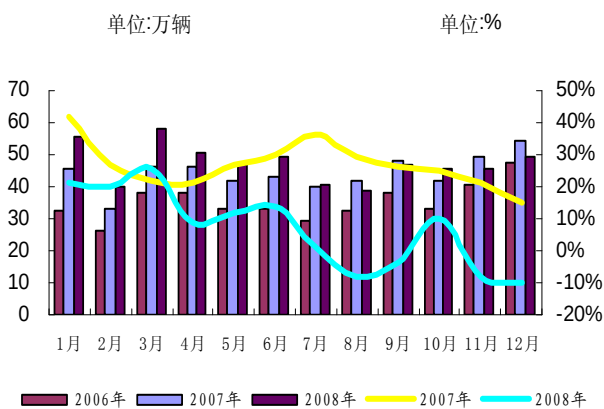


资料来源: 中国联合钢铁网, 光大证券研究所

乘用车刚性需求依然存在, 公车和消费升级意愿低迷

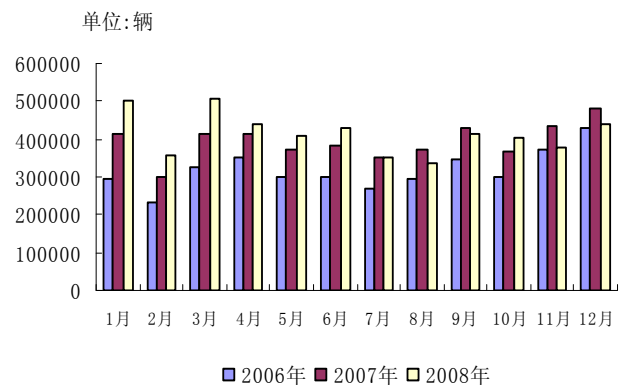
从乘用车的月度级别销售数量我们可以看见, 代表刚性需求的 A 级车消费能力尚可, 而代表公车 and 财富效应的级别的车型负增长明显。而节能减排效应对小车的促进作用影响有限。

