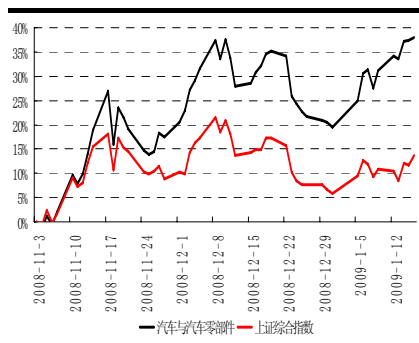


汽车及零配件行业

投资评级：中性

2009 年 1 月 19 日

行业市场表现：



数据来源：wind

执笔人：

白宇

0351-8686975.

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券有限责任公司

<http://www.i618.com.cn>

精选优良资产，在行业深冬中备战回暖

——2009 年汽车整车制造行业投资策略

行业研究/行业深度研究

投资要点：

- **08 年汽车销量走势前高后低，没有达到预期的销量千万目标**
 - ✦ 宏观经济下滑带动汽车行业在下半年销量持续下滑。
 - ✦ 股市大幅下滑带来的财富效应消失，居民收入水平增速的下滑，以及消费者信心的低迷造成乘用车增长降低。
 - ✦ 固定投资增速下落带动重卡销量下滑，防御性较好的客车行业在岁末几月也出现负增长。
 - ✦ 金融危机导致汽车主要出口国经济增速放缓，直接影响出口销量。
- **未来一年将是艰难寒冬，政府政策支持成为行业过冬的重要依靠**
 - ✦ 轿车的各个主要消费主体都不同程度受到经济下行影响。
 - ✦ SUV 高速增长难以继续，交叉型乘用车将成为销售亮点。
 - ✦ 重卡将在景气底部运行，国家 4 万亿经济刺激计划会避免重卡销售硬着陆，但不能带动大幅增长。
 - ✦ 公交、旅游、客运等下游的平稳发展使得客车行业具有相对的防御性。
- **汽车行业长期前景看好，行业显现兼并重组机会**
 - ✦ 中国经济的长期发展前景，汽车低保有量和城市化进程是中国乘用车市场、商用车市场长期发展的主要动力
 - ✦ 中国汽车行业竞争远高于发达汽车工业，目前宏观经济状况和政府政策为汽车企业兼并重组提供了有力的外部条件
- **投资策略：**
 - ✦ 筛选优质低估资产
 - ✦ 注意在政策面驱动下小排量车短期及长期机会
 - ✦ 关注行业重组，着眼未来行业巨头
- **重点推荐公司：**
 - ✦ 宇通客车（600066），增持（维持）
 - ✦ 江铃汽车（000550），增持（首次覆盖）
 - ✦ 中国重汽（000951），增持（首次覆盖）

目录

08 年汽车销量走势前高后低，没有达到预期的销量千万目标	3
汽车全年销量增速 7%，下半年同比负增长	1
乘用车增长大幅度降低	1
重卡销量下半年如期下降，防御性良好的大客车也在年末出现负增长	4
出口形势恶化，出口增速下滑	5
未来一年将是艰难寒冬，政府政策支持成为行业过冬的重要依靠	6
宏观经济增速下滑是汽车行业周期下行的根本原因	6
轿车的各个主要消费主体都不同程度受到经济下行影响	7
重卡行业景气度将在底部运行	9
客车仍然具有相对的防御性	10
油价下调和燃油税增收有助于 09 年汽车销售	11
《汽车行业调整振兴规划》短期刺激与长远规划并重	12
2009 年汽车行业销量预测	13
行业成本压力下降，但利润压力却未减弱	14
在全球汽车行业衰退的背景下，中国汽车行业长期前景仍然乐观，行业集中度提升是必然趋势	15
投资策略及重点上市公司推荐	18
筛选优质低估资产	18
注意在政策面驱动下小排量车短期及长期机会	19
关注行业重组，着眼未来行业巨头	20

图表目录

图表 1: 历年汽车月度销量及增速.....	1
图表 2: 上证、深证指数.....	2
图表 3: 消费者信心指数.....	2
图表 4: 城镇居民收入水平.....	2
图表 5: 乘用车历年月度销量及增速.....	2
图表 6: 轿车历年月度销量.....	3
图表 7: 轿车分排量车型销量占比历年走势.....	3
图表 8: MPV、SUV 及交叉型乘用车销量增速.....	3
图表 9: 历年重卡月度销量及增速.....	4
图表 10: 历年大、中、轻客月度销量及增速.....	4
图表 11: 历年汽车出口与增速.....	5
图表 12: 各个主要出口车型出口量与增速.....	5
图表 13: 主要出口厂商数据.....	5
图表 14: 汽车销量增速与 GDP 增长.....	6
图表 15: IMF 对全球经济最新预测.....	6
图表 16: PMI 指数.....	6
图表 17: 汽车消费结构.....	7
图表 18: 制约 09 年乘用车销量的主要因素.....	7
图表 19: 未来收入信心指数.....	7
图表 20: 中央及地方政府财政收入.....	7
图表 21: 企业家信心指数.....	8
图表 22: 排名前十位的 SUV 品牌排量、价格、市场占有率.....	8
图表 23: 农村消费名义及实际增速.....	9
图表 24: 大宗商品价格与重卡销量走势.....	9
图表 25: 公路货运量与增长.....	9
图表 26: 4 万亿资金分配（✓所示为与重卡相关领域）.....	10
图表 27: 98 年经济刺激政策后重卡销量变化.....	10
图表 28: 大中客车主要下游用途.....	10
图表 29: 公交车销量.....	11
图表 30: 万人公交车拥有量.....	11
图表 31: 公路客运量及增长.....	11
图表 32: 年度旅游人数及增长.....	11
图表 33: 燃油税对各个级别车型使用成本影响.....	12
图表 34: 《汽车行业调整振兴规划》.....	12
图表 35: 09 年细分车型销量预测.....	13
图表 36: 汽车企业毛利率与利润增长.....	14
图表 37: 钢材价格走势.....	14

图表 38: 汽车价格走势.....	14
图表 39: 汽车行业产能利用率	14
图表 40: 世界各国千人其策划保有量.....	15
图表 41: 中国汽车长期销量及拥有量展望.....	15
图表 42: 中国城市化率及其展望.....	15
图表 43: 中国汽车消费全球占比.....	15
图表 44: 中、美、日汽车行业 H-H 指数对比.....	16
图表 45: 五大汽车集团市场占有率.....	16
图表 46: 轿车市场占有率情况.....	16
图表 47: SUV 市场占有率情况	16
图表 48: 重卡市场占有率情况.....	17
图表 49: 大客市场占有率情况	17
图表 50: 汽车工业增加值 GDP 占比.....	17
图表 51: 汽车行业可能存在的重组.....	17
图表 52: A 股上市行业 ROE/PB 比较	18
图表 53: 乘用车企业 ROIC/Z-score 比较分析.....	19
图表 54: 商用车企业 ROIC/Z-score 比较分析.....	19
图表 55: 乘用车企业 ROE/PB 比较分析.....	19
图表 56: 商用车企业 ROE/PB 比较分析	19
图表 57: 主要小排量车生产厂商.....	20
图表 58: 机构对国际与国内汽车股的预测与估值.....	21

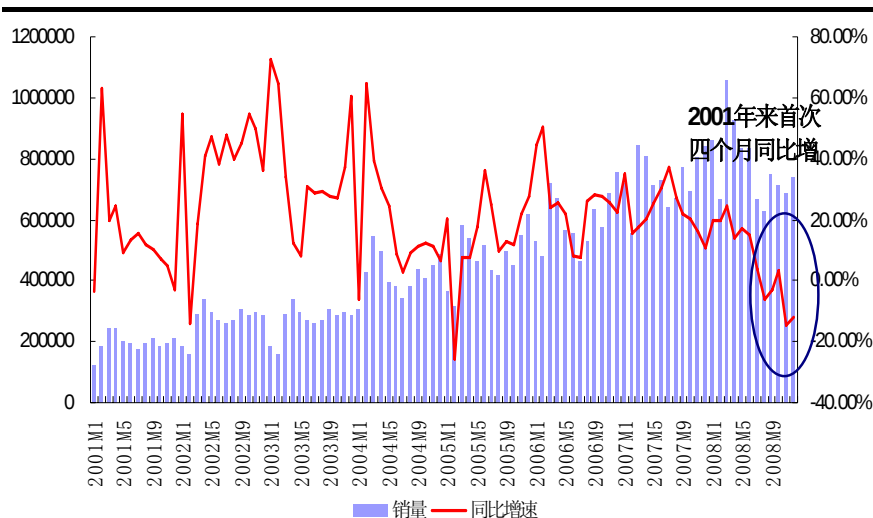
08 年汽车销量走势前高后低，没有达到预期的销量千万目标

汽车全年销量增速 7%，下半年同比负增长

8、9、10、12 月份汽车销量同比负增长，这在 2001 年来首次出现

经历了 07 年的高速增长，08 年来我国汽车销量增速开始逐步下滑。上半年，汽车销量增速相比 07 年有小幅下滑，但整体上仍然保持不错的增长。但下半年来，受到国际金融危机以及我国经济整体下滑的影响，销量增速开始大幅下跌，尤其三季度至今，已经有四个月同比增速为负，而通常三、四季度是汽车销售的黄金季节。全年产销增速明显回落，分别达到 934.51 万辆和 938.05 万辆，同比增长 5.21% 和 6.70%，分别比上年同期回落 16.81 个百分点和 15.14 个百分点，没有达到年销量千万的目标。

图表 1：历年汽车月度销量及增速



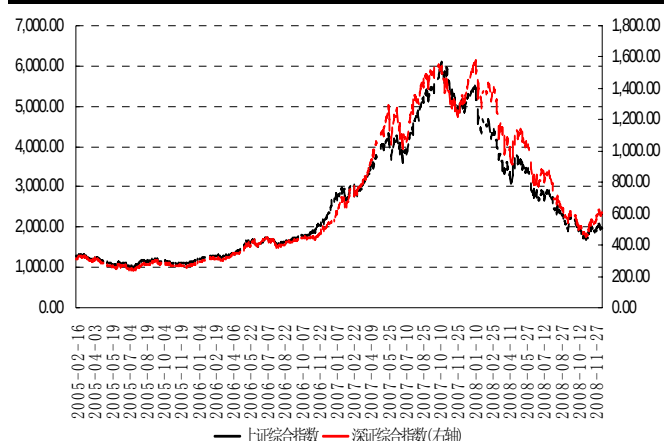
资料来源：CAAM 山西证券研究所

乘用车增长大幅度降低

股市大幅下滑带来的财富效应消失，居民收入水平增速的下滑，以及消费者信心的低迷造成乘用车增长降低

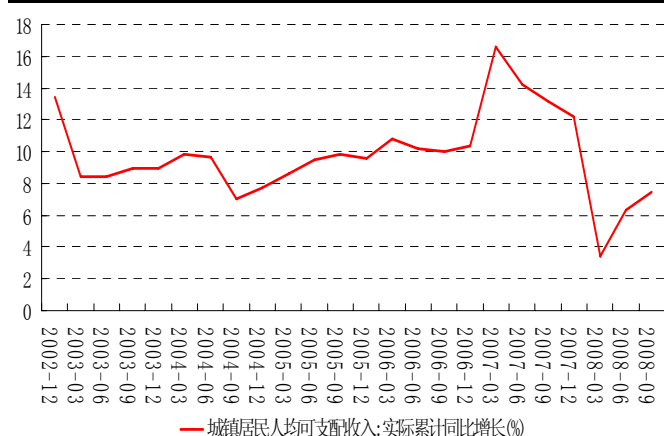
乘用车方面，07 年带动乘用车消费的财富效应在 08 年上半年逐步消失，股市大幅度缩水，消费者信心指数持续低迷，居民实际收入水平增速的大幅度下滑，种种不利因素不断导致乘用车销量减速，负增长也在三季度伴随而来。全年乘用车产销 673.77 万辆和 675.56 万辆，同比增长 5.59% 和 7.27%，分别比上年同期回落 16.35 个百分点和 14.41 个百分点。其中轿车全年销售 504.7 万辆，同比增长 7%；MPV 全年销售 19.7 万辆，同比下降 11%；SUV 全年销售 44.8 万辆，同比增长 25%；交叉型乘用车全年销售 106.4 万辆，同比增长 8%。

