

2009-01-29

汽车制造

乘用车行业调高

买入

分析师:

杨华超

021-22169163

yanghc@ebcn.com

拐点乍现，车市小牛，超配轿车

- ◇ 报告起因: 一月乘用车消费火爆, 产品供不应求, 全国大范围地区出现缺货现象
- ◇ 潜在催化因素: 政策护航, 刺激国内车市消费, 扭转下滑趋势, 拐点乍现

◆一月乘用车销售供不应求，日均销量同比环比两位数增长

春节效应导致今年一月份汽车销售火爆, 尽管 1 月 20 日开始实施的汽车购置税减免政策由于推出时间较晚尚未开始发威. 1 月份总体市场预计销量在 46 万辆以上, 比年初业内市场预测多了 3 万辆以上. 由于 1 月份春节长假, 工作日仅有 17 个, 全月市场总量预计同比仍下滑 13% 左右, 但是总体市场日均销量却创造了历史新高, 日均销售超过 2.7 万辆, 环比增长 11%, 同比增长 13% 以上. 这加强了 08 年 12 月份开始的乘用车市场有所好转的趋势.

◆09 年乘用车行业复苏全景图

08 年 11 月和 12 月的燃油税和购置税传闻导致的持币待购; 09 年 1 月的春节效应导致的汽车脱销; 1 月 20 日开始的购置税优惠刺激二月份的销量正增长; 3 月份的汽车下乡保证 50 亿补贴微客; 4 月份的四万亿投资开始直接推动新项目和公司的购车需求; 不排除二季度出台汽车金融、所得税抵扣购车款等政策保证 10% 的销售目标; 7 月经济好转和同比技术低带来的持续销量正增长; 10 年和 11 年 12% 和 15% 的销售增速.

◆看好中国乘用车行业增长的内在逻辑

汽车消费是逐渐富裕起来的中国消费者的必由之路; 汽车销售从一线城市到二、三线城市, 从城市到农村, 阶梯形发展, 两翼齐飞. 技术革命和世界范围内的汽车企业生存危机带来的革命性机会.

◆不同同 1.6L 排量汽车热销带来的行业毛利下降的说法

1.8L 的销量之王是桑塔纳系列轿车, 2008 年桑塔纳系列共销售了 19.8 万台, 我们认为更大的可能是桑塔纳系列的市场份额被更优秀的毛利更高的 1.6L 排量的重量选手替代, 我们从上海大众的 Lavida 朗逸月销量突破 1 万台的事实可以看到这种趋势. 同时我们也清醒的看到 1.6L 汽车热销可能向下也可以替代低排量汽车, 毕竟家庭适用的性价比较高的排量是在 1.4-1.6 升比较合适. 如果这个替代是事实的话, 我们认为可以关注上海大众的朗逸, 上海通用的凯越, 一汽丰田的卡罗拉等轿车的销量, 我们认为这几款车的毛利可比低级别的汽车毛利要高, 甚至比汽车行业平均的 15% 毛利要高.

◆看好乘用车行业盈利能力，提升评级从中性到买入，从标配到超配

汽车行业从 08 年 11 月开始行业利润从正增长转到负增长, 汽车行业利润下滑主要出自下半年的汽车销量的下滑, 但不排除年底企业的财务谨慎导致的利润下滑幅度加大. 乘用车行业承担着保经济增长使命, 看好乘用车行业的盈利能力, 维持行业销量 7% 的正增长, 行业利润 10% 增长的判断. 提升乘用车行业评级从中性到买入, 从标配到超配. 看好具有估值安全边际, 严重超跌的, 基本面最有可能改善的, 最有可能获得超额收益的上海汽车, 给与上海汽车买入评级, 12 个月内目标价为 10.5 元.

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			07A	08E	09E	
600104	上海汽车	6.28	0.71	0.08	0.70	买入

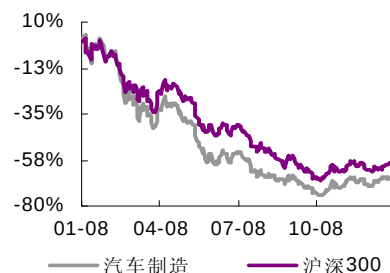
光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系. 因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素.

敬请参阅最后一页之重要声明。

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:

期待乘用车行业 7 月能回暖-2009-1-8

一月乘用车销售火爆,日均销量同比环比两位数增长

春节效应导致今年一月份汽车销售火爆,尽管 1 月 20 日开始实施的汽车购置税减免政策由于推出时间较晚尚未开始发威. 1 月份总体市场预计销量在 46 万辆以上,比年初业内市场预测多了 3 万辆以上. 由于 1 月份春节长假,工作日仅有 17 个,全月市场总量预计同比仍下滑 13%左右,但是总体市场日均销量却创造了历史新高,日均销售超过 2.7 万辆,环比增长 11%,同比增长 13%以上.