图表 12: 乘用车月度销售分析和预测



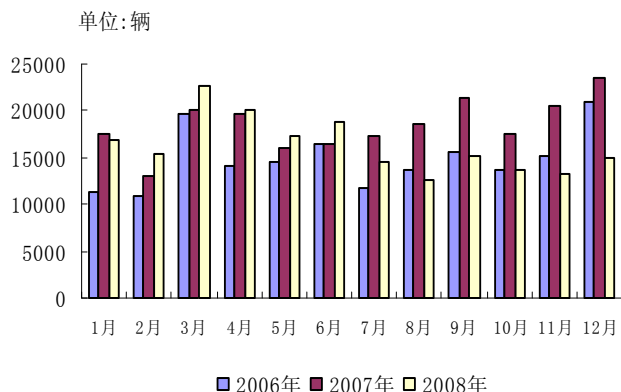
资料来源: 汽车工业协会, 光大证券研究所

图表 13: 轿车月度销售分析和预测



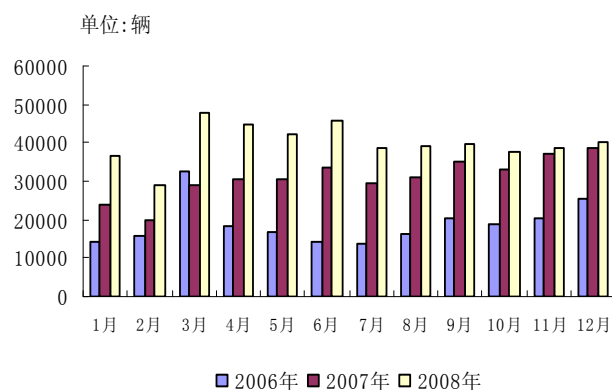
资料来源: 汽车工业协会, 光大证券研究所

图表 14: MPV 销量代表公车购买, 公车消费低迷



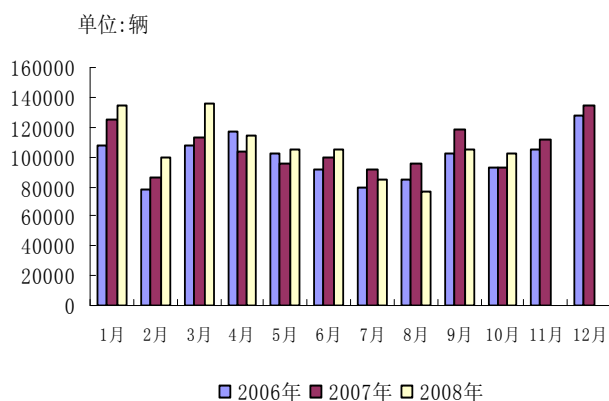
资料来源: 汽车工业协会, 光大证券研究所

图表 15: SUV 销量代表中高档人群购买, 消费力尚可



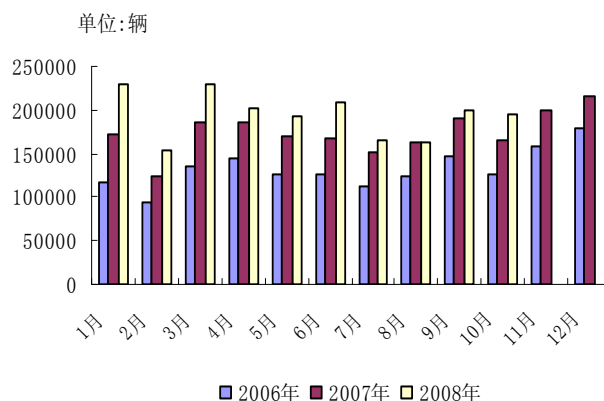
资料来源: 汽车工业协会, 光大证券研究所

图表 16: 节能减排对 A 级车以下车型有利程度有限



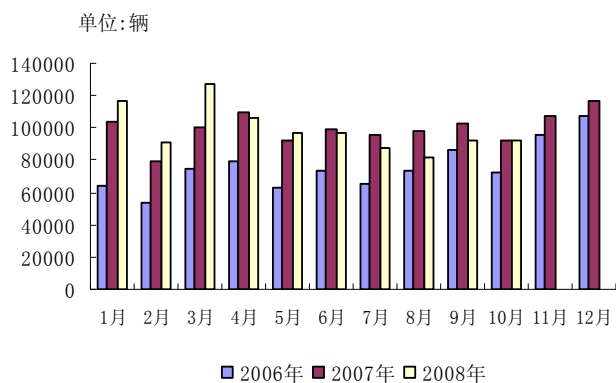
资料来源: 汽车工业协会, 光大证券研究所

图表 17: A 级车销量体现刚性需求依旧旺盛



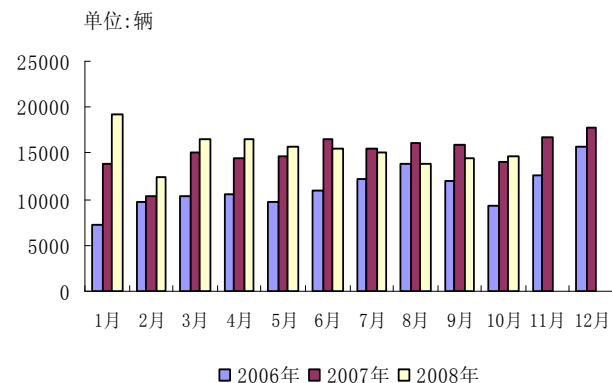
资料来源: 汽车工业协会, 光大证券研究所

图表 18: B 级车销量体现负财富效应导致消费升级减缓



资料来源: 汽车工业协会, 光大证券研究所

图表 19: C 级车销量体现财富效应和公车购买效应



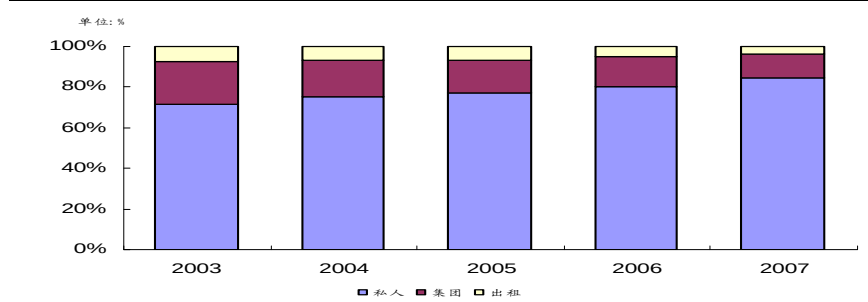
资料来源: 汽车工业协会, 光大证券研究所

乘用车行业销量增速短期走势震荡筑底，预计 09 年前低后高，全年销售增速在 7% 左右，10 年反转

从乘用车的消费者构成来看，主要由私人购车、集团购车和出租购车三部分，其中私人购车为市场的主体。由于今年地震和宏观经济的影响，集团购车基本上在下半年停止了，预计明年随着下半年的经济好转，集团购车会逐步放开；出租车行业今年上半年由于奥运因素，新增更新的出租车数量较大，我们预计明年下半年随着上海世博会的准备工作进入倒计时的时点，下半年出租车的更新可能会放量；从私人购车的角度看，个人可支配收入的增速放缓，股市和房市的财富效应低迷，估计到明年上半年消费信心难于启动，因此，我们判断乘用车要起来，估计要到明年下半年的时候，上半年的乘用车增速可能在围绕着零增长的中轨线波动。下半年随着经济的好转，和相应的基数较低，增速较快。

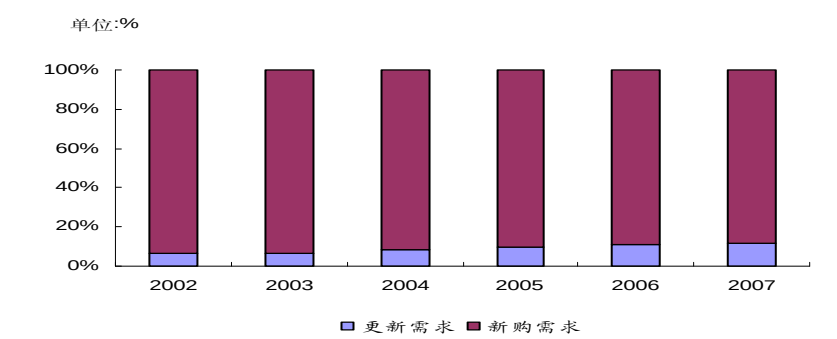
但我们认为支撑中国消费升级的动力和物质基础还是没有发生根本变化，我们不支持车市的拐点来临的说法，短期乘用车行业的日子是比较严峻，但随着经济刺激生效，中国汽车业未来还是光明的，长期发展的地位不会变化，世界汽车消费的最后两块乐土之一的位置难于改变。