图表 2：上证、深证指数



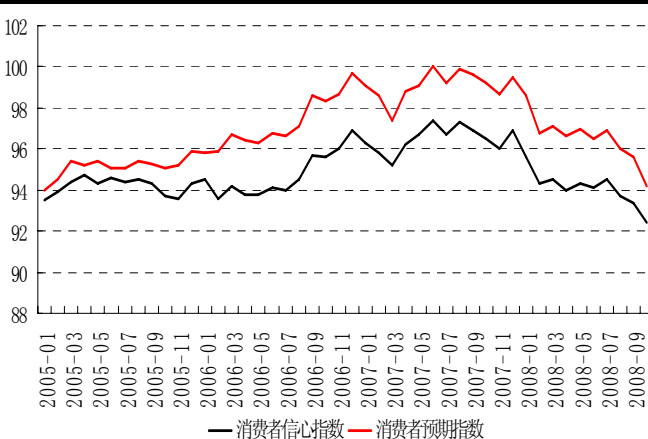
资料来源：wind 山西证券研究所

图表 4：城镇居民收入水平



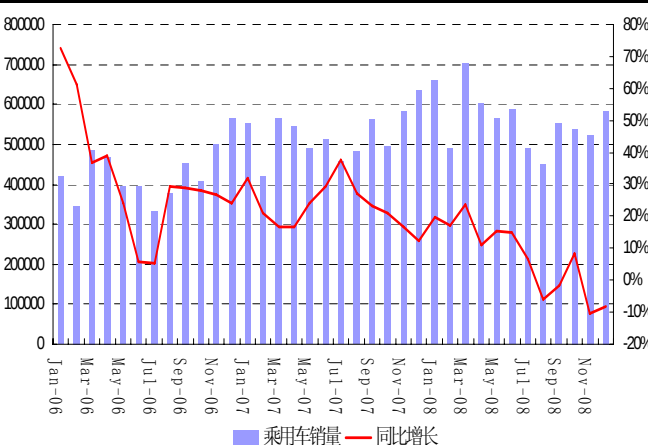
资料来源：wind 山西证券研究所

图表 3：消费者信心指数



资料来源：wind 山西证券研究所

图表 5：乘用车历年月度销量及增速

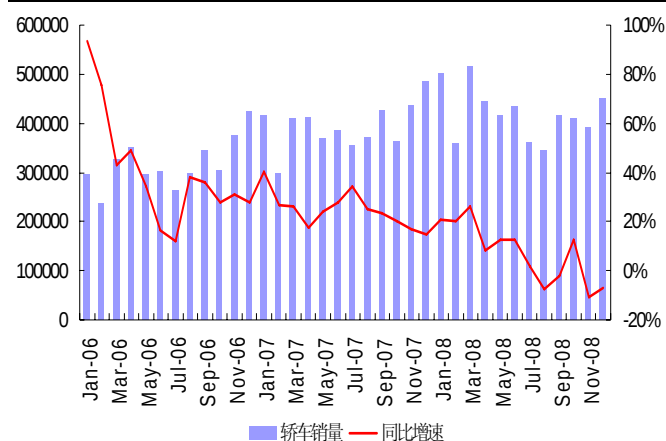


资料来源：wind 山西证券研究所

1L-1.6L 排量成为轿车中的黄金车型，年中的小排量轿车的消费税减收没有能够促进 1L 以下轿车的销售

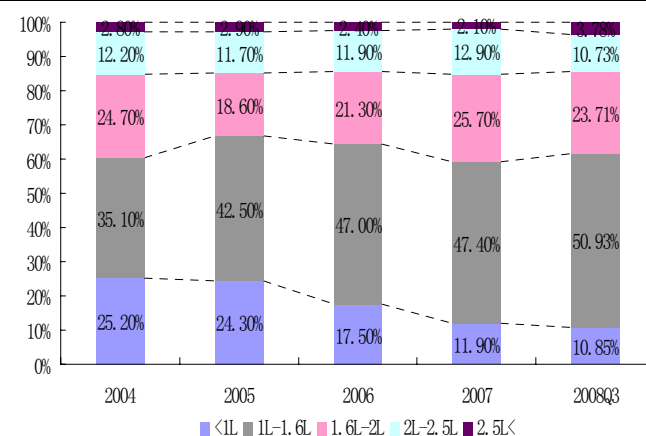
从乘用车细分市场上来看，占比最大的基本型乘用车——轿车的销量与乘用车走势相同，在 08 年初的几个月中保持了 07 年的高速，之后逐步下滑，而在三季度国际金融危机及宏观经济减速后增速转为负值。轿车销量中，1L-1.6L 排量车型继续保持占比增长，此排量范围内的车型已经成为轿车的最重要市场，各家厂商不断加强在这一市场的车型投放。08 年中推出的汽车消费税虽然将 1L 以下小排量车消费税减小到 1%，但对 1L 以下小排量车型市场的刺激作用并不明显。

图表 6：轿车历年月度销量



资料来源：CAAM 山西证券研究所

图表 7：轿车分排量车型销量占比历年走势

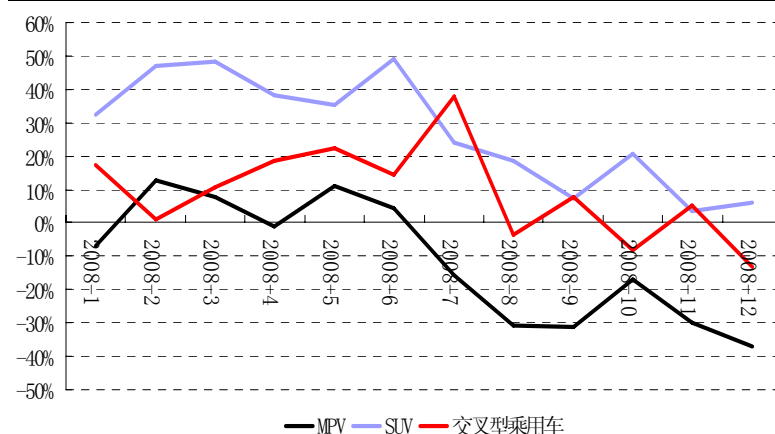


资料来源：CAAM 山西证券研究所

其他车型市场当中，MPV 销量持续大幅负增长，SUV 则是目前继续保持正增长的唯一车型，SUV 的良好销售势头反映了人们汽车消费继续向休闲化方向发展，但同时我们应该注意到近几个月 SUV 市场增速也有下滑的趋势。交叉型乘用车虽然有负增长的月份，但是整体上来看增长还算平稳，交叉型乘用车是乡镇汽车消费的主要车型，其稳增长一个侧面体现了我国乡镇经济的持续活力。

SUV，MPV 冰火两重天，SUV 增长较快；交叉型乘用车增长相对平稳

图表 8：MPV、SUV 及交叉型乘用车销量增速



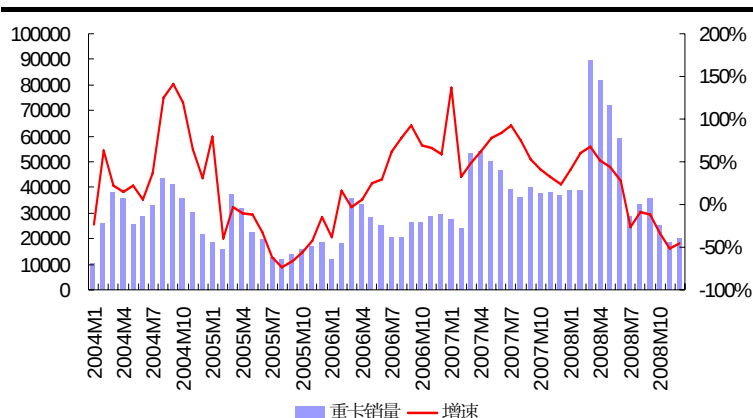
资料来源：CAAM 山西证券研究所

重卡销量下半年如期下降，防御性良好的大客车也在年末出现负增长

商用车方面，由于国III排放标准的实施，重卡销量在上半年提前释放，1-6月销量增速平均达到49%。进入下半年来，国III标准实施所推动的提前消费效应消失，加之经济放缓所引起的固定资产投资增速开始减慢开始体现，重卡销售一落千丈，连续的同比负增长，行业整体销量甚至不足上半年单一厂商的销量。

固定资产投资增速下落带动重卡销量下滑

图表 9：历年重卡月度销量及增速

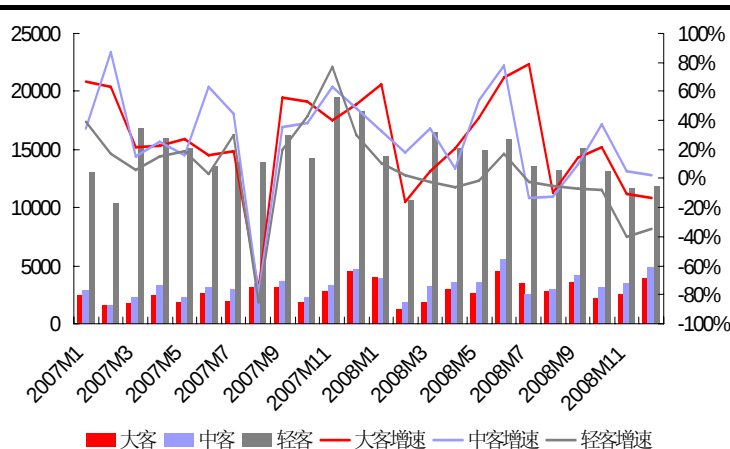


资料来源：CAAM 山西证券研究所

大中客销量在08年前11个月保持了较好的增长，除了仅有的几个季节性下降月度外，其他月均高速增长。比较而言，轻型客车的下降较为明显，进入08年以来除了1月和6月外其他月度均为同比负增长。轻客市场饱和度较大中客更高，因此在行业增速下降的大环境下销量减弱更为明显。大客车全年保持10%增长，中客2%，而轻客全年同比下降-6%。

对经济周期并不十分敏感的客车也出现下滑，进一步表明汽车行业所处的严峻环境

图表 10：历年大、中、轻客月度销量及增速



资料来源：CAAM 山西证券研究所

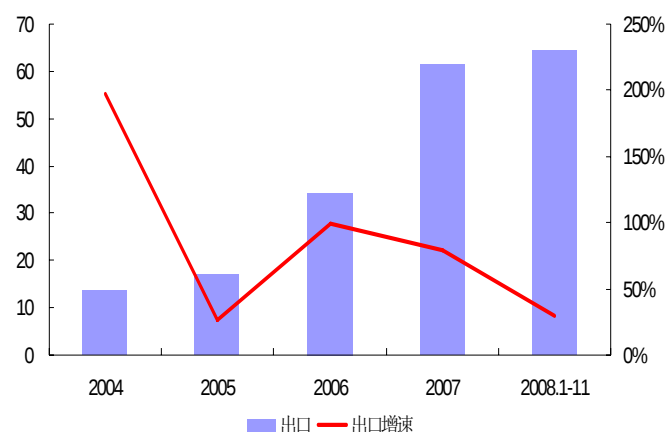
出口形势恶化，出口增速下滑

由于出口总销量占比更大，出口形势恶化给商用车尤其是客车行业带来更大的压力

在国内市场销量下降的情形下，汽车出口增速也出现了下滑。中国汽车行业出口主要分布在中东、俄罗斯、南美等新兴市场及资源型国家，全球性的经济衰退对这些国家影响颇大，因此我国汽车出口下滑难以避免。此外，经济下滑周期下，由于汽车产业的重要经济拉动作用，各个国家已经加大了汽车工业扶持力度，例如俄罗斯已经出台政策控制汽车进口，这进一步恶化了我国汽车出口的形势。而新兴国家货币在次贷危机后大幅贬值导致其进口产品购买力下降也给我国出口带来一定压力。

自主品牌产品仍然是出口的主力军，出口已经在不少自主品牌厂商的销售中占有重要地位。这一点尤其在商用车行业比较明显。例如，目前客车出口已经占客车总销量的 25%以上。出口的不景气为商用车行业带来相比乘用车行业更为大的压力。