这加强了 08 年 12 月份开始的乘用车市场有所好转的趋势. 回顾 08 年 12 月,在基本型乘用车(轿车)带动下,乘用车市场需求有所回升,共销售 58.46 万辆,环比增长 11.81%,同比下降 7.99%. 在乘用车主要品种中,与上月相比,基本型乘用车(轿车)和运动型多用途乘用车(SUV)增速均超过 15%,表现较为突出,多功能乘用车(MPV)和交叉型乘用车环比有所下降;与上年同期相比,除 SUV 略有增长外,其它乘用车品种呈不同程度下降,其中 MPV 降幅仍最为显著. 12 月,基本型乘用车(轿车)销售 45.24 万辆,环比增长 16.14%,同比下降 6.89%;多功能乘用车(MPV)销售 1.39 万辆,环比下降 3.51%,同比下降 36.89%;运动型多用途乘用车(SUV)销售 4.06 万辆,环比下降 16.01%,同比增长 5.70%;交叉型乘用车销售 7.77 万辆,环比下降 7.40%,同比下降 12.72%.

轿车厂商捷报频传,争创历史销售最佳时机

根据最新销量统计,截至 2009 年 1 月 24 日东风雪铁龙全系车型 1 月份销量达 11845 台,其中新爱丽舍出货 7105 台,环比较 08 年 12 月份增长 57%,这是继 08 年 12 月份环比 11 月份增长 34%之后的又一强劲上扬,同时这一销量较 08 年 1 月同期增长 53%;世嘉出货 2048 台,较上月环比增长明显. 一些成熟车型,如东风雪铁龙新爱丽舍,则凭借自身突出的性价比优势、成熟可靠的品质和优异的口碑,持续走红,新爱丽舍甚至出现了“一车难求”的盛况,部分地区甚至出现加价 1000 元的销售旺景.

来自奇瑞汽车最新统计数据显示:截至 2009 年 1 月 22 日,奇瑞汽车销量已突破 2.5 万大关,创历史最好水平. 多数经销商门庭若市,产品供不应求,出现了脱销现象. 随着 1 月 1 日燃油税及 1 月 14 日购置税新政的出台,中国车市已明显升温. 以小排量为主的“小车王”奇瑞此阶段可谓一路飘红,最高日销售近 3000 辆,呈现强劲的增长势头. 随着新政及营销政策的逐渐渗透,奇瑞汽车的优势将更加凸现,可以预见,奇瑞元月将有望突破 3 万大关,创历史新高,迎来产销两旺的新局面.

来自吉利汽车销售公司的最新统计数据显示,在当前经济不十分景气的情况下,吉利汽车先声夺人,1 月上旬汽车终端销售已达 15000 辆,日均超过千辆. 吉利汽车今年延续了去年第四季度销量的强劲上升势头,吉利汽车销量在今年 1 月继续一路飘红,近日市场上终端销售日均超千辆,到 1 月 14 日为止,已累计销售达到 15000 辆,预计会超额完成 1 月份的销售计划. 其中,吉利自由舰终端销售达 7000 余辆,不但自身达到历史最好水平,而且成为目前全国 1.3L 经济型车市场中最畅销的车型之一. 吉利金刚、金鹰和远景也全面上扬,吉利熊猫得到了消费者的热烈追捧. 截至 1 月 20 日,吉利集团元月销量提前 10 天突破 2 万大关,创历史最好水平. 其中吉利自由舰终端销量突破万辆,至本月底将创下我国 1.3L 车型市场月度终端销量最高纪录;同时吉利金刚、金鹰、远景车型全面上扬,均创下历史最高纪录;吉利熊猫势头逐上,

市场优势开始显现，为吉利汽车的整体突破起到了很好的品牌推动作用。据了解，仅1月20日一天，吉利汽车日终端销量近1800辆，出运的专用运输板车达到130辆，均创下历史新高。

受到总体市场需求刺激拉动，上海大众汽车也迎来了新年销售的开门红。截止到22日，上海大众汽车已经累计完成零售3.27万辆，完成全月目标83%，1月上海大众将顺利超额完成全月目标。目前，上海大众多数经销商门庭若市，均出现不同程度的供不应求的旺销局面。特别是1月20日，受1.6L及以下购置税减半政策的刺激，Lavida朗逸、Polo、明锐、晶锐销售形势异常喜人。1月Lavida朗逸零售将创历史新高，预计将首次突破月销1万辆记录。面对车市的火爆，营销一线员工正抓住契机，奋力拼搏，为2009年销售工作开好局。广大员工加班加点，加大对供应商的服务和指导力度，开展丰富多彩的促销活动，争取每一个客户，多卖一辆是一辆。如京津销售服务中心组织经销商尽早消化虚拟车辆，现场代表积极落实，帮助经销商抓住节前销售机遇。截止到1月18日，京津地区总计销售车辆1209台，消化库存车711台，年初制定的销售政策已初见成效。虽然离农历春节渐行渐近，但销售工作依然在热火朝天地进行中，目前各地销售服务中心全体员工与经销商们正以饱满的热情，抓住年前销售的最后几天，以孺子牛的干劲迎接牛年的到来！面对市场捷报和销售部门不断增加的订单，生产部门和物流、规划等部门迅速沟通，积极挖掘生产潜力，确保市场供应。目前，制造部多方面深入研究，修改生产计划，一季度提前实施JPH提升方案，增加产能。同时，合理安排生产瓶颈口的生产，动员广大员工用足每个生产时段，保证生产任务的完成，多生产一辆是一辆，尽力满足市场需求。

2009年的上海通用汽车公司，一改颓势，产销两旺，保守预计全年整车制造销售目标49.2万辆。09年新年伊始，各主要品牌销售非常良好，凯越在上海以外地区呈脱销状态，众多4S店都无车可卖，单车型月销量达到1万6千辆以上。公司全品牌销售环比08年度日销量上升18%。截至1月22日已销售车辆34500多辆。目前生产状态非常繁忙，09年1月起公司连续加班生产，但整车库存依旧大幅下降20%。

销售市场特点

各车型全面热销,1.6L 排量汽车全国大范围脱销

由于春节效应和购置税新政,所有排量的汽车全面热销,同时1.6L 排量汽车全国大部分地区出现脱销的情况.因此,这个热潮显示汽车全面回暖的迹象比较明显.由于产品脱销,二月份的销量有望持续攀升.

