

日期: 2008 年 2 月 1 日

行业: 汽车及汽车零部件行业



汽车行业研究小组 杨胜  
021-53519888-1970  
Yangsheng97@gmail.com

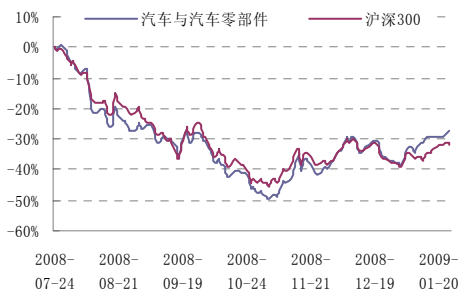
# 基本面探底完成，期待好转

## ——2009 年 2 月份汽车行业投资策略

### 行业最新销售数据

|                  |        |
|------------------|--------|
| 12 月份汽车销量 (万辆)   | 74.2   |
| 同比增长             | -11.6% |
| 1-12 月份汽车销量 (万辆) | 938.1  |
| 同比增长             | 6.7%   |

### 最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: YS09-MIT03

### 相关报告:

2008 年 12 月份汽车销售数据及重点公司点评-乘用车市场需求仍相对较好-20090120  
2009 年 1 月份汽车行业投资策略-静候行业基本面继续探底-20081229  
09 年基本面见底回升，行业重新迈入高增长时期-09 年汽车行业投资策略-20081203

### 主要观点:

#### 需求增速 08 年大幅下滑，但 12 月略有改善

08 年国内汽车销量增速大幅下滑，增速仅为 6.7%。但 08 年 12 月份得益于燃油税改革方案确定和成品油价调低，以及部分汽车厂商年底冲量，汽车市场需求略有恢复，销量同比虽仍然降低 11.6%，但同比增速较 11 月份已略有提高，市场需求适度恢复。

#### 产业振兴规划推动行业基本面改善

产业振兴规划将提升小排量车、轻卡、微卡和交叉型车市场需求，从而提高 09 年国内汽车市场整体需求。对相关车型购置税减征和补贴将降低行业价格竞争压力，提高行业公司毛利率，促进相关公司业绩更快复苏。

#### 行业基本面探底完成，期待好转

考虑到政策推动需求逐步好转，价格竞争压力降低以及原材料价格处于低位带来的毛利率改善，从季度角度来看，行业重点工业企业 08 年四季度应为业绩底部，环比期待回升。对于可比上市公司而言，08 年四季度同时受审计和资产计提等因素影响，预计单季度业绩将亏损，达到周期底部。我们判断可比上市公司从 09 年一季度开始季度业绩将环比回升，但一、二季度业绩同比仍将下滑，三季度业绩有望实现同比正增长。

### 投资建议:

#### 评级: 未来十二个月内，汽车及汽车零部件行业: 中性

行业基本面即将好转，但考虑到上市公司 08 年四季度业绩下滑很可能超出市场预期带来的二级市场风险，继续维持行业“中性”评级。重申 09 年收入成长和毛利率回升两条投资主线，依次推荐一汽轿车、潍柴动力、福田汽车和中国重汽，其中一汽轿车估值相对优势更为明显。

### 数据预测与估值:

#### 汽车行业重点关注股票业绩预测和市盈率

| 公司名称 | 股票代码   | 股价    | EPS  |      |      | PE    |       |       | PBR  | 投资评级 |
|------|--------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|
|      |        |       | 07A  | 08E  | 09E  | 07A   | 08E   | 09E   |      |      |
| 一汽轿车 | 000800 | 8.55  | 0.34 | 0.68 | 0.88 | 25.15 | 12.57 | 9.72  | 2.21 | 超强大市 |
| 潍柴动力 | 000338 | 25.83 | 2.42 | 2.57 | 2.40 | 10.66 | 10.05 | 10.78 | 2.67 | 跑赢大市 |
| 福田汽车 | 600166 | 6.27  | 0.46 | 0.48 | 0.54 | 13.63 | 13.06 | 11.61 | 1.79 | 跑赢大市 |
| 中国重汽 | 000951 | 17.02 | 1.71 | 1.25 | 1.33 | 9.95  | 13.66 | 12.82 | 2.85 | 跑赢大市 |
| 江铃汽车 | 000550 | 9.15  | 0.46 | 0.84 | 0.80 | 19.89 | 10.89 | 11.44 | 2.02 | 跑赢大市 |
| 宁波华翔 | 002048 | 4.52  | 0.29 | 0.35 | 0.32 | 15.59 | 12.91 | 14.13 | 2.04 | 跑赢大市 |
| 长丰汽车 | 600991 | 5.93  | 0.46 | 0.44 | 0.36 | 12.92 | 13.48 | 16.47 | 1.03 | 大市同步 |
| 上海汽车 | 600104 | 6.28  | 0.71 | 0.25 | 0.45 | 8.85  | 25.12 | 13.96 | 1.13 | 大市同步 |