图表 11：历年汽车出口与增速



资料来源：CAAM 山西证券研究所

图表 12：各个主要出口车型出口量与增速



资料来源：CAAM 山西证券研究所

图表 13：主要出口厂商数据

厂商	出口量	同比增长	主要出口车型
奇瑞汽车	129647	13%	轿车
长城汽车	55249	33%	SUV
吉利汽车	41186	53%	轿车
广汽集团	41524	10%	乘用车
东风汽车	38931	149%	货车
长安汽车	35506	5%	轿车
北汽集团	34594	0%	货车

资料来源：CAAM 山西证券研究所

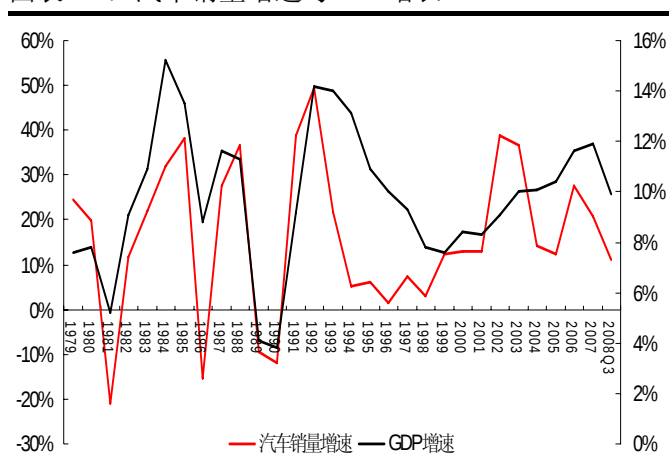
未来一年将是艰难寒冬，政府政策支持成为行业过冬的重要依靠

宏观经济增速下滑是汽车行业周期下行的根本原因

汽车销量宏观经济相关程度高，
而宏观经济形势不乐观

汽车行业是随经济变化最为明显的周期性行业，无论是作为可选消费品的乘用车，还是作为投资品的商用车都与宏观经济的消费和投资密切相关。金融危机过后，世界经济和中国实体经济都面临极大的减速风险。11月份的宏观经济景气指数和 PMI 指数都已达到 05 年以来的新低，IMF 最新的经济预测也将全球和中国 09 年的 GDP 增长速度下调至 2.2%和 8.5%。2009 年汽车行业面临的形势严峻。

图表 14：汽车销量增速与 GDP 增长



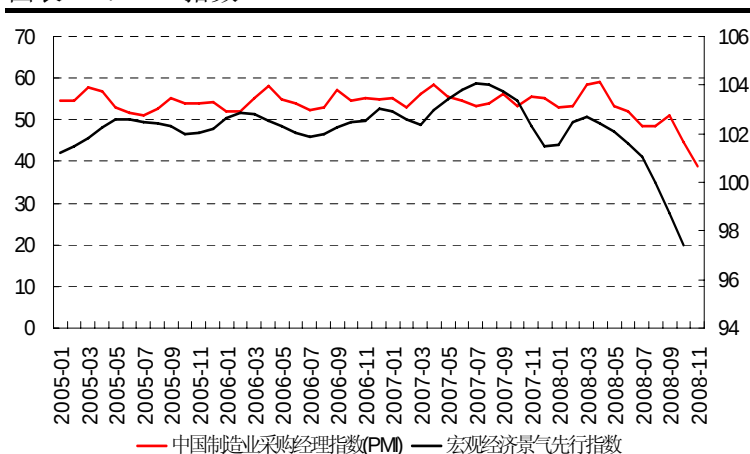
资料来源：CAAM 山西证券研究所

图表 15：IMF 对全球经济最新预测

	2008E	2009E
全球	3.70%	2.20%
发达国家	1.40%	-0.30%
美国	1.40%	-0.70%
德国	1.70%	-0.80%
日本	0.50%	-0.20%
发展中国家	6.60%	5.10%
中国	9.70%	8.50%
俄罗斯	6.80%	3.50%
印度	7.80%	6.30%

资料来源：IMF 山西证券研究所

图表 16：PMI 指数



资料来源：wind 山西证券研究所

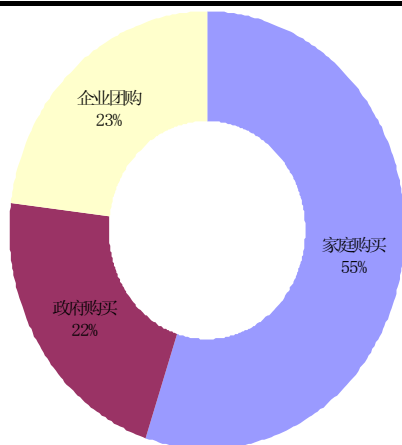
轿车的各个主要消费主体都不同程度受到经济下行影响

经过近几年汽车行业的蓬勃发展,我国汽车消费的主力群体已经从过去的企业以及政府转为家庭,尤其是轿车。09 年轿车市场的这三个主要消费方向都不乐观:

- ✓ 家庭购买由于居民收入下降难有太大增长。整体经济的放缓将直接减小居民收入增速,虽然同期 CPI 也有所下降,但经济形势的不乐观将影响消费者未来的收入信心从而延缓汽车这样的可选消费品消费。
- ✓ 政府购买方面,未来两年中央政府以及地方政府的财政收入受经济影响大幅锐减的可能性较大,另外,汶川地震后中央政府控制公务开支的决定也会一定程度上控制机关公务车的盲目消费。
- ✓ 经济减速增长环境下,大部分企业的经营状况将会面临很大的困境,企业家信息指数的下落已经反映了这方面的影响,因此未来企业在公务车方面的消费也会有很大程度的缩减。
- ✓ 在制约乘用车销量的这些因素改变之前乘用车销量难有改观。

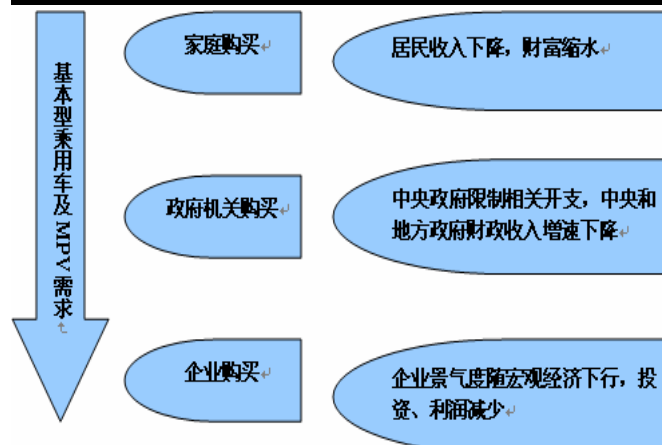
09 年,居民、政府、企业的汽车消费都受到经济下滑影响

图表 17: 汽车消费结构



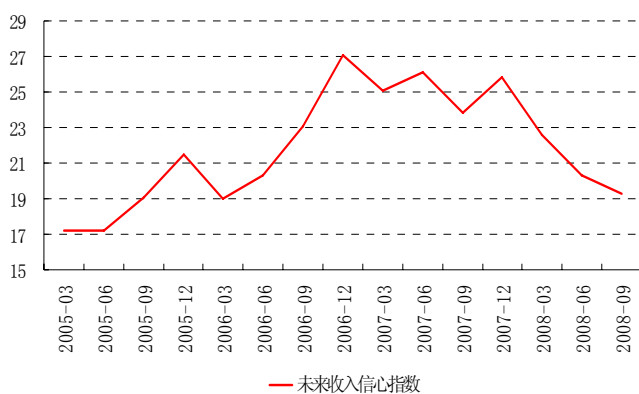
资料来源: CAAM, 山西证券研究所

图表 18: 制约 09 年乘用车销量的主要因素



资料来源: 山西证券研究所

图表 19: 未来收入信心指数



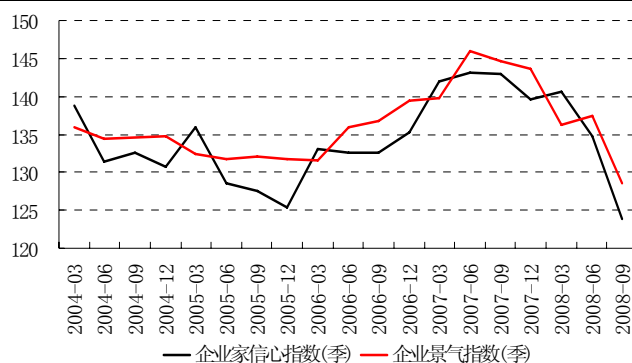
资料来源: wind, 山西证券研究所

图表 20: 中央及地方政府财政收入



资料来源: 山西证券研究所

图表 21：企业家信心指数



资料来源：wind 山西证券研究所

SUV 高增长将难以为继

SUV 销量在 08 年一直保持比较高的增长，即使是在乘用车增速同比下降的情况下，SUV 依然可以保持正增长。我们认为 09 年 SUV 的高增速将难以维继。分析 08 年 1-11 月份的销量前十名的 SUV 车型，我们可以发现大多数的 SUV 车型价格都低于 25 万，排量小于 2.5L，此车型阶段的消费者对价格的敏感度以及下滑的收入水平都会在经济减速的大环境下逐步显现，从而影响 SUV 的高速增长。

图表 22：排名前十位的 SUV 品牌排量、价格、市场占有率

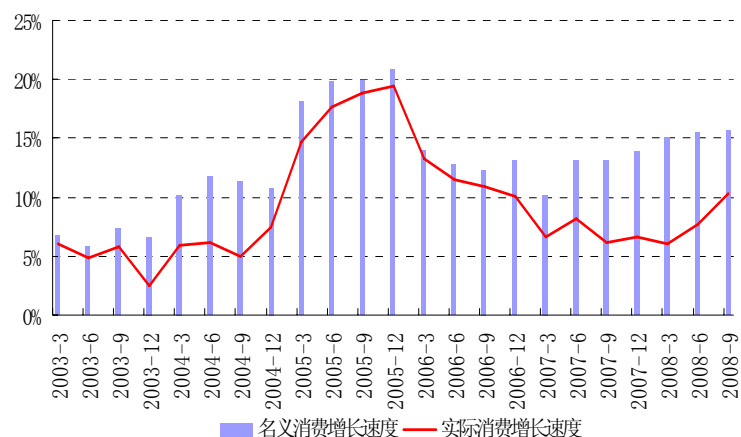
排名	品牌	排量(L)	价格(万元)	销量(辆)	市场占有率
1	CRV	2.0-2.4	20-25	73081	16.57%
2	哈弗	2.4-2.8	11.5-15	51918	11.77%
3	瑞虎	1.6-2.0	8.5-11.6	46305	10.50%
4	众泰 2008	1.5	5.5	45514	10.32%
5	途胜	2.0-2.7	16-25	38557	8.74%
6	狮跑	2.0-2.7	15-24	26590	6.03%
7	逍客	2.0	17-22	21724	4.93%
8	猎豹	2.4	20	16404	3.72%
9	普拉多	4.0	45-56	13041	2.96%
10	圣达菲	1.8-2.5	12.3-19.6	9245	2.10%
前十位总计				342379	77.64%

资料来源：新浪网 山西证券研究所

农村消费的持续活力使得交叉型乘用车在 09 年有较好的表现

同时，我们认为交叉型乘用车的销量将有可能保持相对快速平稳的增长。交叉型乘用车的主要受乡镇地区商业活跃程度影响，而我国乡镇地区商业规模较城镇地区还有很大差距，增长空间巨大，近几年将处于蓬勃发展阶段，我们认为其发展受宏观经济减速影响较低。乡镇地区消费持续的高增长可以从另一个侧面支持了我们的观点。