各车型价格优惠缩水,不少车型出现加价现象

去年12月份不少车型为了冲击年度销量,纷纷降价.在今年1月份以来,大部分厂商和经销商纷纷减少优惠,甚至有些车型出现久违的加价现象.

全国范围汽车热销,四川灾区车辆脱销

据市场反馈,这次汽车销售在全国各地都普遍热销,包括此前低迷的上海地区.尤其值得注意的是四川灾区的汽车尤其热销,基本上所有的汽车销售一空.

销售前高后更高,一节比一节高,凸现政策效用

汽车购置税是从1月20日开始实施的,但在1月20日前汽车普遍销路很

好,同比和环比大幅度上升,但 20 号开始,汽车销售由于政策优惠,销路更是陡增,不少门店反应销量开始翻番。

车辆生产厂商特点

库存准备不足,需求超出预期,不存在存货减值准备的问题

由于对经济前景的悲观预期,不少汽车企业主动停产限产,通过检修设备来减少库存生产.但由于市场的销售出奇的火爆,汽车厂商库存普遍低于正常水平,有些品种甚至断货.因此,存货减值准备的问题在乘用车行业已经不存在了。

节后加班加点生产,急需补充经销商处库存,批发销售大增

由于库存下降很多,不少企业开始安排2月份上来就开始加班,补充经销商处库存,来满足年前没有拿到现货的订单.不少企业开始紧急准备原材料,来应对飙升的需求,因此,二月份的批发销售数据可能会大幅度增长

降价压力小,成本下降大,企业盈利能力强

由于市场热销,因此市场竞争压力减小,车辆价格优惠缩水,同时由于原材料成本同比 08 年下降较大,企业盈利水平大增.而且盈利既来自销量的提升,又来自价格的坚挺。

09 年乘用车行业复苏全景图

08 年 11 月和 12 月燃油税和购置税消息造成汽车持币待购现象

08 年 11 月网上盛传的 30%-50%的高额燃油税税率和 12 月份盛传的购置税优惠方案,加剧了因实体经济下滑导致的汽车销售的下滑趋势.11 月份乘用车销量同比下滑 10%,12 月份同比下滑 8%.汽车市场持币待购现象严重。

09 年 1 月春节效应和燃油税政策实施导致汽车热销

随着燃油税政策的顺利着陆和市场化油价的利好,传统的大件商品购买旺季春节的到来,刺激了整个汽车市场的消费.从多个主要企业的销售情况来看,同比和环比两位数增长。

09 年 1 月 20 日开始的购置税优惠加速汽车二月份的销量井喷

从 1 月 20 日开始实施购置税的优惠,从 20 日开始的销量情况来看,比 1 月初要翻番了,但由于春节长假的缘故,工作时间只有 4 到 5 天,所以一大批销售订单或需求只能等到2月份履行,因此,我们判断二月份汽车的销量将出现大幅度正增长,带来寒冬中的一缕阳光。

09 年 3 月 1 日开始实施的汽车下乡政策带来微客的井喷

根据国家出台的政策,从今年 3 月 1 日到 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 1.3L 以下排

量微型客车，给予一次性财政补贴。我们以市场份额占据微客半壁江山的市场领导者上汽通用五菱的微客售价来测算，其售价从 2.56 万到 6.3 万的区间，轻货的售价从 4 万到 8 万的区间，而 2008 年国内销售的微型客车和轻型货车总量也就是 220 万左右，财政补贴将达到每辆车 2500 元，再加上购置税减免的 2000 多元，每辆车折合减少购买支出 5000 元左右，优惠力度还是很大的。

09 年二季度开始实施四万亿投资，带来企业的汽车购买开闸

09 年二季度开始实施的四万亿投资计划，对乘用车销售来讲，最直接的作用在于新开工的项目和公司带来企业的购车需求，但对个人购车来说，其作用并不明显，个人购车要滞后于经济的复苏阶段。

09 年二季度可能出台后续政策来支持 09 年汽车销量增长 10% 的目标，汽车行业的使命和地位决定汽车发展的信心和决心

随着时间的推移，政策效应的递减，也许二季度汽车市场并不十分乐观，但考虑到汽车行业是保八增长，保就业，符合拉动消费需求刺激经济的最佳行业和健康方式，我们认为没有理由担心二季度的汽车市场，政府手里的牌还有很多，包括车贷的放开，汽车企业的资金补贴，甚至还有所得税抵扣的购车优惠等可能，因此，把握住汽车行业在国民经济中的使命和地位，特别是在保经济保增长的今天，就会对汽车行业的发展有信心和决心。

09 年 7 月经济好转和销量基数低的双重利好导致汽车业反转

随着 4 万亿投资的实施带来的效果，从下半年开始我国经济会逐步走出低谷，居民的消费信心和欲望将会大大提高，而 08 年 7 月汽车销售受到了一系列的利空因素打压，包括油价提价，奥运限行，国三排放实施等影响，因此是个基数相当低的月份，我们认为汽车业大幅度持续增长将从 7 月份开始。