图表 20：中国乘用车用户结构分析，私人是购车的主力



资料来源：光大证券研究所

图表 21：中国乘用车私人购车的动因分析，首次购车为主



资料来源：光大证券研究所

乘用车行业产能利用率下降，但新产品频出和自我调整产能促使供求压力减小

从目前的乘用车行业公司的投资情况来看，企业普遍对未来的半年情况不乐观，很多著名的零配件公司开始减员 20%以上，所以对投资的扩张压力不大，从未来的新增产能来看，09 年的新增产能接近 110 万辆产能利用率将从 08 年的 71%下降到 09 年的 69%，所以产能供应有一定的过剩压力。目前主要库存都集中在老产品上，所以目前的降价主要体现在老产品的清库效应。我们认为汽车业以销定产的策略没有改变，很多主流企业在销路不灵的时候，主动限制产能，通过设备检修和人员调整来减少库存的压力，所以我们认为不会发生剧烈价格战的可能。从我们的了解来看，主流厂商已经在 8 月份调整了全年的销量计划，年底大打压库战的风险较小。比如库存较高的一汽，主动促销迈腾和速腾，并加速推出新款的车型换代。上汽的库存压力较小，从 7 月底到现在库存是下降的，主要通过通用和大众的设备检修以及人员生产时间的调整主动压产量。

从明年新车型的推出来看，整个节奏加快，预计将近 90 个新车型将推出，大家都在通过新产品的推出来缓解压力，而不是通过老产品的降价来冲市。从目前得到的消息来看，上汽集团主要推出上海大众的 Superb, Tiguan, Fabia, 上海通用的 new Sail, new Excelle, Episilon2, 自主品牌的 MG6, NMC2, NSC, Kyron 等，一汽主要推出 Audi Q5 等。

图表 22：09 年推出的新车型外观图



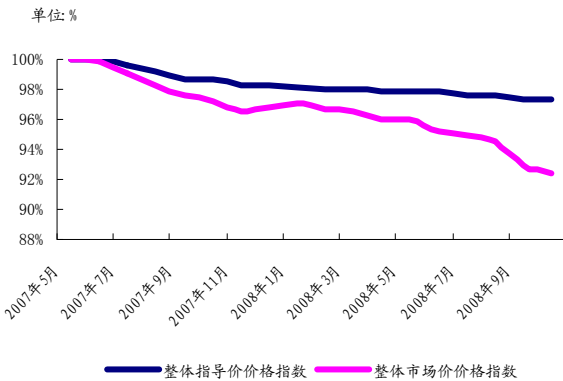
资料来源：光大证券研究所

乘用车价格有下降的空间，目前压力集中在经销商端

从目前的价格走势看，厂商指导价要高于市场价格指数，而且厂商指导价下降走势比较平稳，但市场价格指数下降幅度较大，这意味着两点：一，厂商并不情愿轻易破坏自己的定价体系，同时由于上半年的成本压力大，确实降价的理由不充分。第二，经销商出于追求销量的原因，主动降低售价，并将部分返利回报给消费者，从而达到薄利多销，降低库存的压力。

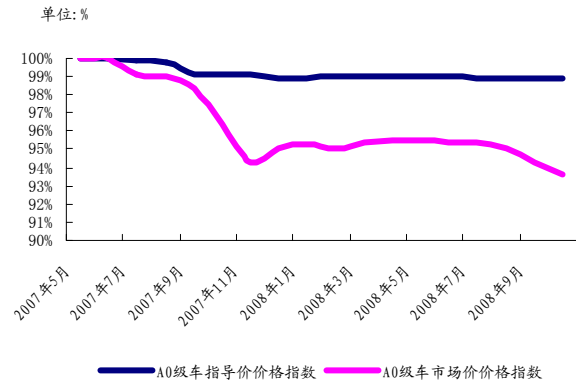
从我国的汽车价格来比较，A 级以下的车价基本上和国际接轨，但 A 级车以上的车型车价盈利空间比较大，随着原材料的成本下降，明年汽车的价格还有部分的下降空间。