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2009 年 1 月 23 日收盘价

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责声明。

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、需求增速 08 年大幅下滑，但 12 月略有改善.....  | 4  |
| 1、销量增速 08 年大幅下滑，但 12 月略有改善 ..... | 4  |
| 2、重点乘用车公司一汽轿车销售领跑 .....          | 5  |
| 3、龙头商用车企业相对表现更好 .....            | 7  |
| 二、产业振兴规划推动行业基本面改善 .....          | 8  |
| 1、政策利好推动汽车消费 .....               | 8  |
| 2、汽车市场价格竞争压力降低 .....             | 9  |
| 3、扶持产业重组、新能源技术和自主品牌发展 .....      | 10 |
| 三、行业基本面探底完成，期待好转 .....           | 11 |
| 1、行业重点工业企业利润虽继续大幅下滑，但即将回升 .....  | 11 |
| 2、行业上市公司四季度业绩或是周期底部 .....        | 12 |
| 四、1 月份汽车行业股票走势强于大盘 .....         | 13 |
| 1、汽车行业股票走势强于大盘 .....             | 13 |
| 2、行业重点上市公司仅小部分跑赢大盘 .....         | 14 |
| 五、09 年 2 月份行业评级、策略及重点股票 .....    | 14 |
| 1、行业评级和投资策略 .....                | 14 |
| 2、一汽轿车估值优势更为明显 .....             | 15 |

## 图

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1 08 年汽车年度销量增速大幅减缓 .....          | 4  |
| 图 2 汽车月度销量略有改善 .....                | 4  |
| 图 3 汽车月度销量同比增速小幅提高 .....            | 5  |
| 图 4 乘用车销量增速仍大幅高于商用车 .....           | 5  |
| 图 5 1-1.6 升排量乘用车销量增速最为稳定 .....      | 9  |
| 图 6 汽车价格战尤其是小排量汽车价格战将提前终结 .....     | 10 |
| 图 7 汽车行业 12 月份产销率继续上升，超过 100% ..... | 10 |
| 图 8 行业重点企业 11 月份利润继续同比大幅减少 .....    | 11 |
| 图 9 行业重点企业 11 月份毛利率大幅下滑 .....       | 11 |
| 图 10 可比上市公司业绩将从今年一季度开始改善 .....      | 12 |
| 图 11 国内钢材价格降至低位 .....               | 13 |
| 图 12 国内汽车用工程塑料价格降至低位 .....          | 13 |
| 图 13 1 月份行业指数走势强于大盘 .....           | 13 |
| 图 14 行业重点上市公司仅小部分跑赢大盘 .....         | 14 |
| 图 15 一汽轿车当前评级给予期间走势 .....           | 16 |
| 图 16 潍柴动力当前评级给予期间走势 .....           | 16 |
| 图 17 福田汽车当前评级给予期间走势 .....           | 16 |
| 图 18 中国重汽当前评级给予期间走势 .....           | 16 |

## 表

|                                         |   |
|-----------------------------------------|---|
| 表 1 重点 A 股上市乘用车公司 08 年 12 月份销售情况 (辆) .. | 6 |
|-----------------------------------------|---|

---

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 表 2 重点 A 股上市乘用车公司 08 年四季度销售情况 (辆) .... | 7  |
| 表 3 主要商用车企业 08 年 12 月份和四季度销售情况 (辆) ..  | 8  |
| 表 4 主要发动机企业 08 年 12 月份和四季度销售情况 (台) ..  | 8  |
| 表 5 09 年年度投资策略重点推荐公司股票历史表现.....        | 16 |