10 年和 11 年汽车销量增长目标 12% 和 15%，高于 GDP 增长

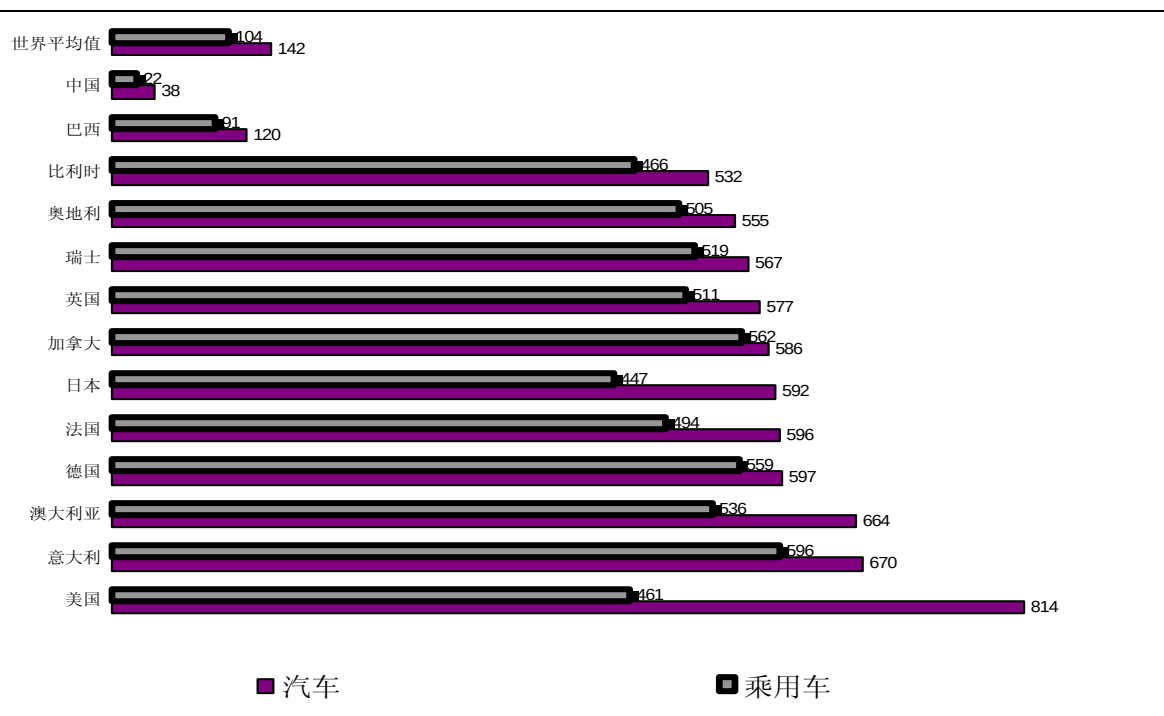
按照国家对汽车工业的发展计划，10 年和 11 年我国汽车销量增长目标为 12% 和 15%，高于 GDP 的增长，我们认为这个目标是符合汽车工业在中国发展的内在规律的。在我国从小康迈向更加富裕的进程中，我国注定要从自行车王国向汽车王国迈进，每千人汽车保有量会向中等发达国家水平靠拢，落后城市会向大中城市的汽车拥有水平靠拢，不同等级的汽车分别进入城市和农村市场，形成两个市场的比翼双飞。

看好中国汽车工业的内在逻辑

汽车消费是逐渐富裕起来的中国的必经之路

随着生活水平的提高，衣食住行中衣食得到了显著的提高，更高的消费升级需求就是住和行，这个趋势是拉动中国经济增长的重要动因。伴随着城镇化的进程，房地产和汽车业是两个大轮子驱动着经济的发展和生活的改善。从我们的每千人汽车保有量来看，2008 年我们只有 38 辆，其中乘用车只有 22 辆，显著低于世界平均水平的 142 辆和 104 辆，因此发展的空间是巨大的，拉动经济增长的作用和空间也是巨大的，这也就是我们对政策支持汽车业发展的信心来源。

图表 1：2008 年世界各国汽车每千人保有量

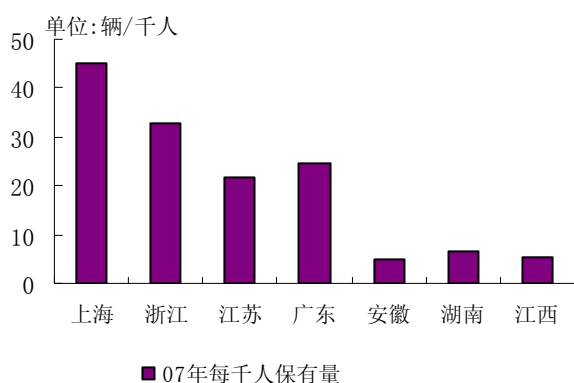


资料来源：世界汽车工业协会, 光大证券研究所

汽车销售从一线城市到二三线城市,从城市到农村,阶梯发展

从这几年的汽车销售地区来看,汽车销售从发达的一线城市转移到二三线城市的趋势非常明显,这就为汽车的销售赢得了更加广阔的空间,喜上添喜的是,汽车下乡正成为拉动经济建设,建设社会主义新农村的政策方向,从而形成了从城市到农村,汽车销售比翼双飞,梯度发展的良好格局,加快了我国汽车进入家庭的进程。