图表 23：农村消费名义及实际增速



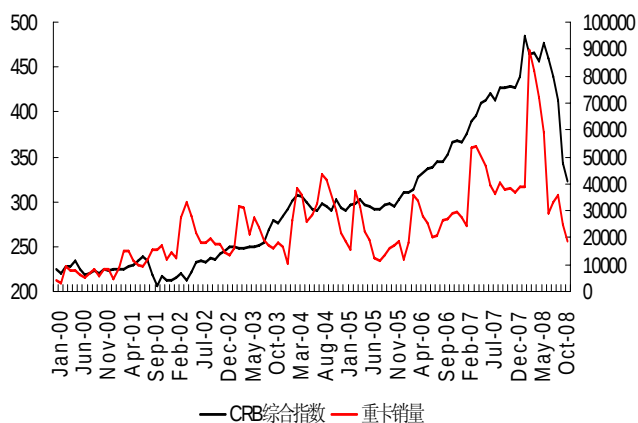
资料来源：wind 山西证券研究所

重卡行业景气度将在底部运行

重卡消费与大宗商品及公路货运景气程度密切相关

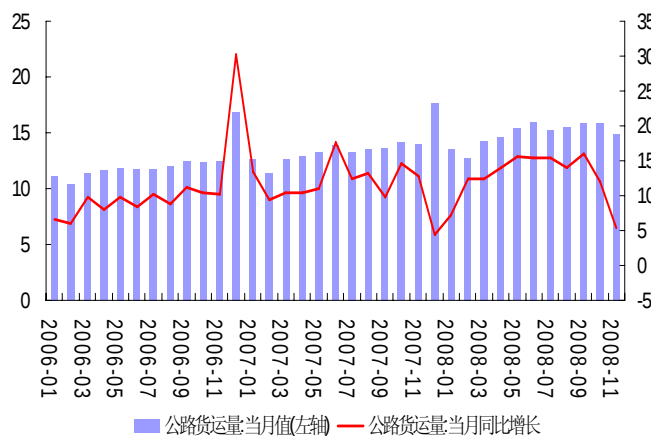
约有 60%的重卡用于公路物流、大宗商品运输，因此大宗商品价格和公路运量对重卡销售有很大影响。进入四季度来大宗商品价格指数迅速下降，公路运量增速也开始下滑，09 年受宏观经济影响，我们预计大宗商品价格和公路运量的增长均欠缺动力，因此 09 年重卡销量面临大幅下跌的风险。

图表 24：大宗商品价格与重卡销量走势



资料来源：wind 山西证券研究所

图表 25：公路货运量与增长



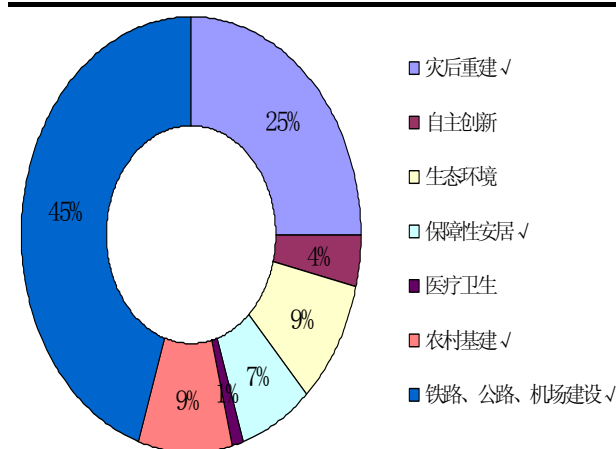
资料来源：wind 山西证券研究所

4 万亿经济刺激计划将防止重卡销量硬着陆，但不会大幅拉动增长

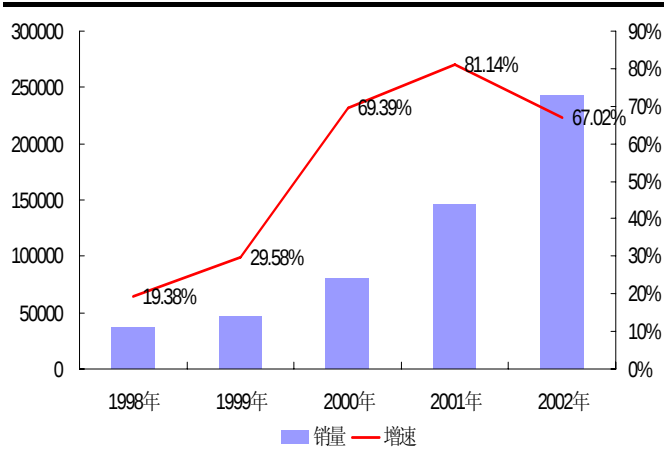
政府推出的 4 万亿经济刺激政策成为重卡市场的唯一亮点。4 万亿计划中的灾后重建、保障性安居工程、农村基建和铁路、公路大建设都将会推动重卡销量。98 年东亚金融危机后，我国政府同样出台了刺激性的财政政策，而在这个阶段重卡销量增长较为明显，因此我们有理由相信此次经济刺激政策有可能帮助重卡行业平缓渡过经济下滑周期。但我国经济总量已经远远大于 98 年，重卡保有量也远非昔日可比，因此我们不认为政府的 4

万亿推动计划会大幅度的拉动重卡的销量。

图表 26：4 万亿资金分配（√所示为与重卡相关领域） 图表 27：98 年经济刺激政策后重卡销量变化



资料来源：国家发改委 山西证券研究所

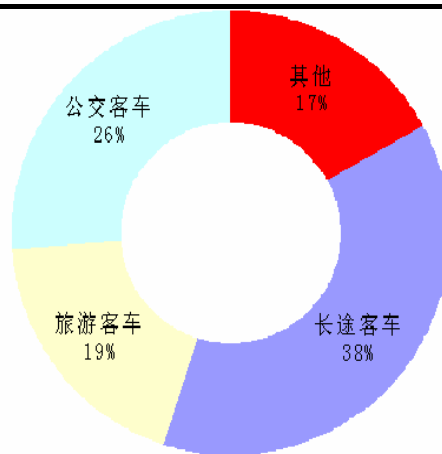


资料来源：CAAM 山西证券研究所

客车仍然具有相对的防御性

我们认为大中客在 09 年销量将会相比 08 年有一定程度的下降。相比其他汽车子行业，大中客车所面临的市场需求减弱并不明显。大中客车主要用于长途客运、公交客运和旅游客运三个方面。

图表 28：大中客车主要下游用途

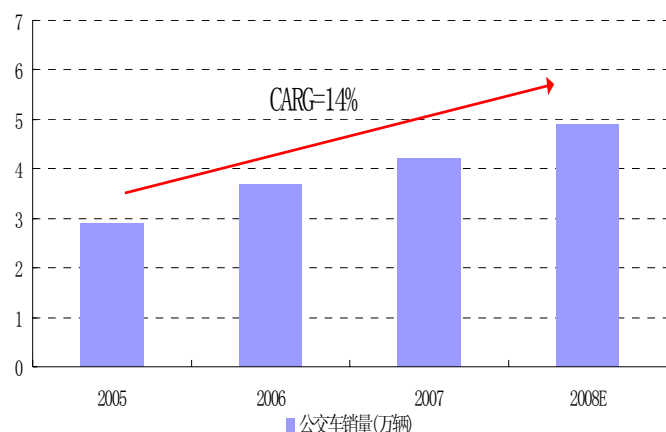


资料来源：山西证券研究所

与大众不同，我们认为公交客车销量不会大幅度下滑

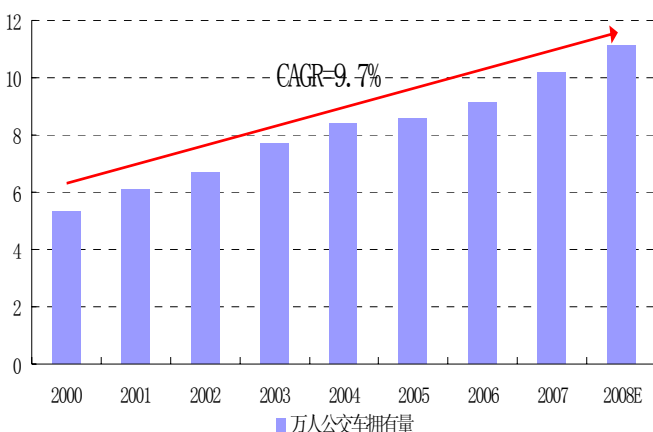
公交客运在 08 年下半年成为大中客车销量增长的主要力量，1-10 月销量同比增加 41%，不少分析师认为公交销量在 08 年受奥运、国三等因素销量透支，09 年将出现负增长，但我们认为中国仍处在公交发展快速阶段，经济衰退对公交行业影响并不严重，而且未来三年仍然有广州亚运会、上海世博会等大型城市活动刺激，因此 09 年公交销量下滑将不至于很严重。

图表 29：公交车销量



资料来源：汽车工业信息网 山西证券研究所

图表 30：万人公交车拥有量

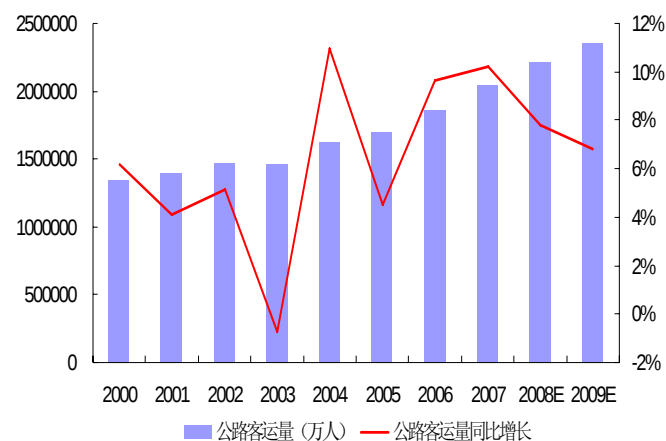


资料来源：汽车工业信息网 山西证券研究所

公路客运以及旅游运输亦将保持平稳

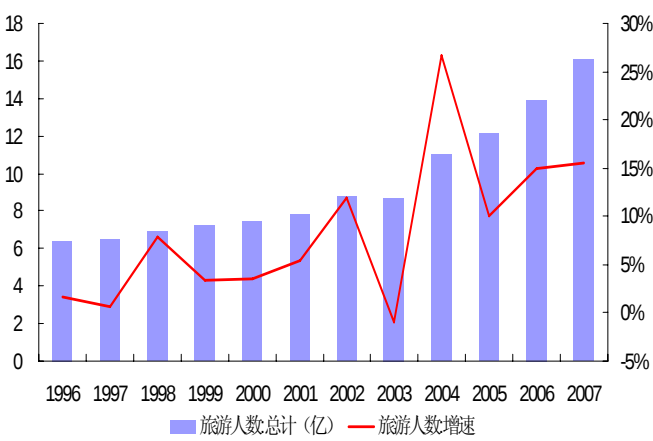
全国公路客运量在 08 年 1-11 月分同比增长 8%，整体增速相比 2007 年有所下滑，但公路行业对宏观经济敏感程度较低，我们认为 09 年将会平稳增长，因此我们对长途客车销量仍然保持乐观态度。旅游作为可选消费品在 2009 年经济下滑的背景下有可能受到一定程度影响，但是新的节假日休假制度和国家可能出台的有利于旅游发展的刺激内需政策都将对旅游行业有一定促进作用，因此，我们同样认为旅游客车的销量不会有大幅度下滑。

图表 31：公路客运量及增长



资料来源：wind 山西证券研究所

图表 32：年度旅游人数及增长



资料来源：wind 山西证券研究所

油价下调和燃油税增收有助于 09 年汽车销售

2008 年 12 月 19 号国家发改委决定下调成品油价格并同时宣布自 2009 年 1 月 1 日起执行新的燃油税政策。新的燃油税政策将养路费等费用转为燃油税征收，从长远的角度来讲有利于低排量轿车的发展，但是在 09 年由于成品油价格的下降，各种车型的使用成本都有下调，这将是汽车总销量下滑态势下车市的利好刺激。

图表 33：燃油税对各个级别车型使用成本影响

	年养路费	百公里油耗 (L)	年行驶里程 (万公里)	新油价和燃油税费 下使用成本变化
A 级轿车	1320	6	2	-12.45%
B 级轿车	1320	7.5	2	-12.83%
C 级轿车	1320	8	2	-12.93%
D 级轿车	1320	11	2	-13.34%
重卡	28000	35	15	-13.47%
中卡	26000	20	15	-12.85%
轻卡	10000	12	15	-13.43%
大客	12000	25	15	-13.90%
中客	6500	18	15	-14.07%
轻客	3500	12	15	-14.17%