## 一、需求增速 08 年大幅下滑，但 12 月略有改善

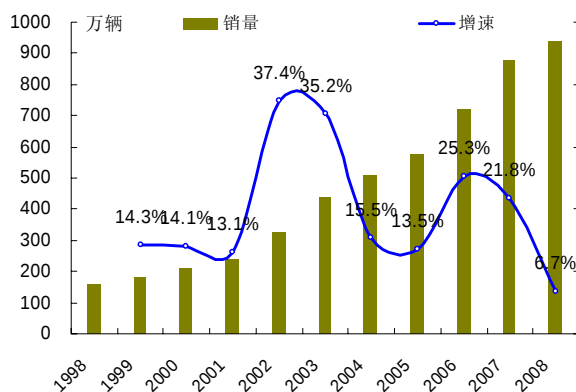
### 1、销量增速 08 年大幅下滑，但 12 月略有改善

受宏观经济影响，08 年尤其是 08 年下半年以来国内汽车销售一路走低，全年仅实现汽车销量 938.1 万辆，大幅低于年初行业所预计的 1000 万辆的目标。销量同比增长 6.7%，增速创下十年以来新低，略低于我们之前的预期。

08 年 12 月单月国内汽车销量为 74.2 万辆，较上年同期同比减少 11.6%，较 11 月份环比增长 8.2%。相对于 11 月份汽车销量同比减少 14.5% 的情况，同比增速略有改善。12 月份销量改善主要得益于燃油税改革方案确定和成品油价调低，以及部分汽车厂商年底冲量所致。但购置税改革即将出台的预期又造成一部分需求延迟释放，对 12 月份销量产生一定的负面作用，但也将对 1 月 20 日购置税改革生效之后的汽车销量产生一定的促进作用。

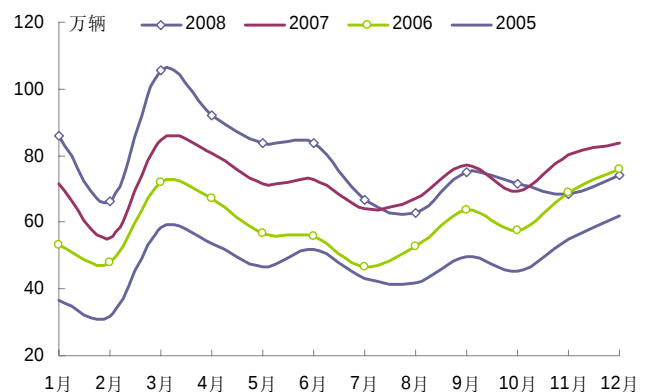
12 月份乘用车需求继续大幅好于商用车，乘用车单月销量同比减少 8.0%，而商用车单月销量同比减少 23.0%，同比增速相差 15 个百分点，商用车中重卡销量下滑相对更为严重，与我们之前的判断一致。基于乘用车的个人消费概念、首次购买比重较高以及政策推动作用更为明显等因素，我们再次重申 09 年乘用车销售好于商用车的观点，尤其是 08 年上半年商用车销量增速较快带来的高基数效应，将导致 09 年上半年商用车需求相对低迷。

图 1 08 年汽车年度销量增速大幅减缓



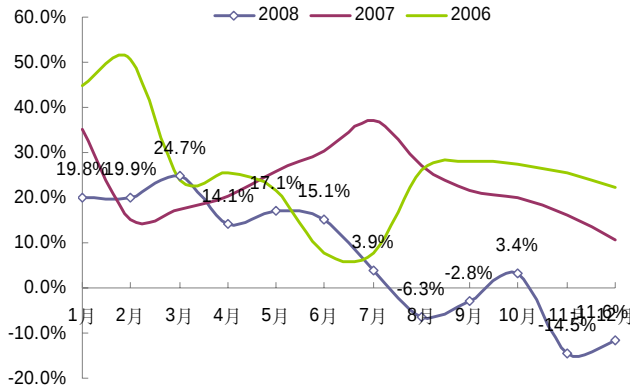
数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 2 汽车月度销量略有改善



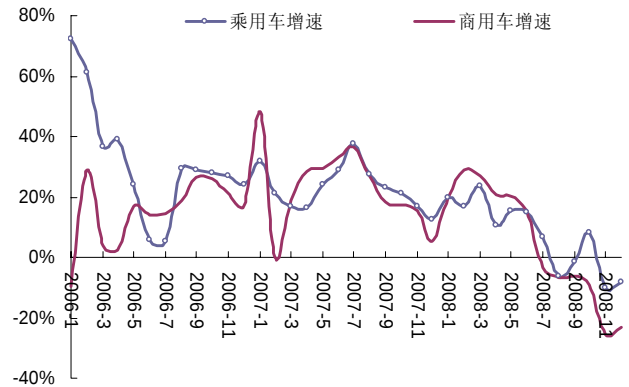
数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 3 汽车月度销量同比增速小幅提高