图表 2：2007 年中国典型省份汽车每千人保有量



资料来源：国家信息中心, 光大证券研究所

图表 3：各线城市的汽车销售增速和份额

	2006年		2007年	
	份额	增速	份额	增速
一级市场	57.20%	24.80%	57%	21.20%
二级市场	32.90%	35.60%	33.00%	24.10%
三级市场	9.90%	40.60%	10.10%	32.30%

资料来源：光大证券研究所

技术革命和世界范围内的汽车企业生存危机带来的革命性机会

汽车行业面临着世界范围内的汽车生存危机和以新能源汽车发展为方向的机遇与挑战,世界范围内的版图重组对各国汽车企业带来了革命性的机遇.美国汽车工业的衰退将给我国汽车工业带来市场补缺和学习技术的机会.我国汽车工业拥有一个让世界羡慕的稳定市场,因此我国的企业在这种背景下能抵御汽车工业的萧条,甚至可以利用汽车巨头倒闭或自保的机会,廉价获得技术开发能力,实现我国汽车工业自主开发的愿望.

同时我们也看到,新能源汽车的发展是世界汽车工业的发展方向.在石油价格处于历史低位的时候,留给我们宝贵的时间来发展清洁能源的技术.目前我们汽车行业的公司要么采取自主研发的方式来开发清洁能源汽车,要么采用和世界先进国家合作开发清洁能源汽车的方法.从目前的发展来看,在电池车开发方面,基本上同步于世界先进国家,甚至有个别企业领先于世界水平.因此,我们认为汽车行业孕育着革命性的机会,能挖掘出未来的领导企业.

从目前掌握的情况来看,国内众多企业已经或即将推出多款清洁能源车,已经推出的包括丰田的 PRIUS,上海通用的君越,比亚迪汽车推出的 F3 双模电动汽车.我们预计 10 年具有世界同步技术水平的上海通用的电动车 VOLT 将引入中国市场.我们可以看到在未来的一段时间内国内支柱品牌的清洁能源车将会在车市上兴起一股浪潮,包括奇瑞的 A5 和上汽的荣威等.

因此从新能源方向挖掘目标企业从两条线挖掘:自主品牌或合资品牌.我们认为可能早出成绩的在比亚迪,上汽和奇瑞汽车等企业.

1.6L 排量汽车热销真的导致行业毛利下滑吗?不,我们不认同

市场有个普遍的观点,认为由于 1.6L 及以下汽车的销量上升,部分替代更高排量的汽车销量,从而带来毛利下降.我们认为,1.6L 排量汽车对上部分是替代 1.8L 汽车的需求,我们认可这个替代事实,但有个很醒目的事实是 1.8L 的销量之王是桑塔纳系列轿车,还有长安福特的福克斯也面临着替代的风险.2008 年桑塔纳系列总共销售了 19.8 万台,我们认为更大的可能是桑塔纳系列的市场份额被更优秀的毛利更高的 1.6L 排量的重量选手替代,我们从上海大众的 Lavida 朗逸月销量突破 1 万台的事实可以看到这种趋势.其实上海大众也有意识的用 Lavida 来替代桑塔纳,从这个方向来看,我们认为由于替代的是跑量不挣钱的桑塔纳系列轿车,我们认为行业毛利上升的可能性更大.

同时我们也清醒的看到 1.6L 汽车热销可能向下也可以替代低排量汽车,毕竟家庭适用的性价比较高的排量是在 1.4-1.6 升比较合适.如果这个替代是事实的话,我们认为可以关注上海大众的朗逸,上海通用的凯越,一汽丰田的卡罗拉等轿车的销量,我们认为这几款车的毛利可比低级别的汽车毛利要高,甚至比汽车行业平均的 15%毛利要高.

从上述分析,我们认为 09 年汽车行业由于产品结构变化带来毛利的变化可能偏向正面,我们比较看好乘用车行业 09 年的盈利能力.

图表 4: 2008 年 1.6L 排量附近有市场影响力的汽车排名及 09 年销量预测

厂商	品牌	排量	08 年销量排名	09 年增速预测	08 年销量	07 年销量	同比
一汽大众	捷达	1.6L	1	平	202303	201131	0.6%
上海大众	桑塔纳	1.8L	2	大减	197934	203134	-2.6%
上海通用	凯越	1.6L,1.8L	3	增	175417	196742	-10.8%
一汽丰田	卡罗拉	1.6L	5	增	165271	65844	151.0%
东风日产	琪达/颐达	1.6L	7	增	137193	123310	11.3%
比亚迪	F3	1.5L	8	增	136782	98476	38.9%
北京现代	伊兰特	1.6L,1.8L	11	平	115719	120333	-3.8%
长安福特	福克斯	1.8L	12	大减	112552	124991	-10.0%
上海通用	乐风	1.2,1.4,1.6L	13	增	107336	87031	23.3%
上海大众	朗逸	1.6L,2.0L	50	大增	44392	0	NA
吉利汽车	自由舰	1.3L,1.5L	18	增	81076	79844	1.5%
吉利汽车	金刚	1.5L	33	增	56300	45438	23.9%