(注：93#汽油新、旧价格分别按照 5.44、6.37 计算，养路费以北京地区为标准)

资料来源：山西证券研究所

《汽车行业调整振兴规划》短期刺激与长远规划并重

车辆购置税下调幅度虽小于预期但仍然将给小排量车带来利好，交叉型乘用车更为受益

政府扶持政策或将进一步拉动汽车销量。国务院于 1 月 14 日通过了《汽车行业调整振兴规划》，出台了减收 1.6L 以下排量汽车购置、补贴农村汽车消费、以及产业重组、自主技术和新能源汽车政府支持等政策。我们认为应该从短期、长期两个方面关注此次政府出台的政策。短期来看，政府下调购置税和刺激农村汽车消费的将提升小排量及交叉型乘用车制造企业短期销售业绩；长期来看，政府政策表明了政府做大做强汽车企业、支持拥有自有技术企业、支持新能源汽车发展的决心，一定程度上是汽车及新能源行业未来前景的强化，我们认为这对有可能推动行业领导企业产生有积极的作用。

图表 34：《汽车行业调整振兴规划》

短期汽车消费刺激	2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，减收 1.6L 及以下排量汽车购置税率至 5%。
	2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，国家安排 50 亿元，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买 1.3 升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴。
	增加老旧汽车报废更新补贴资金，并清理取消限购汽车的不合理规定
长期行业发展	推进汽车产业重组，支持大型汽车企业集团进行兼并重组，支持汽车零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模。
	支持企业自主创新和技术改造，今后 3 年中央安排 100 亿元专项资金，重点支持企业技术创新、技术改造和新能源汽车及零部件发展。
	实施新能源汽车战略。推动电动汽车及其关键零部件产业化。中央财

政安排补贴资金，支持节能和新能源汽车在大中城市示范推广

资料来源：山西证券研究所

2009 年汽车行业销量预测

我们对汽车行业 2009 年销量的总体的看法比较不乐观。山西证券研究所宏观小组预测结果表明 2009 年 GDP 增速将会保持 8.2%，最终结果将视国家刺激政策的效果而不同，但上下行空间不会超过 1%。我们同样认为 2009 年汽车销量将会根据国家对汽车行业的政策扶植政策效果而不同，在 GDP 增速为 7%，8.2%，9%的情况下我们认为汽车行业销量有可能为 2.1%，4.7%，8%，细分车型增长见下表。总体上我们认为交叉型乘用车以及客车子行业仍然有稳定发展，而轿车、重卡销量将因国家政策效果而不同，我们偏向于轿车会有一定的同步增长而重卡销量会有下滑。

图表 35：09 年细分车型销量预测

	2006	2007	2008.1-11	2008E		2009E					
GDP 增速	11.60%	13%	9.9%(Q3)	9.50%		7.00%		8.20%		9.00%	
	销量	销量	销量	销量	增速	销量	增速	销量	增速	销量	增速
汽车销量	7215972	8791528	8629794	9391713	6.86%	9588671	2.10%	10036746	4.67%	10842915	8%
乘用车	5175961	6297538	6164479	6768741	7.00%	6992944	3.31%	7417553	6.07%	8149822	10%
轿车	3828862	4726617	4588256	5076387	7.00%	5177914	2.00%	5436810	5.00%	5926123	9%
MPV	191090	225745	183463	192786	-11.00%	185075	-4.00%	181373	-2%	183187	1%
SUV	238106	357366	406837	457428	25.00%	494023	8.00%	538485	9%	603103	12%
交叉型	917903	987810	985914	1042140	8.00%	1135932	9.00%	1260885	11%	1437408	14%
商用车	2040011	2493990	2465476	2622972	5.17%	2595727	-1.04%	2619193	0.90%	2693093	2.82%
重卡	307296	487481	520341	541104	11.00%	486994	-10.00%	448034	-8%	434593	-3%
中卡	201818	236722	196369	205948	-13.00%	195651	-5.00%	189781	-3%	187883	-1%
轻卡	950895	1104877	1104043	1160121	5.00%	1183323	2.00%	1230656	4%	1292189	5%
微卡	291096	315430	335523	375362	19.00%	386623	3.00%	402087	4%	422192	5%
大客	31716	40139	38799	44153	10.00%	45477	3.00%	47297	4%	49661	5%
中客	64615	78634	67843	79420	1.00%	78626	-1.00%	79019	0.50%	79809	1%
轻客	192575	230707	202558	216865	-6.00%	219033	1.00%	222319	1.50%	226765	2%

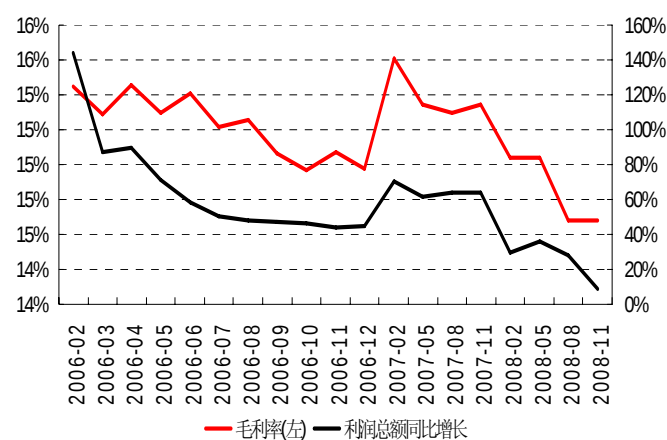
资料来源：山西证券研究所

行业成本压力下降，但利润压力却未减弱

价格、产能利用率下降将会继续给企业带来利润压力

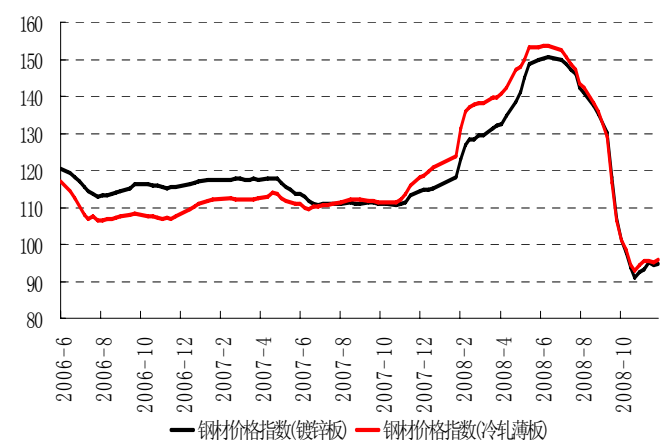
汽车厂商的成本压力减弱，但是盈利压力却仍然存在。金融危机后，在世界经济走势走弱的情形下，国际大宗商品价格大幅下跌，其中影响汽车厂商成本最主要的钢材价格已经相比 2008 年中回落不少，但我们认为汽车行业整体利润增速不会在 2009 年上半年恢复。两个因素是我们主要的考虑因素：1) 汽车价格或许会因厂商面临销售压力而下降。2) 汽车行业整体产能利用率下降。3) 产品结构更趋向于利润率低的小排量车型，这将对利润有更进一步的降低。

图表 36：汽车企业毛利率与利润增长



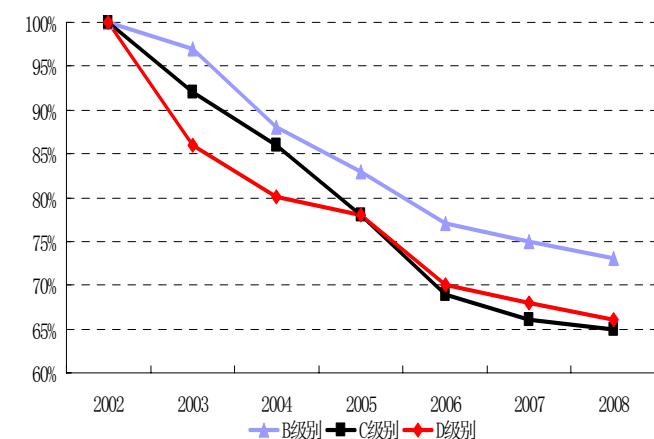
资料来源：CAAM 山西证券研究

图表 37：钢材价格走势



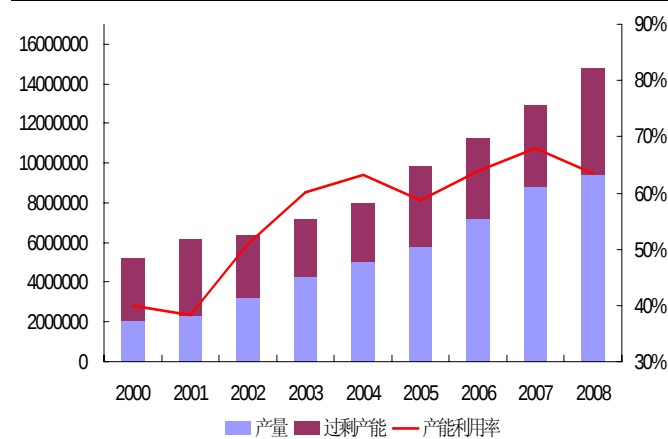
资料来源：wind 山西证券研究

图表 38：汽车价格走势



资料来源：wind 山西证券研究所

图表 39：汽车行业产能利用率



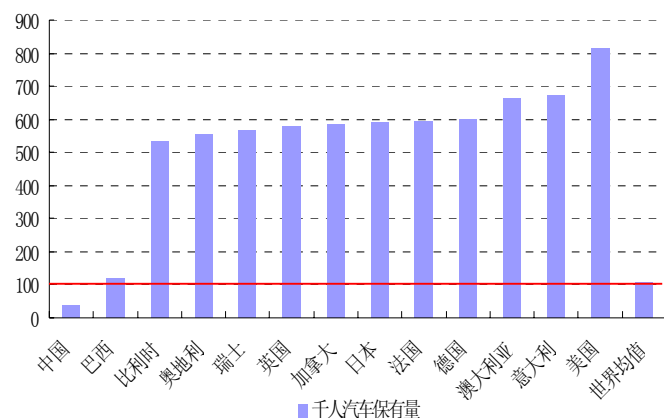
资料来源：wind 山西证券研究所

在全球汽车行业衰退的背景下，中国汽车行业长期前景仍然乐观，行业集中度提升是必然趋势

汽车低保有量和城市化进程是乘用车、商用车长期发展的主要动力

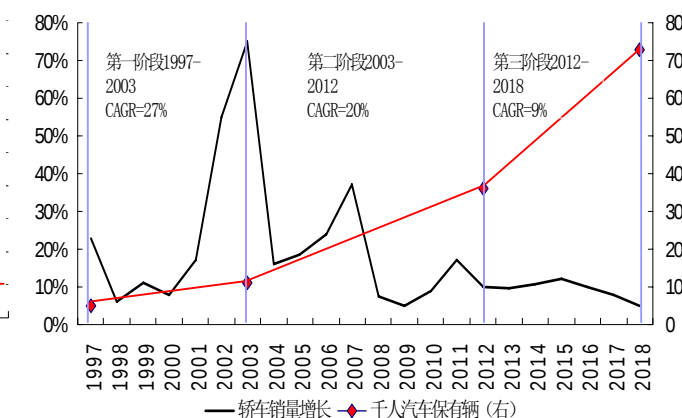
长期来看，中国汽车保有量仍然远远低于世界平均水平，而中国经济在未来仍然会以高于世界平均水平的速度发展，因此中国汽车市场的长期增长空间市场广阔。以轿车市场为例，按照我国未来城市化进程以及人民收入水平，我们认为未来十年中国轿车销量将会分为高速及稳定两个阶段，在 2018 年达到千人 73 辆轿车保有量的水平。而商用车亦将受益于中国城市化进程及经济发展。同时与发达国家汽车市场低速增长的饱和状态相比中国汽车市场增长值得全球投资者的关注。到 07 年中国已经成为继美国之后的第二大汽车市场，成为全球第一大汽车市场指日可待。