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 4 乘用车销量增速仍大幅高于商用车



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

09 年 GDP 增速的进一步放缓将使得汽车消费进一步下滑，但燃油税改革、购置税减征以及成品油降价等政策利好因素将对国内汽车消费正向推动。我们小幅调高 09 年汽车销量预测，预计全年增速为 6%，其中乘用车销量增速为 8%，商用车销量增速为 2%，且销量增速呈现前低后高的局面。

## 2、重点乘用车公司一汽轿车销售领跑

12 月单月，乘用车上市公司中一汽轿车销售表现继续保持最佳，单月销量同比增长 40.1%。尤其是马自达 6 销量再创佳绩，达到近 6900 辆的水平。从季度和年度来看一汽轿车销售表现也最好（剔除福田汽车低基数下的高增长），08 年全年销量和四季度销量分别同比增长 48.8%和 23.3%。我们重申一汽轿车 08、09 和 10 年车型呈现 2、4 和 6 款的连续增长格局，销售收入和业绩增长大幅领先行业水平的观点。09 年其主力车型马自达 6 睿智和奔腾 B50 将陆续在 3 月份和 6 月份开始销售，下半年销量将再创佳绩。

12 月单月一汽夏利销售表现其次，其本部小排量车受益于燃油税改革，单月销量增长较快。拥有 30%权益的一汽丰田在 12 月单月市场表现欠佳，但得益于新车卡罗拉的引入，08 年全年销售增速仍然较快。随着政策对小排量车的倾斜，预计 09 年一汽夏利本部和一汽丰田销量都将好于行业平均水平，上市公司基本面期待改善。

长丰汽车在 12 月单月和 08 年四季度销售均相对稳定，其 SUV 车型得益于成品油价降低需求略有好转，同时公司在 09 年内将陆续推出新车型，销售前景逐渐看好。

上海汽车 12 月销量相对下滑较多，尤其是贡献主要利润来源的

上海通用销量更是下滑 41.4%，但我们同时注意到上海通用汽车在 07 年 12 月份的单月销售冲量行为，因此 08 年 12 月份实际销售应大幅好于统计数据。我们同时注意到上海汽车业绩虽然短期将继续下滑，但其合资公司上海大众主力车型帕萨特即将改款，上海通用新君威新款已经成功推出，同时将推出主力车型雪佛兰克鲁兹、新一代君越以及后续的多款中高级主力车型，其旗下五菱汽车也受益于政策推动小排量汽车和农村市场消费，市场份额将进一步提高。**我们判断上海汽车业绩将在 09 年和 10 年持续向好，我们将等待双龙事件短期影响因素消除之后伺机调升其股票评级。**

长安汽车 08 年 12 月和四季度市场表现均为最差，旗下合资公司销售也大幅降低，我们判断其 08 年四季度业绩在乘用车公司中将表现最差。公司旗下合资公司长安福特马自达即将推出新款小车嘉年华，销量表现期待改善。但因为小车毛利率较低，09 年业绩改善幅度有限。

对于福田汽车和江淮汽车两家以商用车为主的公司，乘用车市场销售相对较好。其中福田汽车因为基数低而增速较快，但其乘用车业务在中期内难以贡献业绩。江淮汽车乘用车业务占比已经较高，新车型同悦 08 年 10 月份上市，12 月份单月销量超过 2000 辆，市场表现相对较好。但瑞风和宾悦等毛利率较高车型表现欠佳，公司业绩在短期内不容乐观。

表 1 重点 A 股上市乘用车公司 08 年 12 月份销售情况 (辆)