图表 23：整体市场厂商指导价和市场价格差距拉大



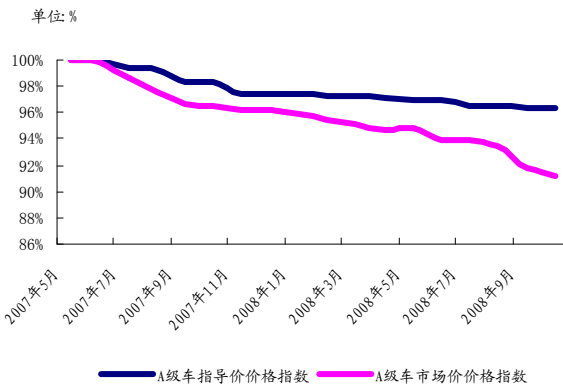
资料来源：SIC，光大证券研究所

图表 24：A0 级车由于成本压力价格下降空间小



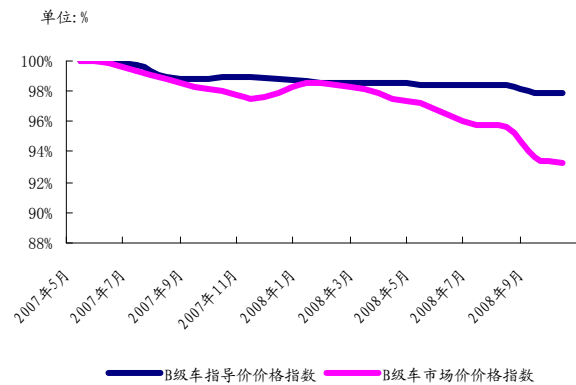
资料来源：SIC，光大证券研究所

图表 25：B 级车价格下跌导致 A 级车价格下移



资料来源：SIC，光大证券研究所

图表 26：负财富效应导致 B 级车价格开始跳水



资料来源：SIC，光大证券研究所

宏观经济减缓，商用车周期向下趋势未变

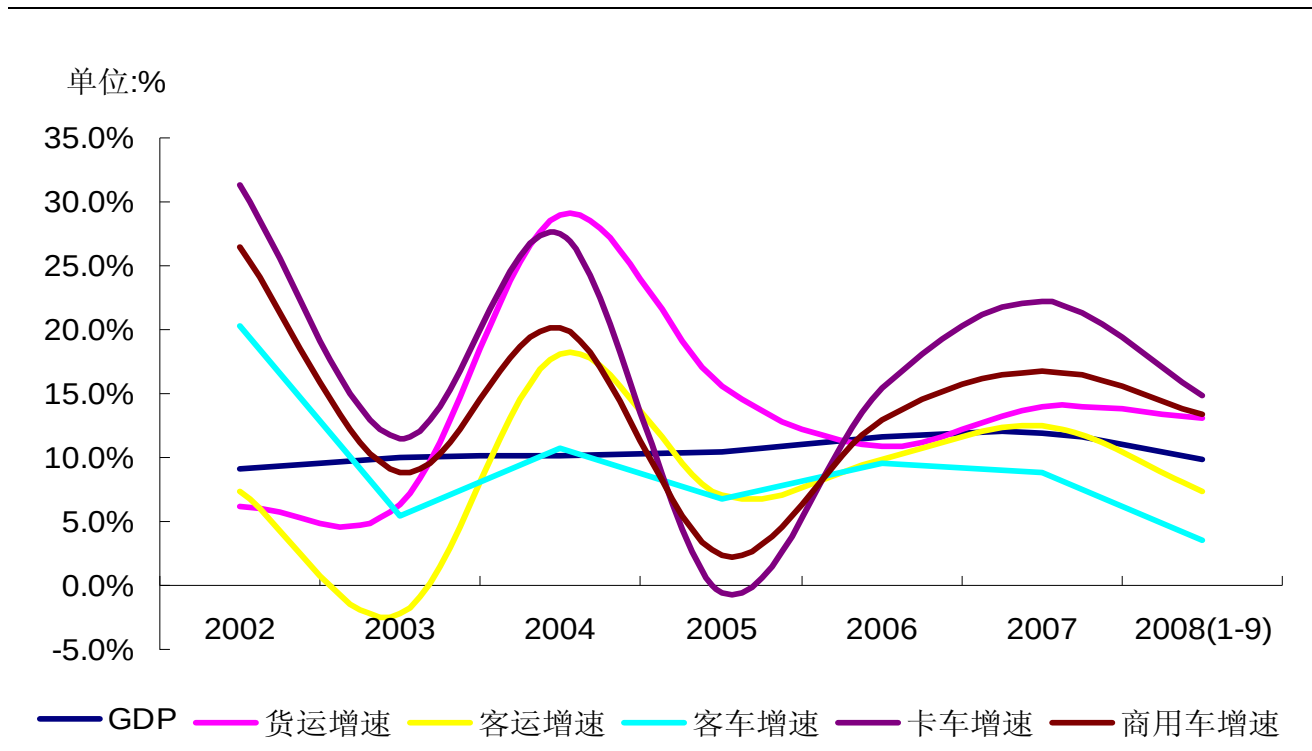
决定商用车的需求的重要指标是客货运周转总量和社会保有量的两个指标。假定明年宏观经济放缓到 8% 左右，那么整个社会的客运和货运市场周转总量相应下滑。而 07 和 08 年由于计重收费的普及和推广，卡车市场提前更新的量已经巨大，加上国三排放的提前购买，整个卡车市场的增速超过了货运总量的增长，因此，从基本面来说，09 年国内的卡车市场负增长的态势依旧。从出口市场来看，目前商用车出口占比已经超过 10%，如果世界经济不景气，相应的主要进口国家如俄罗斯、伊朗等国家的进口将大幅度减少，所以从出口市场来看，卡车负增长也是确定性的事件。目前商用车在 07 年的销售增速顶峰到达以后，伴随着宏观经济的回调和提前更新造成的保有量飙升，明显处于景气周期回调的阶段，我们认为从 09 年的基本面看，卡车销量基本上处于探底走势，短期难于言底。

从客车市场来看，今年已经显示调整之势，我们预计 09 年客运市场的客运总量增速继续下降，奥运会的提前更新效应将导致整个增速滞后放缓，而明年的世博会新增需求估计将由于地域政策花落上汽，其他厂商很难

分得一杯羹，所以对整个市场的增速没有大的作用。从出口市场来看，世界经济的不景气带来的外销订单的减少，而且取消订单的趋势明显，整个出口高速增长的态势变化，因此，我们判断整个客车市场也处于探底走势。