资料来源：中国汽车工业协会, 光大证券研究所

行业盈利能力及预测

价格战可能性较小，原材料成本低提供了降价空间

我们认为 09 年整个 1.6 升排量的汽车销量占比将上升，而且 1.6L 的主要增长来源于重量级新车型以及元老级热销车型，因此 09 年的车市爆发价格大战的可能性比较小，毕竟大家对形势判断比较谨慎，而且库存情况非常理想，因此大打价格战的迫切性较小。但由于原材料成本下来比较多，因此价格存在下降的空间。我们认为 09 年车市的价格将会是非常理性的一年。

08 年业绩预减公告已出，利空尽在市场预期内

1 月份多家乘用车上市公司公告了业绩情况，其中上海汽车发布业绩预减公告，预计 08 年净利润同比下降 50%以上，一汽夏利发布业绩预减公告，预计 08 年净利润同比下降 50%-100%，长安汽车发布业绩预减公告，预计 08 年净利润同比下降 50%-100%，海马股份发布业绩预减公告，预计 08 年净利润同比下降 50%以上，唯一的亮点来源一汽轿车，预计公司 08 年净利润同比增长 90%-120%。因此基本上排出了低出市场预期的年报风险。

08 年 11 月份开始汽车行业利润总额开始由正增长变负增长，但亏损的企业只有两家非主流厂商

据中国汽车工业协会发布的 2008 年 1~11 月汽车重点企业（集团）主要经济指标快报显示，汽车工业重点企业（集团）经济增速继续减缓，各主要经济指标增长率远远低于上年同期水平，工业增加值、利润总额由正增长变为负增长，其他主要指标增幅与 1~10 月相比，均呈回落走势，多数企业盈利水平低于上年同期。

一、产出指标增速继续减缓，工业增加值增长由正变负。1~11 月汽车

工业企业（集团）累计完成工业增加值 2090.39 亿元，同比下降 0.25%，增速由 1~10 月正增长变为负增长；累计完成工业总产值 9840.95 亿元，同比增长 6.68%，比 1~10 月累计降低了 2.86 个百分点；累计完成工业销售产值 9769.59 亿元，同比增长 8.19%，比 1~10 月降低 2.75 个百分点。

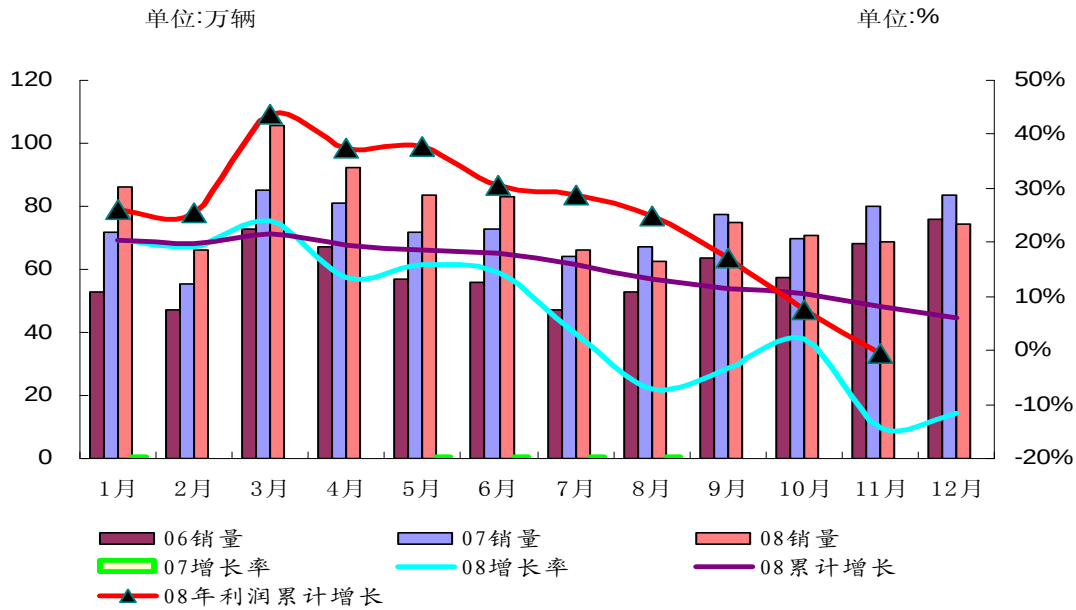
二、主营业务收入保持增长，增幅继续回落。1~11 月汽车工业重点企业（集团）累计实现主营业务收入 11082.69 亿元，同比增长 13.25%，增幅比 1~10 月回落 3.1 个百分点。