| 上市公司        | 关联企业        | 股权占比        | 12 月完成       | 月度同比         | 月度环比         | 08 年累计        | 累计同比         |
|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| 长安汽车        | 长安福特马自达     | 50%         | 17148        | -36.5%       | 39.3%        | 204674        | -6.0%        |
|             | 长安铃木        | 51%         | 6810         | -44.5%       | -34.2%       | 124123        | 14.7%        |
|             | 长安汽车        | 100%        | 10350        | -57.3%       | -46.1%       | 265681        | -9.7%        |
|             | 南京长安        | 73.54%      | 3045         | -12.5%       | -34.4%       | 46354         | 55.4%        |
|             | 江西江铃        | 50%         | 762          | -57.3%       | -9.2%        | 10866         | -33.4%       |
|             | <b>加权合计</b> |             | 25017        | -47.3%       | -27.4%       | 470842        | -3.6%        |
| 上海汽车        | 上海大众        | 50%         | 47150        | -4.4%        | 20.8%        | 490087        | 7.4%         |
|             | 上海股份        | 100%        | 2863         | 51.2%        | 6.4%         | 26007         | 57.2%        |
|             | 南汽集团        | 100%        | 1148         | -2.2%        | 24.5%        | 10450         | -46.9%       |
|             | 上海通用        | 50%         | 40139        | -41.4%       | 40.1%        | 444756        | -10.2%       |
|             | 上汽通用五菱      | 50.10%      | 50597        | 22.3%        | 1.3%         | 586036        | 18.0%        |
|             | <b>加权合计</b> |             | 73005        | -11.7%       | 16.8%        | 797483        | 4.8%         |
| 一汽夏利        | 天津一汽        | 100%        | 16286        | 22.3%        | 40.8%        | 176638        | -2.0%        |
|             | 一汽丰田        | 30%         | 26981        | -24.0%       | 10.8%        | 366045        | 29.5%        |
|             | <b>加权合计</b> |             | 24380        | 1.7%         | 29.2%        | 286452        | 8.1%         |
| <b>一汽轿车</b> | <b>一汽轿车</b> | <b>100%</b> | <b>11027</b> | <b>40.1%</b> | <b>30.3%</b> | <b>119812</b> | <b>48.8%</b> |
| 长丰汽车        | 长丰汽车        | 100%        | 3006         | -1.9%        | 76.6%        | 26886         | 4.4%         |

|      |      |      |      |       |       |       |        |
|------|------|------|------|-------|-------|-------|--------|
| 福田汽车 | 福田汽车 | 100% | 212  | 91.0% | 14.0% | 3645  | 112.3% |
| 江淮汽车 | 江淮汽车 | 100% | 5221 | 34.3% | 14.6% | 58237 | 21.0%  |

数据来源：中国汽车工业协会

表 2 重点 A 股上市乘用车公司 08 年四季度销售情况（辆）

| 上市公司 | 关联企业    | 股权占比   | 08 年第四季完成 | 上年同期完成 | 同比增速   |
|------|---------|--------|-----------|--------|--------|
| 长安汽车 | 长安福特马自达 | 50%    | 44634     | 67282  | -33.7% |
|      | 长安铃木    | 51%    | 23690     | 33003  | -28.2% |
|      | 长安汽车    | 100%   | 48240     | 74090  | -34.9% |
|      | 南京长安    | 73.54% | 12076     | 12285  | -1.7%  |
|      | 江西江铃    | 50%    | 1872      | 4309   | -56.6% |
|      | 加权合计    |        | 92456     | 135751 | -31.9% |
| 上海汽车 | 上海大众    | 50%    | 119482    | 121955 | -2.0%  |
|      | 上海股份    | 100%   | 9060      | 3698   | 145.0% |
|      | 南汽集团    | 100%   | 3321      | 4506   | -26.3% |
|      | 上海通用    | 50%    | 100647    | 148808 | -32.4% |
|      | 上汽通用五菱  | 50.10% | 145001    | 124774 | 16.2%  |
|      | 加权合计    |        | 195091    | 206097 | -5.3%  |
| 一汽夏利 | 天津一汽    | 100%   | 42466     | 43035  | -1.3%  |
|      | 一汽丰田    | 30%    | 82581     | 94495  | -12.6% |
|      | 加权合计    |        | 67240     | 71384  | -5.8%  |
| 一汽轿车 | 一汽轿车    | 100%   | 29328     | 23788  | 23.3%  |
| 长丰汽车 | 长丰汽车    | 100%   | 6991      | 7422   | -5.8%  |
| 福田汽车 | 福田汽车    | 100%   | 656       | 548    | 19.7%  |
| 江淮汽车 | 江淮汽车    | 100%   | 13862     | 12294  | 12.8%  |