图表 40：世界各国千人汽车保有量



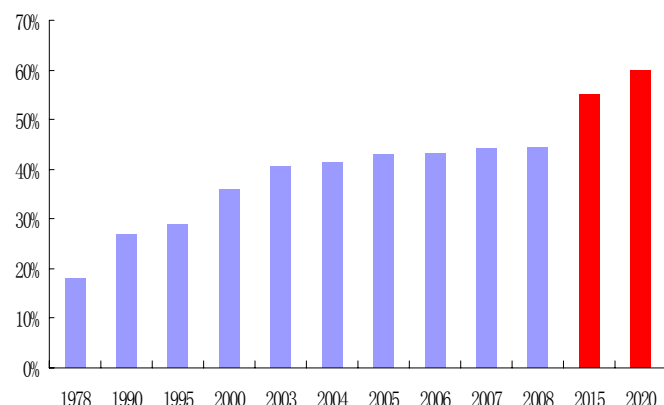
资料来源：CAAM, 山西证券研究所

图表 41：中国汽车长期销量及拥有量展望



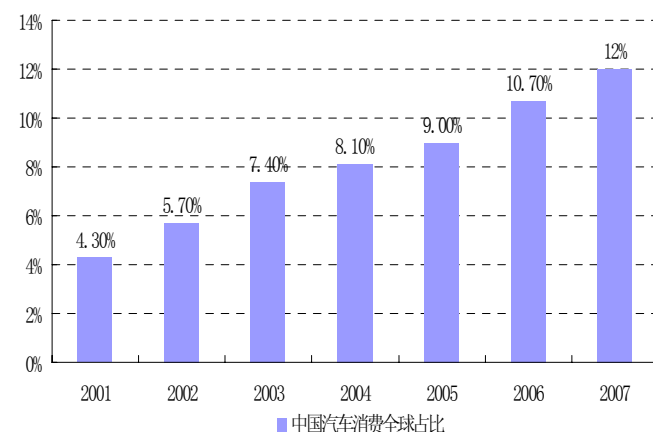
资料来源：中金公司, 山西证券研究所

图表 42：中国城市化率及其展望



资料来源：wind 山西证券研究所

图表 43：中国汽车消费全球占比

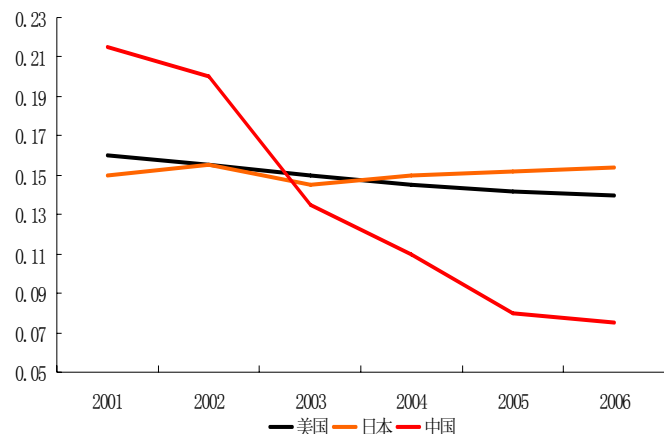


资料来源：山西证券研究所

相比其他国家中国汽车行业集中度低，整合是必然趋势

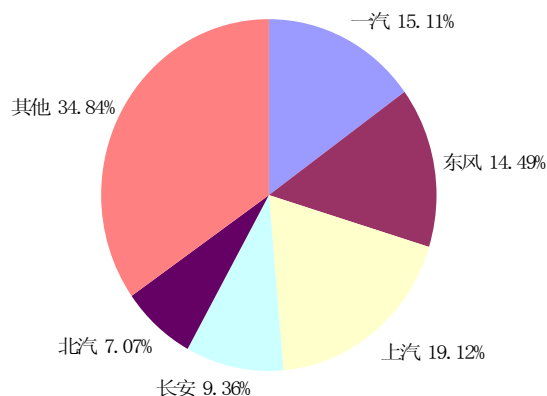
面对巨大的长期市场，中国汽车厂商有很好的发展机遇，但中国汽车产业目前竞争激烈，从中、美、日三国的 H-H（Herfindahl-Hirschman）指数来看，美、日两国际汽车生产大国竞争保持平稳而中国则日趋激烈。而 08 年 11 月份，中国五大汽车集团的市场占有率已经下降至 65% 左右。根据美国、日本等成熟汽车产业的发展趋势来看，中国汽车产业的产业整合机会非常大。

图表 44：中、美、日汽车行业 H-H 指数对比



资料来源：野村证券 山西证券研究所

图表 45：五大汽车集团市场占有率

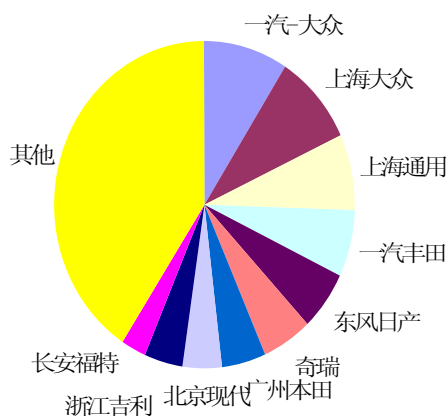


资料：CAAM 山西证券研究所

乘用车行业竞争尤为激烈

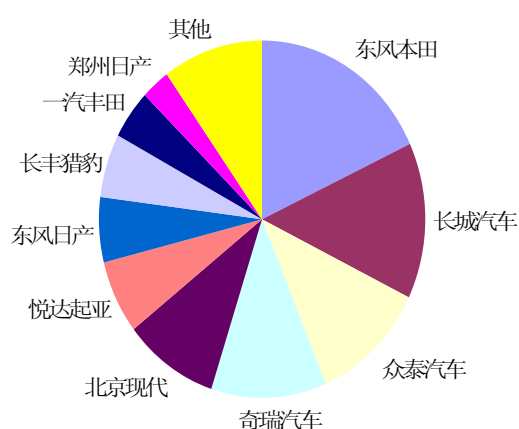
乘用车市场上除了各个国外汽车巨头的合资厂商外还有数量不少的自主品牌，竞争程度远远大于国外成熟市场。市场占有率排名前十位的汽车制造厂商的市场占有率份额都不高，轿车市场仅占 67%，SUV 市场为 90%。

图表 46：轿车市场占有率情况



资料来源：汽车工业信息网 山西证券研究所

图表 47：SUV 市场占有率情况



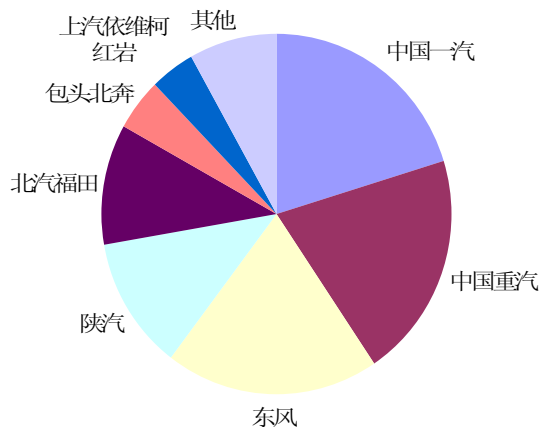
资料来源：汽车工业信息网 山西证券研究所

商用车行业已经显现了几个行业龙头企业

商用车市场竞争相对平和，而且自主品牌占有绝对的市场地位，国际商用车巨头中国市场渗透率还不是很高。在重卡市场上，中国一汽、中国重汽、东风、陕汽、北汽福田等占有了超过 70% 的市场份额，而大客市场上，

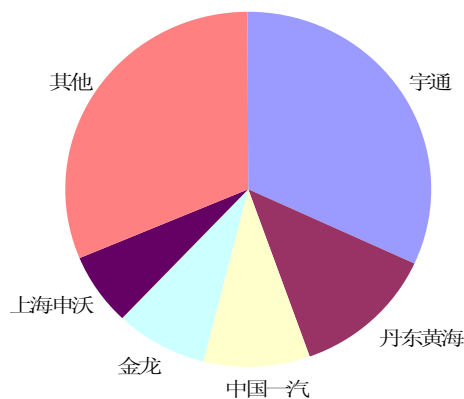
宇通目前的市场占有率已经超过 30%，拉大了与过去竞争对手金龙客车的距离，同时大客市场集中度也很高，五家主要大客厂商占有了大客市场上超过 60% 的市场份额。

图表 48：重卡市场占有率情况



资料来源：汽车工业信息网 山西证券研究所

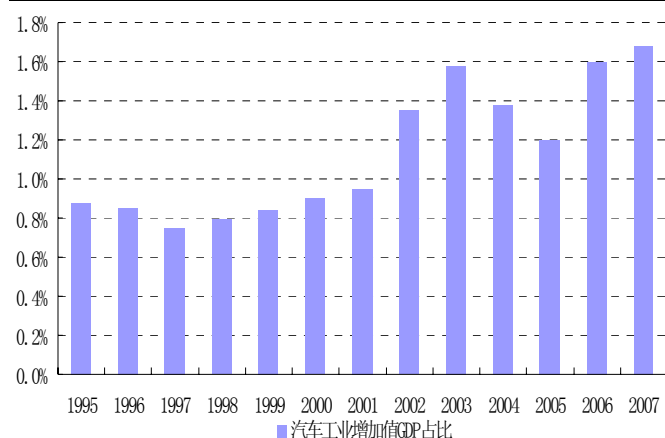
图表 49：大客市场占有率情况



资料来源：汽车工业信息网 山西证券研究所

目前我国汽车行业是以国资为主的央企占主导地位，汽车行业总产值 GDP 占比也逐年提高，而且汽车产业对下游产业链有很强的拉动作用。因此面对 09 年汽车行业的下行风险，无论是从保障国资利益还是拉动整体经济的角度来说，汽车行业都应成为国家政策扶持的重要领域，而主导企业整合将是非常重要的手段之一。

图表 50：汽车工业增加值 GDP 占比



资料来源：CAAM 山西证券研究

图表 51：汽车行业可能存在的重组

公司	重组机会
一汽轿车	大股东整体上市
一汽夏利	大股东整体上市
长安汽车	南汽集团整体上市、B 股回购
金龙汽车	三个分公司整合
上海汽车	可能存在的外延式并购

资料来源：山西证券研究

投资策略及重点上市公司推荐

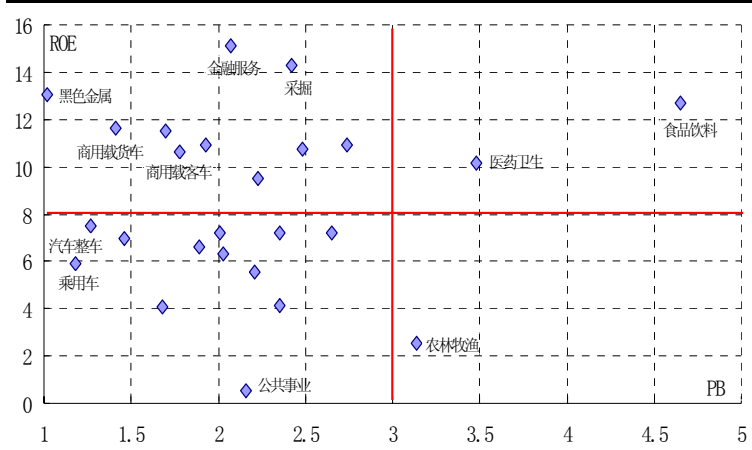
我们对汽车行业整体的投资评级为中性，在具体子行业以及公司的选择上我们认为有如下三条策略值得投资者考虑。

筛选优质低估资产

目前，市场对汽车行业的前景普遍比较悲观，从 PB/ROE 角度来看汽车整车行业和及其乘用车子行业都属于盈利较低估值较低的行业，整体来看资产质量与估值相对比较匹配，而商用载货车以及商用载客车两个子行业则处于所用上市公司中盈利能力相对较高但估值却相对较低的两个行业。尤其是商用载货车，在众多上市行业中其盈利能力靠前，但估值却靠后，纵然未来一年各类货车需求随经济周期下滑，但行业本身的长期增长前景并不见得弱于估值较它靠前的一些行业，因此我们认为其估值存在低估的可能，投资者应更加注意这部分资产的长期价值。