三、利润总额增速由正变负、利税总额增幅继续回落。1~11 月汽车工业重点企业（集团）累计实现利润总额 656.28 亿元，同比下降 0.53%，由 1~10 月正增长变为负增长，而上年同期的增长率为 75.64%；累计实现利税总额为 1266.49 亿元，同比增长 1.56%，与 1~10 月相比，增幅回落 5.90 个百分点，增幅同比回落 46.43 个百分点。其中：主营业务税金及附加为 318.06 亿元，同比增长 7.29%，增幅与 1~10 月相比，增幅回落 2.25 个百分点；应缴增值税为 292.15 亿元，同比增长 0.47%，增幅与 1~10 月相比，回落 4.98 个百分点。从汽车工业重点企业（集团）实现利润的具体情况来看，多数企业实现利润低于上年同期，企业盈利水平继续下滑。在 19 家重点企业（集团）中，8 家企业实现利润总额高于上年同期，9 家企业实现利润总额低于上年同期，两家企业亏损。其中：比亚迪公司实现利润总额增长率继续保持三位数增长，增幅比 1~10 月回落了 2.94 个百分点；一汽集团、东风公司、北京公司、吉利集团、重汽集团、宇通公司、庆铃公司实现利润增长率均超过两位数，在 12.03%~39.28% 之间，增幅与 1~10 月相比，北京公司、吉利集团和宇通公司增幅有所提高，提高的幅度在 4.01~15.96 个百分点之间；重汽集团由 1~10 月的负增长变为正增长；一汽集团、东风公司和庆铃公司的增幅均为回落，回落的幅度在 5.60~20.51 个百分点之间；上汽集团、南方公司、华晨集团、哈飞公司、江淮集团、奇瑞公司、金龙集团、广州集团和陕汽集团实现利润总额均低于上年同期，增长率在 -10.83%~-74.11% 之间；东南公司和昌河公司仍处于亏损状态，亏损额与 1~10 月相比均有所加大。

汽车行业利润下滑主要出自下半年汽车销量的下滑，但不排除年底企业的财务谨慎导致的利润下滑幅度加大

我们从汽车工业协会的报告可以看到，08 年 1-6 月汽车行业重点企业利润总额增长 30.41%，但从 10 月份开始，汽车行业盈利能力出现急剧下降，虽然 10 月当月销量同比 07 年是正增长，1-10 月份主营业务同比增长 16.35%，环比 1-9 月份下降了 0.12%，但利润总额同比只增长 7.4%，环比 1-9 月份下降了 10 个百分点，到了 11 月份由于燃油税的传言导致销量大跌 10% 以上，因此出现盈利能力负增长，我们认为不排除企业的谨慎原则导致的利润下滑幅度加大的可能。因此 09 年的汽车企业完全可以甩脱包袱，盈利前景光明。

图表 5：2008 年中国汽车行业销量变化及利润总额变化对应图

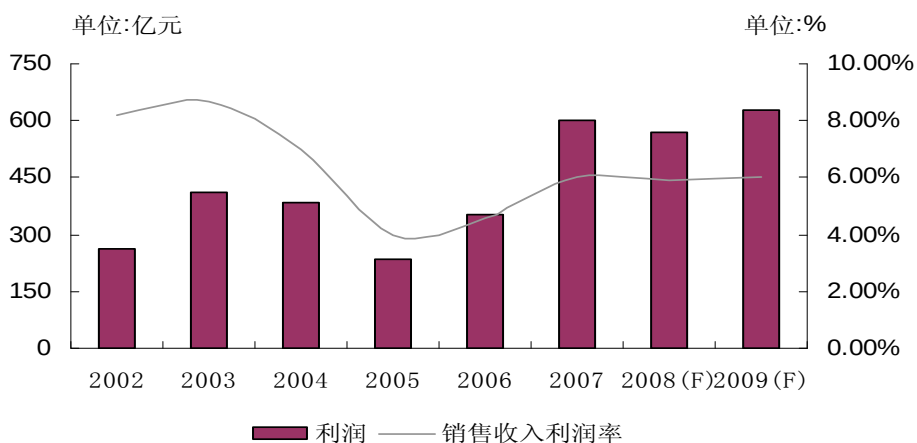


资料来源: 中国汽车工业协会, 光大证券研究所

乘用车行业承担 09 年保经济增长的使命, 看好乘用车行业的盈利能力, 维持销量增长 7%, 利润增长 10%以上的判断

中国乘用车行业承担了保八经济增长的神圣任务, 因此我们判断企业的社会责任感和政治责任感将提升企业的盈利能力。我们维持 09 年乘用车行业 7%销售增速, 利润增速 10%以上的判断。

图表 6: 2009 年中国汽车行业重点企业利润预测



资料来源: 中国汽车工业协会, 光大证券研究所

行业投资评价和公司推荐

提升乘用车行业评级从中性到买入评级，配置从标配升到超配

我们认为主要立足于国内市场的乘用车行业，在承担保八任务的使命下，在政策的扶植下已经复苏了，与其他行业相比有着明确的增长，而且考虑到未来的两年行业销量增长 10%以上，利润水平由于规模效应要高于销量增速，并显著高于 GDP 的水平，因此目前的估值水平严重低估。目前乘用车行业的 PB 平均水平小于 1.5 倍，考虑到未来的明确增长，我们提升其评级，从中性到买入，从标配到超配。

重点公司推荐：上海汽车-600104-睡狮猛醒，牛年奋蹄

我们比较看好的公司是上海汽车，推荐理由是上海汽车是 09 年汽车板块内最有可能获得超额收益的公司。理由如下：

一，基本面存在重大改善的可能

上海汽车麾下的上海通用结束了 08 年的产品调整，09 年新产品新君威销路良好，老产品凯越和乐风受益于购置税政策，销量也有保证，作为上汽最重要的利润来源，通用活上汽活。上海大众在新品 LAVIDA 替代桑塔纳过程中毛利能得到提升，利润稳步上升。自主品牌荣威有望延续 50%以上的销售增速，09 年销量达到 5 万台的盈亏平衡点，大幅度减亏。