数据来源：中国汽车工业协会

### 3、龙头商用车企业相对表现更好

商用车方面重汽集团和金龙集团相对表现较好。重汽集团在 08 年 12 月和四季度表现均超越重卡子行业平均水平，龙头优势确保其在行业下滑时期表现相对较为稳定。因为 08 年四季度销量绝对同比下滑量仍达 21.0%，上市公司四季度业绩存在一定压力。随着原材料成本降低带来的毛利率提升，公司 09 年业绩将开始向好。

金龙汽车在 08 年 12 月份和四季度也表现相对较好，三条金龙整合可能促使其在 09 年客车市场表现仍相对突出。但需注意到下述统计数据未包含出口，因为国际宏观经济原因，公司占比较大的出口业务下滑可能超出预期。此外，宇通客车在四季度市场需求也开始适度恢复，但公司同样面临出口下滑风险。

表 3 主要商用车企业 08 年 12 月份和四季度销售情况（辆）

| 关联企业           | 12 月<br>完成 | 月度<br>同比 | 月度<br>环比 | 08 年<br>四季 | 季度<br>同比 | 08 年<br>累计 | 累计<br>同比 |
|----------------|------------|----------|----------|------------|----------|------------|----------|
| 安徽江淮汽车集团       | 9412       | -39.2%   | -3.5%    | 34204      | -31.5%   | 207585     | -0.3%    |
| 中国重型汽车集团       | 6762       | -1.3%    | 22.2%    | 17602      | -21.0%   | 112017     | 11.3%    |
| 厦门金龙汽车集团股份有限公司 | 4239       | 87.6%    | 46.9%    | 9666       | 96.6%    | 36711      | 83.0%    |
| 郑州宇通集团有限责任公司   | 3088       | 3.7%     | 76.9%    | 6761       | 20.8%    | 22220      | 19.5%    |
| 陕西汽车集团有限责任公司   | 2189       | -62.9%   | -7.8%    | 8118       | -52.4%   | 75228      | 10.5%    |
| 包头北奔重型汽车有限公司   | 1455       | 0.0%     | 42.8%    | 4122       | 85.8%    | 25038      | 66.2%    |
| 丹东黄海汽车有限责任公司   | 1403       | -47.6%   | 3.0%     | 4152       | -38.2%   | 20574      | -7.4%    |
| 中通客车控股股份有限公司   | 513        | 31.5%    | 246.6%   | 909        | 7.4%     | 4007       | 71.2%    |
| 江苏亚星客车集团有限公司   | 301        | -32.2%   | -2.6%    | 779        | -8.2%    | 3418       | -9.7%    |

数据来源：中国汽车工业协会

潍柴动力 08 年 12 月单月和四季度销售均大幅下滑，分别下滑达 88.2%和 50.2%，其销售下滑程度超出预期，08 年四季度业绩不容乐观。但随着原材料成本下降带来的毛利率提升，公司 09 年业绩将开始向好。

表 4 主要发动机企业 08 年 12 月份和四季度销售情况（台）

| 关联企业             | 12 月<br>完成 | 月度<br>同比 | 月度<br>环比 | 08 年<br>四季 | 季度<br>同比 | 08 年<br>累计 | 累计<br>同比 |
|------------------|------------|----------|----------|------------|----------|------------|----------|
| 广西玉柴机器集团有限公司     | 29452      | -27.4%   | 11.2%    | 85517      | -35.0%   | 550148     | 9.1%     |
| 哈尔滨东安汽车发动机制造有限公司 | 13361      | -40.1%   | -17.4%   | 56911      | -17.9%   | 330321     | 18.1%    |
| 潍柴控股集团有限公司       | 1574       | -88.2%   | -75.3%   | 17581      | -50.2%   | 205986     | 22.2%    |
| 昆明云内动力股份有限公司     | 12154      | -36.6%   | 16.0%    | 35217      | -24.5%   | 193105     | -14%     |