商用车资产优质且价值被低估

图表 52：A 股上市行业 ROE/PB 比较

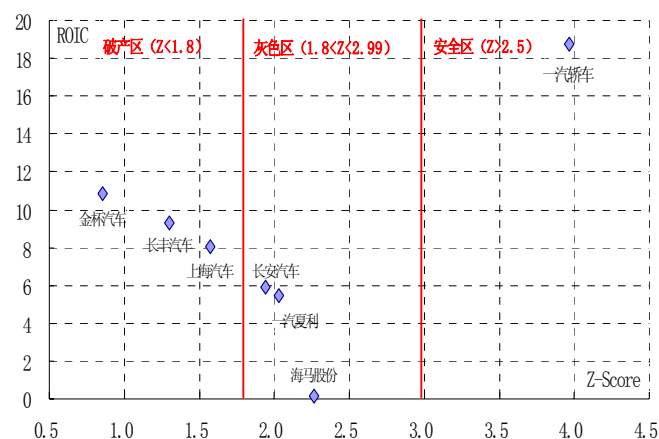


资料来源：wind 山西证券研究所

另外鉴于行业下行周期企业的破产可能性越来越大，我们利用 Altman Z-Score 模型考察了汽车整车制造行业各个企业的破产风险以及对资本回报率，旨在从一个角度考察市场上的资产的收益性和安全性，也希望从另一个侧面反映目前汽车行业资产的回报与风险的对应情况。通过比较，我们发现无论是乘用车还是商用车子行业，大部分企业都处在灰色区和破产区，资产经营和风险状况不甚理想。更为值得注意的是在商用车子行业中存在一些明显的收益与风险不匹配的企业，这些企业如果没有明显的业绩改观或者兼并重组机会我们认为其价值不大。

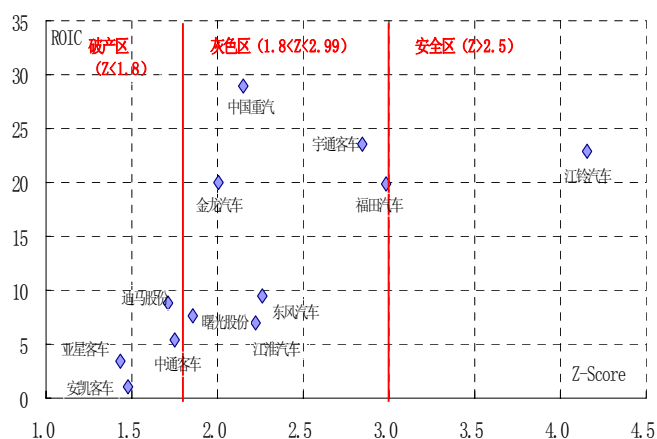
利用 Altman-Z 和 ROIC 的比较
来看资产的风险收益

图表 53：乘用车企业 ROIC/Z-score 比较分析



资料来源: wind 山西证券研究所

图表 54：商用车企业 ROIC/Z-score 比较分析

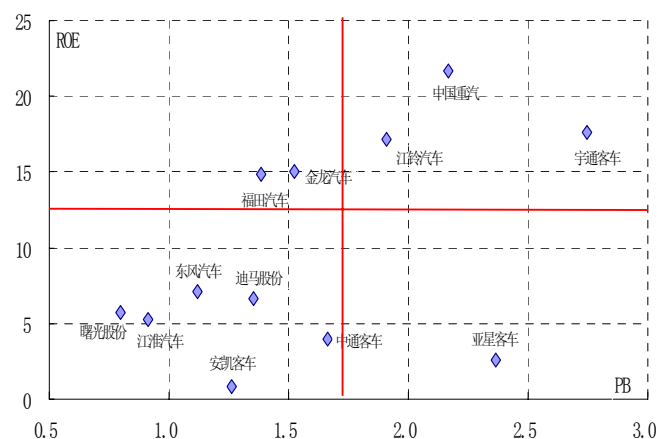


资料来源: wind 山西证券研究所

中国重汽、江铃汽车、一汽轿车被低估

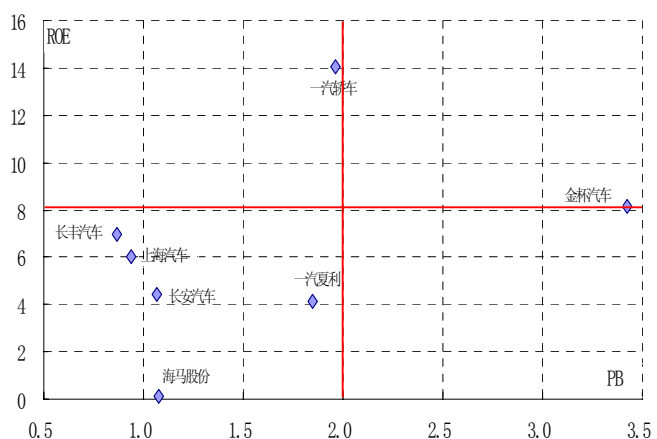
在考虑了汽车行业资产的质量后,我们来看目前汽车行业资产的价格状况。通过考察乘用车、商用车子行业的 PB 我们看到,大部分优良资产的价格都得到了良好的反映,相比较而言 **中国重汽、江铃汽车、以及一汽轿车** 的仍然处于较低的位置,投资者应给予关注。

图表 55：乘用车企业 ROE/PB 比较分析



资料来源: wind 山西证券研究所

图表 56：商用车企业 ROE/PB 比较分析



资料来源: wind 山西证券研究所

注意在政策面驱动下小排量车短期及长期机会

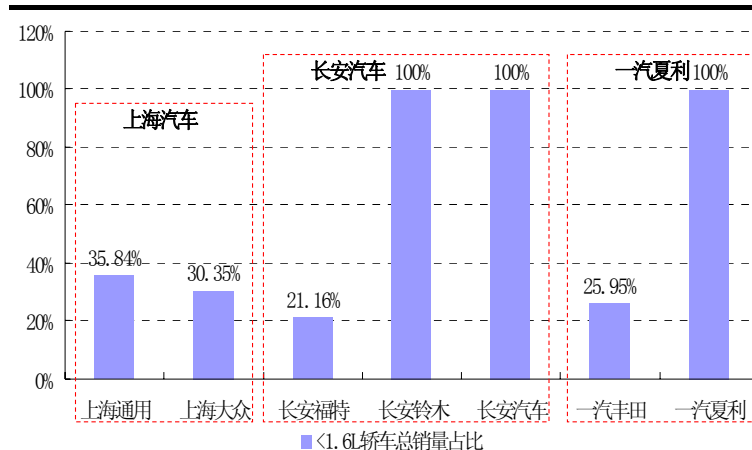
短期来看,近期出台的减收汽车购置税、刺激农村汽车消费都对小排量轿车以及交叉乘用车和微卡生产企业是利好因素。在汽车行业一片悲观处境中,小排量汽车生产厂商短期会有一定的提升。

长期来看,我国小排量汽车的发展也应该得到政府和投资者的重视。我国人口众多,城市人口密度远大于大多数发达国家。如果毫无限制的发展大排量汽车将会对资源和环境带来很大的压力。政府 08 年年中出台消费税措施来鼓励小排量车的发展,虽然效果不是很明显但是意图是明确的。燃

看好小排量车的长期发展

油税的实施虽然目前来看各个车型使用成本都有降低但是从长远来看小排量车将得到更多的受益。虽然小排量车利润率不高，汽车企业生产的动力不足，但在政策推动及市场发展下，我们认为小排量汽车未来会有长足发展，建议投资者关注在小排量车生产、研发、销售上有优势的汽车企业，如**上海汽车**、**长安汽车**、**一汽夏利**。

图表 57：主要小排量车生产厂商



资料来源：山西证券研究所

关注行业重组，着眼未来行业巨头

在国家近期推出的“振兴汽车产业规划”当中，产业结构调整是非常重要的拟定措施。同时在宏观经济下行周期下，国家还放开了企业并购贷款。宏观经济状况和政府政策为汽车企业兼并重组提供了有力的外部条件，这也为诞生行业未来的寡头企业创造了可能。因此，我们建议投资者注意目前市场上可能具有兼并重组题材股票，同时注意一些可能成为未来行业领导者的企业，如商用车市场上的**中国重汽**、**江铃汽车**、**宇通客车**，以及乘用车市场的一汽轿车、一汽夏利、上海汽车、长安汽车。

图表 58：机构对国际与国内汽车股的预测与估值

		EPS			P/E					EPS			P/E		
	货币	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E		货币	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
世界								A股							
大众	欧元	10.45	11.45	6.96	23.06	21.05	34.61	商用车							
戴姆勒	欧元	3.87	3.47	2.37	6.95	7.75	11.32	亚星客车	人民币	0.0394	N/A	N/A	140.7043	51.4829	N/A
奥迪	欧元	59.55	46.8	30.8	7.16	9.11	13.84	江淮汽车	人民币	0.27	0.2152	0.2329	29.1788	11.2674	13.6539
宝马	欧元	4.78	2.29	1.1	4.40	9.73	20.21	宇通客车	人民币	0.94	0.9034	0.7812	61.2046	5.8979	12.66
菲亚特	欧元	1.55	1.51	0.56	3.46	3.57	9.59	曙光股份	人民币	0.48	0.5	0.6667	26.5404	8.7881	7.6196
雷诺	欧元	4.87	6.24	2.33	4.20	3.27	8.76	安凯客车	人民币	0.068	0.1814	0.3411	115.8071	58.4644	9.0296
标致	欧元	1.73	1.88	-1.67	8.27	7.63	NA	中国重汽	人民币	2.22	1.5621	1.6084	31.6966	6.0097	9.3758
丰田	日元	540.46	39.6	-1.17	5.68	77.49	NA	东风汽车	人民币	0.2447	0.2435	0.2723	33.2917	9.57	11.6048
本田	日元	330.5	139.78	60.66	6.29	14.88	34.29	中通客车	人民币	0.11	0.1551	N/A	77.2308	37.7396	N/A
日产	日元	117.79	5.94	-19.74	2.67	52.83	NA	迪马股份	人民币	0.64	N/A	0.4841	28.201	10.4478	8.0768
现代	韩元	6207	7208.1	7394.88	7.41	6.38	6.22	金龙汽车	人民币	0.92	0.6101	0.6105	31.3073	5.9629	8.8452
通用	美元	-68.45	-25.45	-18.45	NA	NA	NA	福田汽车	人民币	0.479	0.4632	0.4708	27.9968	6.4375	13.339
福特	美元	-1.27	-2.88	-2.4	NA	NA	NA	江铃汽车	人民币	0.88	0.9106	0.8745	21.5957	6.8231	10.4631
克莱斯勒	美元	NA	3.47	2.37	NA	7.7	11.24	乘用车							
港股								长安汽车	人民币	0.34	0.3035	0.3451	54.731	9.5137	10.6346
华晨汽车	港币	0.026	0.076	0.059	20.38	6.15	7.92	长丰汽车	人民币	0.42	0.5023	0.4921	41.0677	10.4502	12.0504
吉利汽车	港币	0.08	0.1	0.13	8.00	6.27	4.85	一汽轿车	人民币	0.3397	0.6341	0.6963	44.5286	11.5521	11.9776
骏威汽车	港币	0.32	0.34	0.35	7.28	6.87	6.64	海马股份	人民币	0.5978	0.0794	0.4355	28.0703	26.0416	8.5419
庆铃汽车	港币	0.07	0.077	0.082	12.29	9.85	9.24	金杯汽车	人民币	0.067	0.0828	0.0686	182.5817	17.3503	40.6706
东风汽车	人民币	0.24	0.23	0.26	13.13	13.69	12.12	一汽夏利	人民币	0.1548	0.1305	0.1827	174.6952	29.9127	24.5211
长城汽车	港币	0.91	0.67	0.62	3.54	4.21	4.54	上海汽车	人民币	0.708	0.4044	0.4582	33.2644	8.934	13.0947
潍柴动力	人民币	2.22	2.75	2.33	6.57	5.31	6.26								
中国重汽	人民币	4.42	1.36	1.46	4.63	15.05	14.02								