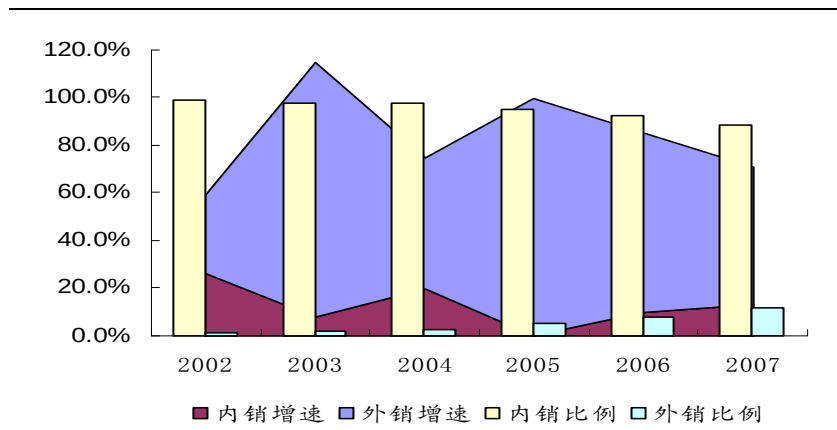
图表 27：中国商用车市场和宏观经济的关系

年度增长对比图



资料来源：CEIC，光大证券研究所

图表 28：中国商用车行业出口情况



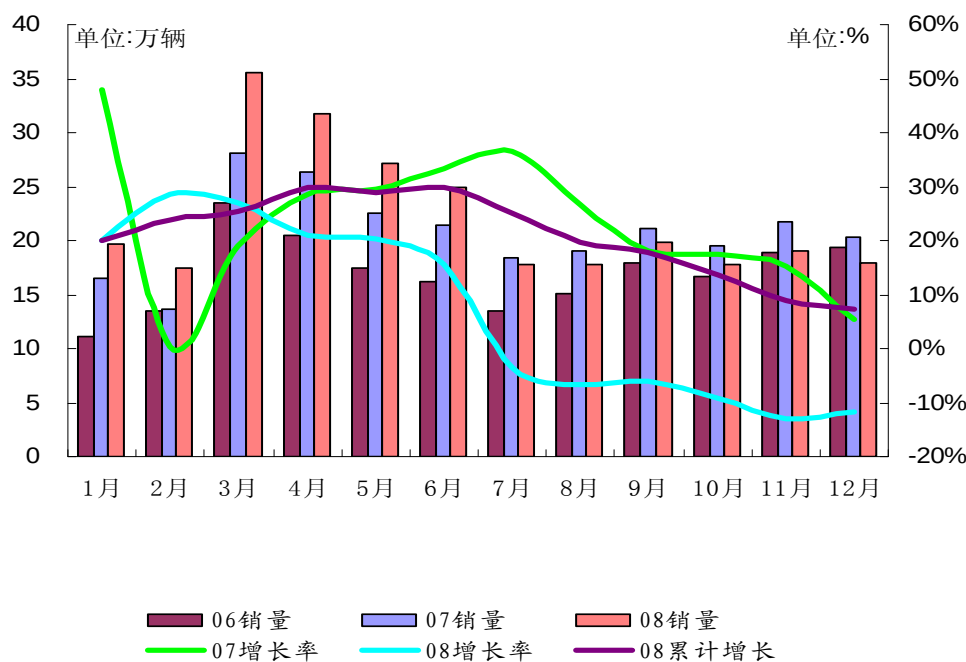
资料来源：海关总署，光大证券研究所

商用车行业销量增速负增长依旧，预计 09 年销售增速在-10%左右，10 年反转

从草根研究来看商用车的卡车行业，60%以上作为物流用车，随着出口形势不好的条件下，整个物流增长受显著，国家的主要增长放在刺激内需上，因此，出口形势的不好，带来商用车的增长没有物质基础。从采掘业来看，20%的占比用途会因为矿石和煤炭的价格下跌，私人开采业的萎缩，从而带来商用车的销量滑坡。而正规厂商的主要运输方式还是铁路，如果总体经济下滑，铁路运力不会很紧张。从占比 20%的房地产业来看，大家都预期上半年房地产市场低迷难于走好，接着从更新占比来看，卡车井喷就是这两年的事了，未来没有大批量的更新需求，最后从支持卡车超常规发展的两个事项，一是计重收费已经结束，另外一个乱罚款导致的规模经济依然存在。所以我们认为整个卡车增长的势头已经结束了，需要等到整个行业内在的需求重新起来，才能反转。

图表 29：中国商用汽车（不含微客）月度销量数据对比

月度销量增长对比图



资料来源：汽车工业协会，光大证券研究所

商用车行业新增产能大，产品同质，供应压力巨大

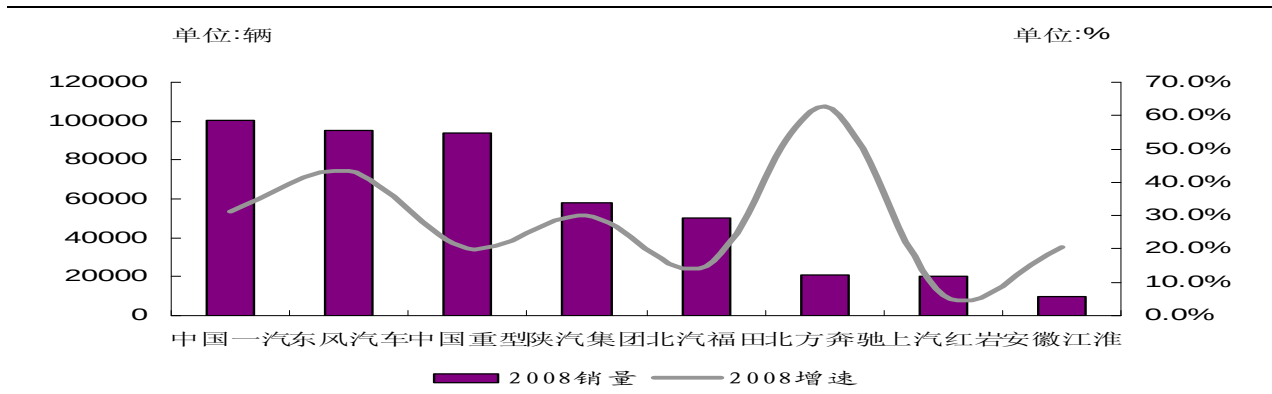
从整个中、重卡汽车市场来看，新增产能和厂商较多，整个市场集中度较差，因此竞争比较激烈。从整个市场来看，一汽、东风、重汽排名前三甲。从新增产能来看，上汽红岩、江淮汽车和福田汽车较大，因此，我们认为整个市场在销售低迷的时候，价格压力较大。