数据来源：中国汽车工业协会

## 二、产业振兴规划推动行业基本面改善

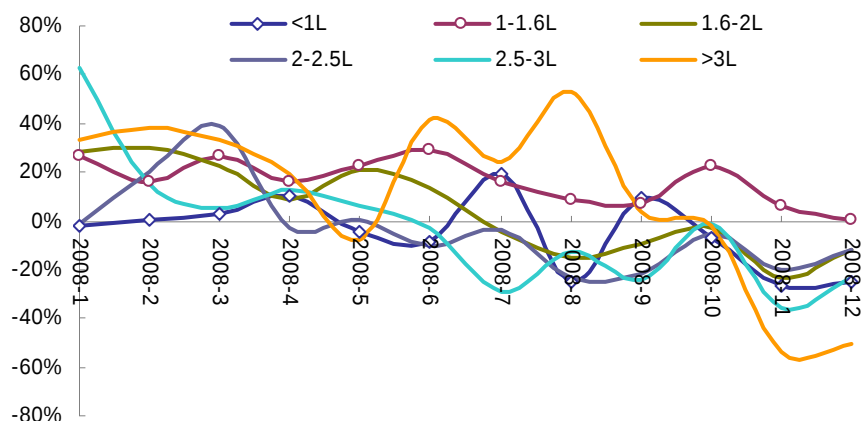
### 1、政策利好推动汽车消费

继 08 年 12 月消费税取代养路费以及成品油价格降低等行业利好政策之后，1 月 14 日国务院常务会议又原则通过汽车产业振兴规划。提出培育汽车消费市场，减征小排量汽车购置税，并扶持和补贴农用车消费，同时支持行业兼并重组、自主创新、技术改造、新能源汽车和自主品牌发展。

小排量乘用车消费将继续保持较快增长。从 08 年以来，因为国内成品油价提升以及消费税改革，国内小排量车销量增速较为稳定

(下图), 尤其是 1-1.6 升排量汽车销量始终保持了同比正增长, 且 12 月份增速下滑也部分由于购置税改革观望情绪造成。此次振兴规划将使得这一趋势进一步延续, 小排量汽车尤其是 1-1.6 升排量汽车销量增速将继续表现最好且保持稳定, 但 1.0 升以下排量汽车因为在当前技术下难以满足各种使用需求, 估计销售表现难以大幅改观。

图 5 1-1.6 升排量乘用车销量增速最为稳定



数据来源: 中国汽车工业协会 上海证券研究所

对农用车置换补贴政策惠及的车型包括轻型、微型货车以及交叉型乘用车。估算 09 年每辆车可能得到的财政补贴约为 2400 元, 约占销售价格的 2%到 5%。此次规划内容将预示政府对农村市场汽车消费的扶持, 汽车的农村消费市场将开始正式启动。随着农村消费市场的打开, 我们前期坚持的中国国内汽车消费在短期低迷之后继续 10 年高速增长判断将更具说服力。

鉴于小排量轿车、轻型、微型货车以及交叉型乘用车需求受到政策拉动, 我们对 09 年汽车销量预测进行适度调高, 预计 09 年汽车整体销量增速为 6%, 其中乘用车销量增速为 8%, 商用车销量增速维持 2%。

## 2、汽车市场价格竞争压力降低

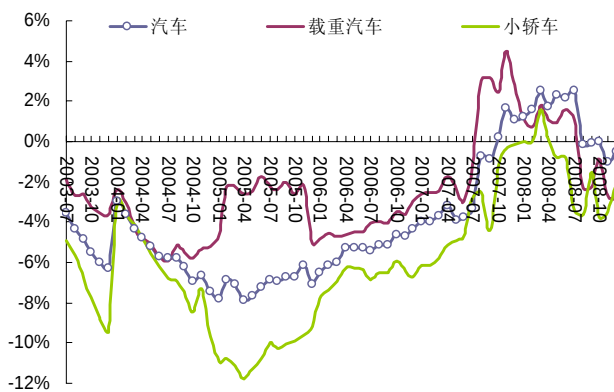
此次振兴规划降低了小排量乘用车 5%的购置总体成本, 降低轻型货车、微型货车以及交叉型乘用车 2%-5%的购置总体成本, 相关车型终端销售价格竞争压力将大幅降低。我们注意到在 04 年、05 年的上一轮行业低谷, 汽车价格竞争激烈(下图), 价格分别比上年降低了 5%和 7%。在 08 年下半年销售下滑影响下, 厂家开始价格竞争, 11 月和 12 月份价格平均同比降低接近 1%, 其中小轿车和载重

汽车降价幅度更是接近 3%。

09 年汽车销售压力仍然较大，汽车价格竞争可能进一步加大，影响到行业公司的毛利率和利润。而此次振兴规划将降低上述车型总体购置成本，09 年的行业价格竞争，尤其是上述车型价格竞争压力将大幅降低，相关公司毛利率和业绩将得以更快回升。