资料来源：bloomberg wind 山西证券研究所

汽车及零配件行业

投资评级：增持（首次评级）

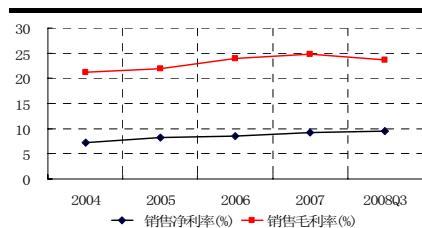
2009 年 1 月 15 日

公司简介：

国内优秀的轻型商用车制造商，主要产品包括全顺商用车、江铃轻卡、宝典皮卡，产品属于细分市场商高端，并且在高端细分市场商占有领先地位。

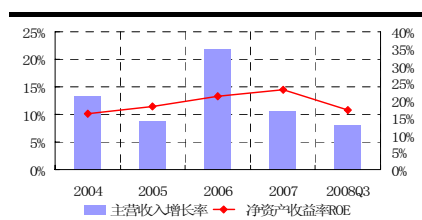
主要财务指标：

毛利率：



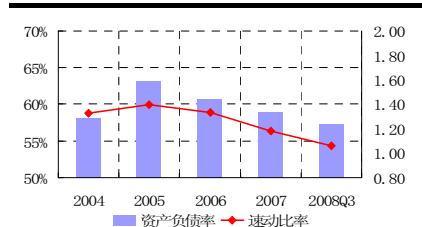
资料来源：wind，山西证券研究所

收入增长及资产收益：



资料来源：wind，山西证券研究所

偿债能力：



资料来源：wind，山西证券研究所

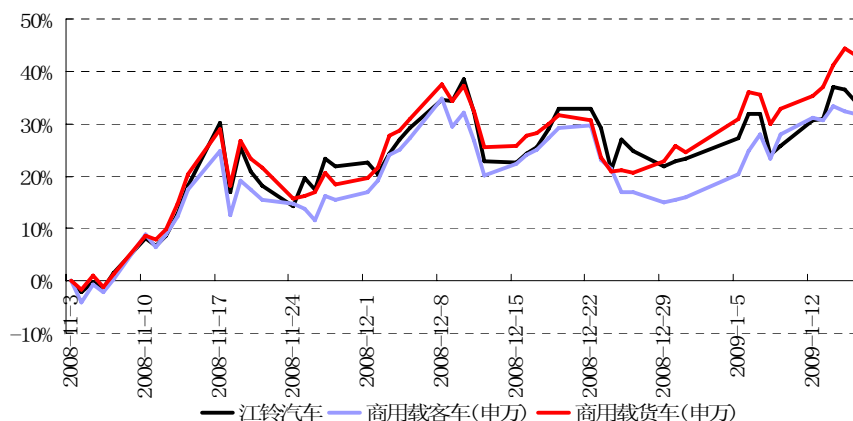
江铃汽车（000550）：盈利能力突出、资产优良的轻型商用车制造商

公司研究

投资要点：

- 公司产品在高端轻客、轻卡市场上处于领先地位，市场占有率保持平稳。
 - 公司全顺商务轻客在轻客市场总占有率 13%，高端产品占有率排名第一。
 - 宝典皮卡全年销量增长 9%，市场占有率超过 10%。
- 相对低端产品，公司的高端产品在行业不景气时销量下滑将不会很严重。此外，轻卡产品主要用于城市物流与经济周期相关性较小，而《汽车工业调整振兴政策》更在一定程度上对未来一年轻卡销售有刺激作用。
- 我国城市化长期发展为城市物流带来了长久发展的动力，因此轻客、轻卡的仍然会有较好的长期发展空间。
- 公司在技术、管理上都超过竞争对手。
 - 公司拥有发动机、变速箱、车身、车架、前后桥及总成完整的产品线。
 - 成本控制和盈利能力都强于轻客、轻卡上的其他竞争对手。
 - 新进出品的满足国三排放标准的产品又一次走在市场前列。
- 公司一直以来都有着良好的盈利和财务管理能力，有着非常优良的资产回报率，资产质量在整个汽车行业位于前列。
- 首次覆盖公司，给予 **增持** 评级

08 年 11 月以来股价变化：



汽车及零配件行业

投资评级：增持（维持）

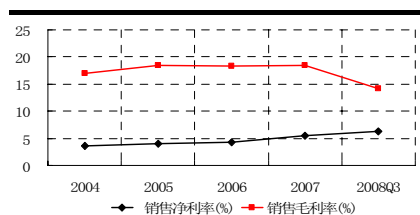
2009 年 1 月 15 日

公司简介：

公司是我国从事客车生产较早的专业厂之一。公司主要经济指标连续多年保持平均每年以超过 50% 的速度增长，大、中型客车国内市场占有率超过 20%，企业综合实力居国内同行业首位。

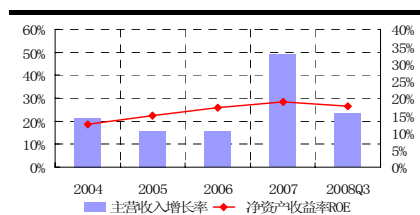
主要财务指标：

毛利率：



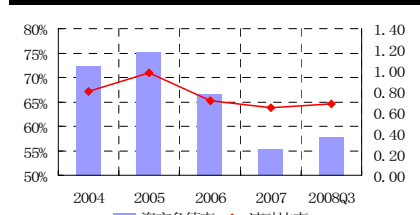
资料来源：wind，山西证券研究所

收入增长及资产收益：



资料来源：wind，山西证券研究所

偿债能力：



资料来源：wind，山西证券研究所

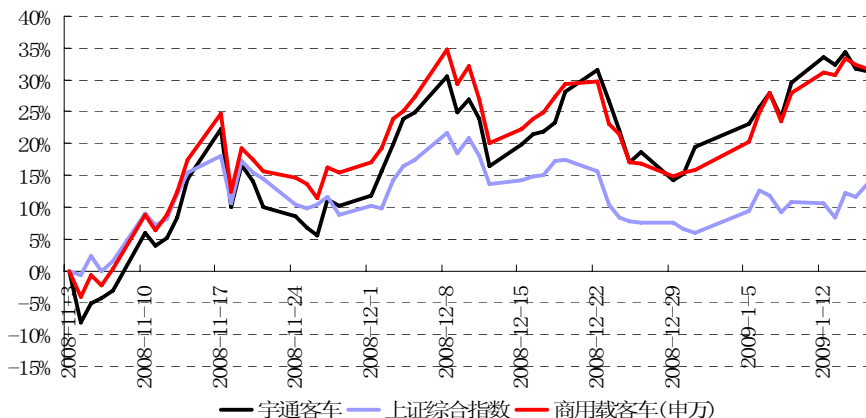
宇通客车（600066）：大中客市场独占鳌头

公司研究

投资要点：

- 2008 年公司大客市场占有率 30% 以上，将以前的竞争对手金龙汽车远远落在身后，独占行业龙头地位，行业竞争地位进一步增强。
- 09 年销量高速增长不太可能出现，但是客车行业宏观经济的不敏感性将不至于使得公司销售有剧烈下滑。
 - ◇ 公交客车销量将会保持平稳，但毛利率较低。
 - ◇ 长途客车销售将保持增长。
 - ◇ 旅游客车销量不会大幅下滑。
- 大客车市场长期来看仍然有强劲的增长动力，而公司作为行业的龙头各个方面的竞争都处于领先地位，资产长期价值显著。
- 短期公司出口会有所下降，但中长期来看作为劳动密集型的大中客行业我国企业还是具备成本和规模优势，再加上近年来公司技术水平的不断进步公司产品的国际竞争力越来越强。
- 公司经营管理能力显著。
 - ◇ 07，08 年收入高速增长。
 - ◇ 05 年以来资产负债率从 75% 下降到 57%。
 - ◇ 毛利率始终保持业内领先。
- 公司一直以来都有着良好的盈利和财务管理能力，有着非常优良的资产回报率，资产质量在整个汽车行业位于前列。
- 维持 **增持** 评级

08 年 11 月以来股价变化：



汽车及零配件行业

投资评级：增持（维持）

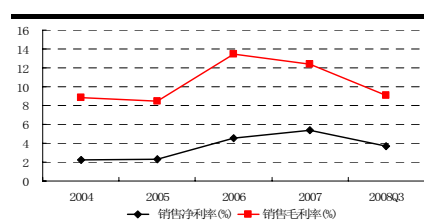
2009 年 1 月 15 日

公司简介：

中国重汽是我国最早从事卡车制造的企业，其前身济南汽车制造总厂与 1960 年制造了中国第一辆重卡，目前公司是中国最大的重卡制造商。

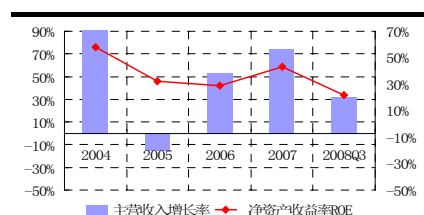
主要财务指标：

毛利率：



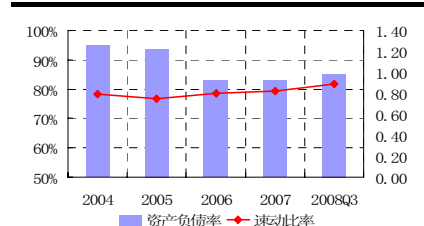
资料来源：wind，山西证券研究所

收入增长及资产收益：



资料来源：wind，山西证券研究所

偿债能力：



资料来源：wind，山西证券研究所

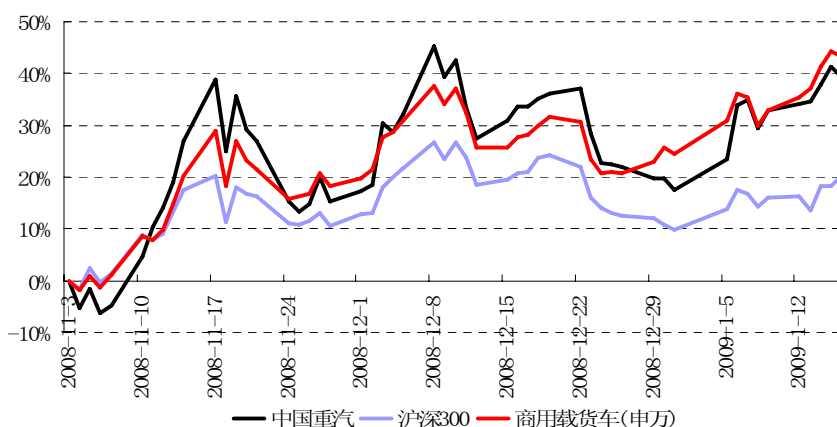
中国重汽（000951）：受景气程度影响相对较小

公司研究

投资要点：

- 中国重汽不仅是国内最大的重卡制造商，同时也是国内最大的大吨位重卡制造商。
 - Howo、斯太尔王占据高端重卡的领军地位。
 - 斯太尔、黄河等低端产品在细分市场占有率也相当高。
- 领先技术、产业链完整、销售网络广泛。
 - 公司对国三排放标准而对出 EGR 技术系列发动机比竞争对手高压共轨技术由于成本优势受到市场的欢迎。
 - 公司在全国拥有 66 家销售机构、800 多家独立经销商、700 多家合同服务站，这在售后服务占有相当大作用的重卡行业十分突出。
- 明年销售不容乐观，但是政府放松信贷、加大基建投资、推出经济刺激计划都将平稳重卡销售。此外，由于国三标准年中的实施，明年行业所有销售的重卡都将使用国三排放标准的发动机，这会明显提高重卡产品的利润率。
- 重卡重型化趋势将延续，计重收费、燃油税等都对其具有长期的推动作用。我国城市化、工业化的继续发展也是公司重卡产品未来发展空间的保障。
- 公司一直以来都有着良好的盈利和财务管理能力
- 首次覆盖 **增持** 评级

08 年 11 月以来股价变化：



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我们对这些信息的准确性及完整性不作保证，不保证该信息未经任何更改。在任何情况下，报告中的信息或的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。任何情况下，不对本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构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或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在公开前已经使用或了解其中的信息。本报告归山西证券有限责任公司所有，未经同意不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。