从大中客来说，虽然集中度较高，但新增产能较大，比如宇通客车的 5

万辆项目，前两年产能盲目扩大的投资造成产能急剧扩大，而且产能的弹性极大，因此加剧了整个市场的竞争，我们认为从 2009 年开始客车市场极有可能开始恶性价格竞争。占较大比例的公交市场是稳定增长的力量，但公交市场的毛利较低，只有 7-8%，因此基本上不挣钱，所以公交市场是跑量冲门面。奥运提前更新的效果已经消失，而世博会的更新估计只能花落上汽的申沃客车，其它厂商难于分一杯羹。国内的客运总量增长缓慢，城际动力车组的持续投产将分流巨大的人流，而且城际铁路在未来的两年中开通的数字将由 07 年的 160 组飙升到 700 组。因此整个替代因素较大，销售前景很黯淡。

图表 30：中国重卡厂商竞争格局

年度增长对比图（图表概述）

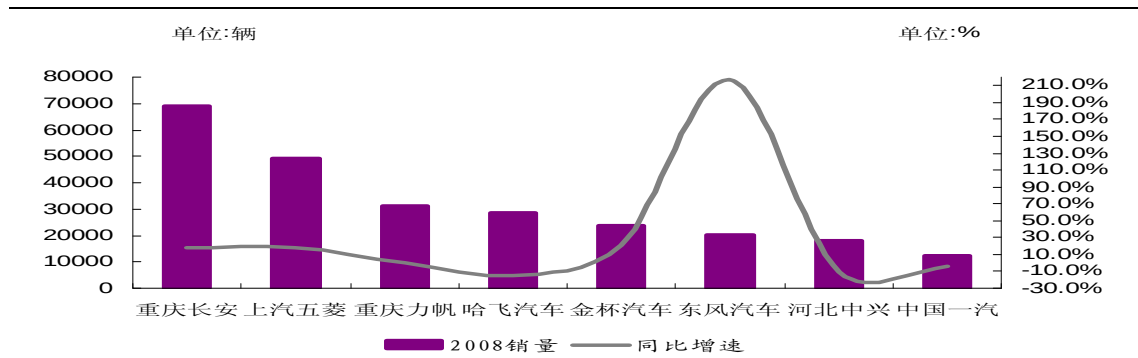


资料来源：中国汽车工业协会，光大证券研究所

商用车行业唯一亮色来自于微客和微卡

新农村建设和发展农村经济是未来的特点，因此从农民收入增长、个体经济增长较快、社会消费快速增长等因素促进微客和微卡的需求增长，同时，微客大型化也提高了其市场竞争力，有抢占日系轻客市场的势头，这些是影响微客需求的主要动力。且农民销售、社会零售消费滞后于经济发展，因而经济下滑短期难以反应到微型车市场。从目前的微客和微卡的主要生产厂商来看，主要是上汽五菱和重庆长安占市场主导地位，因此，投资标的基本上集中在这两家上市公司里面

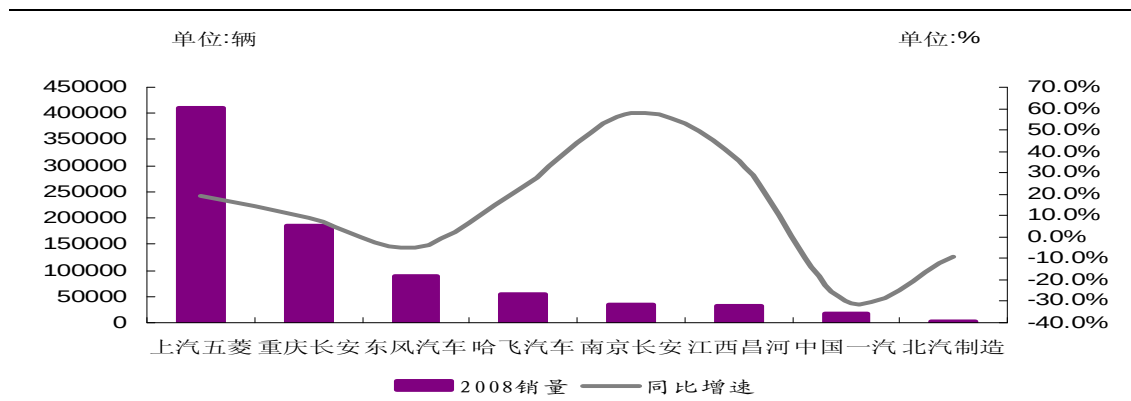
图表 31：中国微货市场的竞争格局



资料来源：中国汽车工业协会，光大证券研究所

图表 32：中国微客市场的竞争格局

年度增长对比图（图表概述）



资料来源：中国汽车工业协会，光大证券研究所

内忧外患，整体看空汽车零部件企业

从我们的整车行业供求关系分析来看，09 年汽车整体需求属于景气回调期，因此，零部件企业由于其议价能力的薄弱，尽管其原材料成本下来了，但其产品价格下降幅度预计较大。加上 09 年新车型推出加快，零配件厂商的生产批次规模效应将减小，资本折旧将变大。预计其盈利能力下降幅度更大。

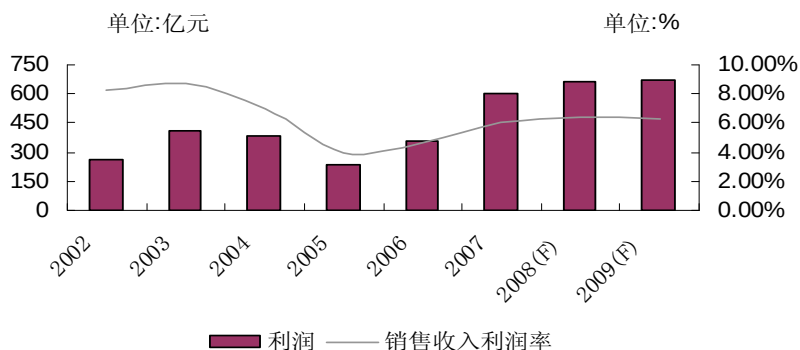
从国外需求来看，尽管美国有意向救助其汽车工业，但杯水车薪无法改变汽车业的衰退，甚至会考验其生存能力。而且贸易保护主义可能会损害中国汽车零部件的出口数量，因此汽车零部件企业面临着内忧外患的局面。我们不看好这个板块，尤其是出口业务占比大的企业。