二，利空释放，估值绝对安全，流动性好，筹码分散，股价超跌严重

上海汽车的利空伴随着年报预减 50%的公告后基本出完，双龙申请企业回升，自主品牌亏损严重，南汽亏损并表，通用盈利能力下降等诸多问题导致了上海汽车股价下跌幅度巨大，筹码分散，流通盘大，有利于大机构在企业反转的时候成为重要投资标地。

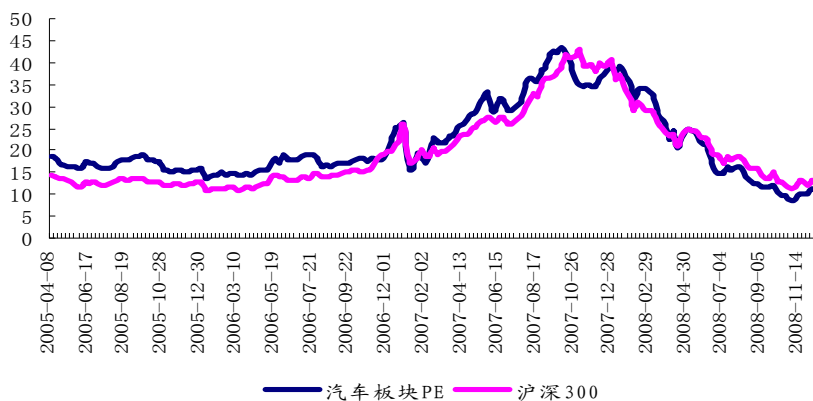
三，题材丰富，而且题材能带来实质性的企业利益

世博会的巨大汽车需求，包括世博会推动的新能源汽车的需求，能给上汽带来巨大的利益。汽车下乡带给上汽通用五菱的重大受益，同时上汽承担上海和国家保经济增长的重任，因此，政治使命促使企业利润的改善，并能获得政府的支持。同时上汽还有自身的题材，2010 年 1 月 7 日是上汽权证的最后存续日，其行权价高达 26.97 元。我们认为这些题材给上汽带来了巨大的想象空间。

四，盈利预测和投资评级

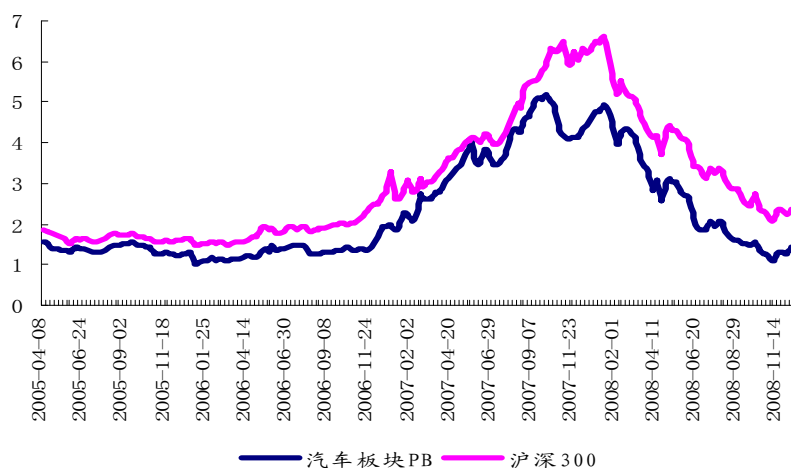
我们的盈率预测基于上海通用 09 年达到 50 万的销量，达到 62 亿的销售利润；上海大众达到 51 万的销量，达到 33 亿的利润；自主品牌荣威达到 5 万台的销量，保持盈亏平衡；柳州五菱达到 70 万销量，达到 7 个亿的利润；09 韩国双龙保持亏损不变，如果破产清算的话，按照追溯原则，在 08 年体现。我们保守预测上汽 09 年 EPS 将在 0.5 元，中性预测其利润在 0.7 元（剥离双龙），10 年 EPS 将达到 0.9 元，相对应的 09 中性市盈率为 9 倍，10 年市盈率为 7 倍，09 年的 PB 为 1.1 倍，10 年的 PB 为 0.91 倍，给与买入的评级，12 个月内目标价 10.5 元。相对应的风险在于双龙汽车的亏损加剧和企业的财务稳健程度。

图表 7：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 8：汽车板块和沪深 300 板块的市净率比较



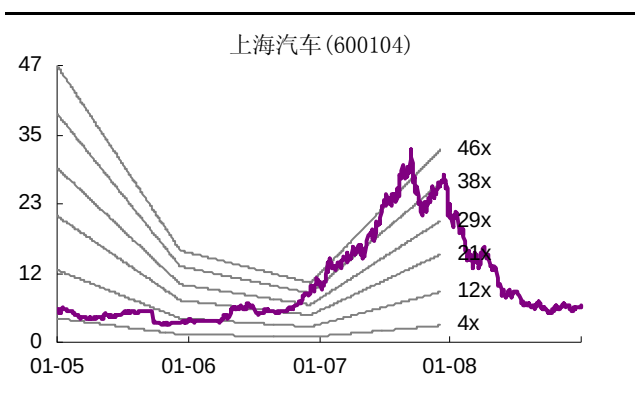
资料来源：WIND，光大证券研究所

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	6.28	3,276	0.71	0.08	0.70	8.9	78.5	9	1.1	1.2	买入	买入

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

汽车制造

分析师：杨华超



日期	行业评级
2008-04-16	买入
2008-08-14	中性
2008-11-07	中性
2008-11-19	减持

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

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
专题				
QFII				
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com
	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.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。