行业利润增速 09 年上半年负增长，下半年好转

从 08 年 1-9 月汽车重点企业的主要经济指标看，主营业务收入增长慢于主营业务成本收入增速，因此毛利下降 1.6%，但销售利润率 6.5% 还是高于去年的水平，因此基本上符合我们的预测。考虑到未来的销量增速将是负增长，虽然成本下降了，但由于成本带来的优势，降价促销的力度增大将导致价格下降的趋势也不会停止，目前市场指导价远高于市场销售价，所以利润的挤出发生在经销商端，但我们认为厂商降价的动力还是较强，所以我们判断，整个利润增速上半年会大幅度负增长，销售利润率会从高位下滑。在下半年由于政策的刺激，车市会逐步走稳，整个利润增速会在下半年正增长，销售利润率出现反弹。我们预计全年利润略有增长。

真正的行业反转可以关注几个相关领域：股市和房市。我们认为汽车业的利润要大幅度增长，还是在于财富效应，特别是由于财富效应导致的中高档汽车的销售占比提升，是其改变盈利能力的显著特征。

图表 33：中国汽车行业重点企业利润预测



资料来源：汽车工业协会，光大证券研究所

估值和公司推荐

从估值角度看，汽车行业目前提供了相当大的安全边际，无论是从 PE 的角度和 PB 的角度。比较国际汽车公司的估值其实在目前并无可比性，欧美国家的汽车产业产业发展周期和盈利模式和我们有着显著性的差异，毕竟美国通用曾经有过市值超过 2000 亿美金的时候，丰田市值也长期处在 1000 亿美金，从 PS 比较我们的公司价值还是低估了。我们认为无论从国际汽车的历史和国内股票市场对汽车股的认识来看，目前汽车股还是有比较高的安全边际。按照万德的统计，截至 12 月 12 日，沪深 300 的 PB 和 PE 分别为 2.3 倍和 12.6 倍，而汽车板块相对为 1.4 倍和 11 倍。我们可以比较同时期两者之间的差距，从市盈率角度看已经出现负的背离，而从市净率的角度看差距稍微扩大了，因此从静态的角度考虑，汽车股的估值优势具备很高的安全性。从未来的一段时间来看，汽车股是否基本面出现变坏的趋势，从而导致估值优势的丧失呢？从行业的盈利能力分析，我们认为乘用车的利润增速在 09 年下半年可能好转，而商用车的利润增速可能要到 10 年才能好转，因此相比较而言，乘用车的安全性更高。

从板块轮动的角度来看，一般牛市的中期是汽车股特别是轿车的黄金投资时机，因此，我们的观点是乘用车处在底部，对战略投资者有一定的吸引力，维持乘用车中性的评级；而商用车其 PB 还是较高，加上明年基本面继续看淡。因此，继续维持商用车减持的评级。

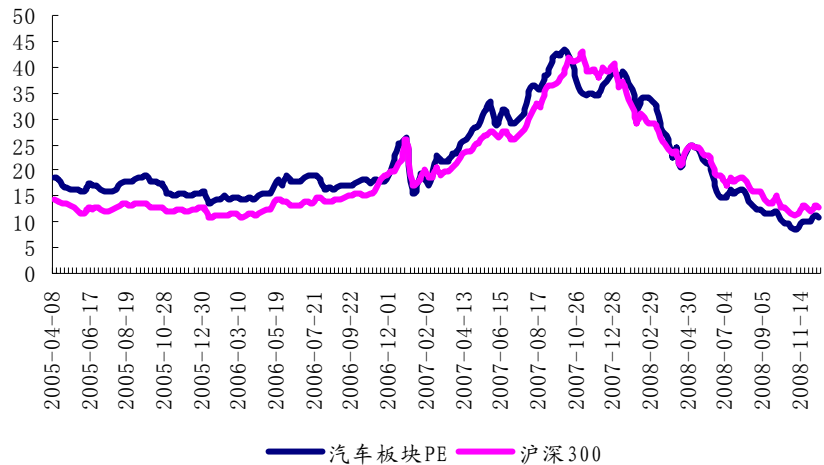
从绝对收益的角度考虑，我们认为 09 年 6 月份是买入轿车股的较好时间。因为我们估计轿车股的销量在 09 年 7 月份同比出现正增长的可能性比较大，因此买点可能在 6 月份开始出现。

我们比较看好的公司是上海汽车和一汽轿车。上海汽车是乘用车的龙头，流动性较好，其 09 年的发展主要看三大轿车主体厂商的新车型放量，加上世博会的更新，上汽在销量和盈利能力上有所保证。从估值角度看，我们预测上 08 年 EPS 为 0.40 元，09 年 EPS 将在 0.5 元，其在自主品牌上得到较高的提升和通用的新车型上得到主力盈利企业的保障，10 年 EPS 将达到 0.8 元，相对应的 08、09、10 年市盈率为 15、12 和 7.6 倍，给与增持的评级。相对应的风险在于新产品的市场推广前景和企业的财务稳健程度。

一汽轿车的主要看点是集团的整体上市题材。从企业的发展来看，一汽

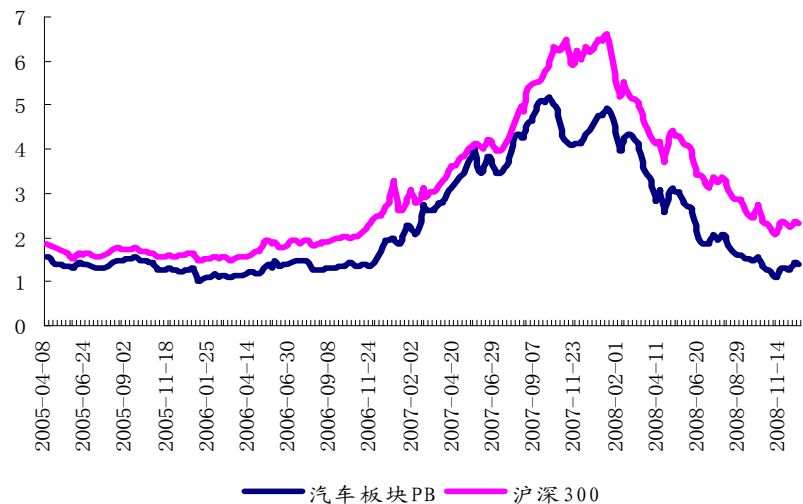
轿车大幅度增长是不太可能的，新增的产能需要一段时间的消化，我们认为其的增长可能比较稳健，关键看点是题材和估值便宜。我们预测其08年、09年、10年EPS分别为0.65元、0.7元和0.85元，相对应的市盈率分别为11.3、10.5和8.6倍，给与增持评级。相对应的风险在于新增产能的折旧和新增产能的投产时间。

图表 34：汽车板块和沪深 300 板块的市盈率对比



资料来源：WIND，光大证券研究所

图表 35：汽车板块和沪深 300 板块的市净率比较



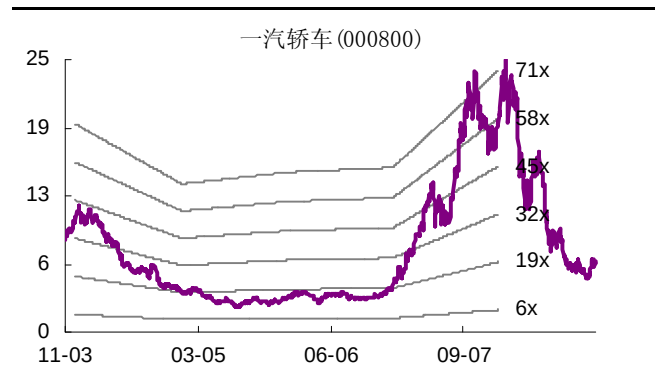
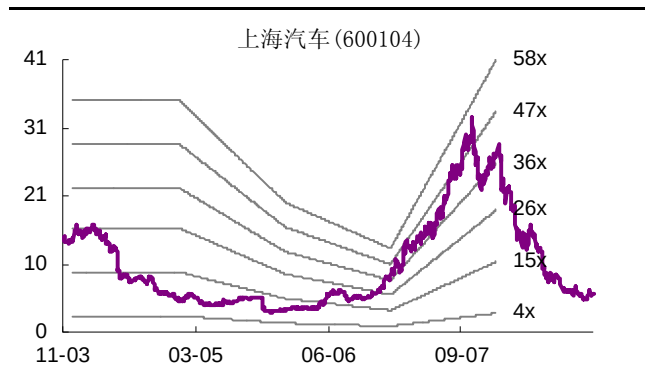
资料来源：WIND，光大证券研究所

行业重点上市公司评级与估值指标

证券 代码	公司 名称	价格	流通 A 股 (百万股)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		投资评级	
				07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	上次	本次
600104	上海汽车	6.06	3,276	0.71	0.40	0.5	8.5	15.1	12.1	1.06	1.08	中性	增持
000800	一汽轿车	7.32	764	0.34	0.65	0.7	21.5	11.3	10.5	2.06	1.83	中性	增持

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图



资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

杨华超，上海交通大学供应链管理博士研究生、工商管理硕士和工学学士。曾在多家世界五百强公司工作，如德尔福、英格索兰和上汽。对企业运营和企业改善有着多年的管理经验，在汽车行业有着多年的从业经验。

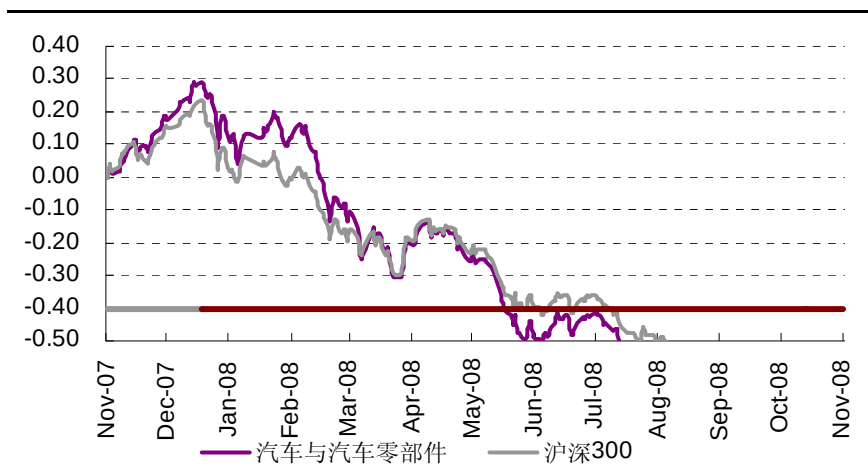
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

汽车与汽车零部件

分析师：杨华超



日期	行业评级
2008-01-14	买入
2008-01-22	买入
2008-05-07	买入
2008-07-17	中性

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120
电话：021-68816000 传真：021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-50818887-296	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-50818887-233	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-50818887-235	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峰	021-50818887-276	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-68822917	15821755866	mangq@ebsecn.com
	陶奕	021-68822917	13788947019	taoyi@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。