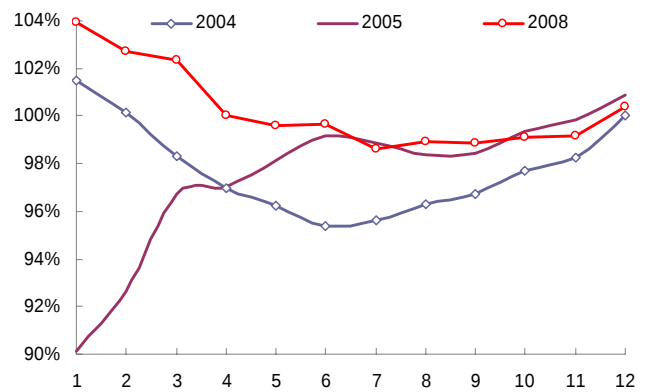
此外，我们也注意到汽车行业累计产销率继续上升，08 年截止到 12 月份产销率超过 100%，行业公司库存压力继续降低，这也将大幅降低 09 年行业产品价格竞争压力。

图 6 汽车价格战尤其是小排量汽车价格战将提前终结



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 7 汽车行业 12 月份产销率继续上升，超过 100%



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

### 3、扶持产业重组、新能源技术和自主品牌发展

此外，规划中还提到支持汽车企业兼并重组，支持技术创新和新能源技术发展，支持自主品牌的发展。我们判断后续政策将对自主品牌、自主创新以及新能源汽车的相关企业进行扶持。国内公司自主品牌和自主创新正在大规模铺开，将受到政策扶持的较大推动。

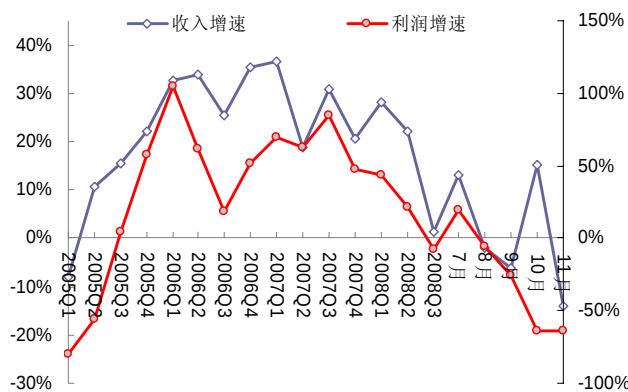
对于新能源技术来说，我们判断新能源公交客车需求主要来自各级政府相关公司，将受到政策更大推动，在 2 年左右的时间可能将对相关公司产生实际收益。而新能源乘用车仅处于初步发展阶段，产业化和产生实际业绩仍有待时日（我们将在后续报告中进行专题论述）。扶持技术创新、新能源技术以及兼并重组对行业发展将产生积极引导作用，汽车行业发展将长期收益。

### 三、行业基本面探底完成，期待好转

#### 1、行业重点工业企业利润虽继续大幅下滑，但即将回升

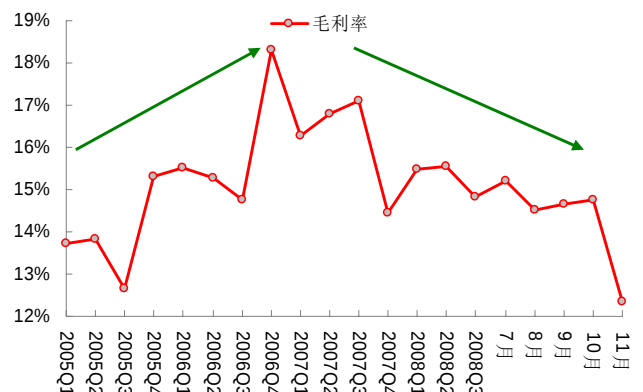
根据汽车工业协会公布的行业重点工业企业业绩数据(下图)，重点工业企业 11 月份收入同比下滑 13.9%，利润同比下滑 64.3%，利润下滑幅度基本和 10 月份相当，完全符合我们上次月度行业投资策略的预期。从毛利率角度来看，因为 11 月单月汽车价格同比下滑相对较大，尤其是小轿车价格同比下滑达到 3.5%，而原材料价格降低带来的毛利率回升因为时滞原因尚未充分显现，重点工业企业毛利率大幅降低，比 10 月份降低 2.5 个百分点，达到 12.3% 的近年低点。

图 8 行业重点企业 11 月份利润继续同比大幅减少



数据来源：汽车工业协会 上海证券研究所

图 9 行业重点企业 11 月份毛利率大幅下滑



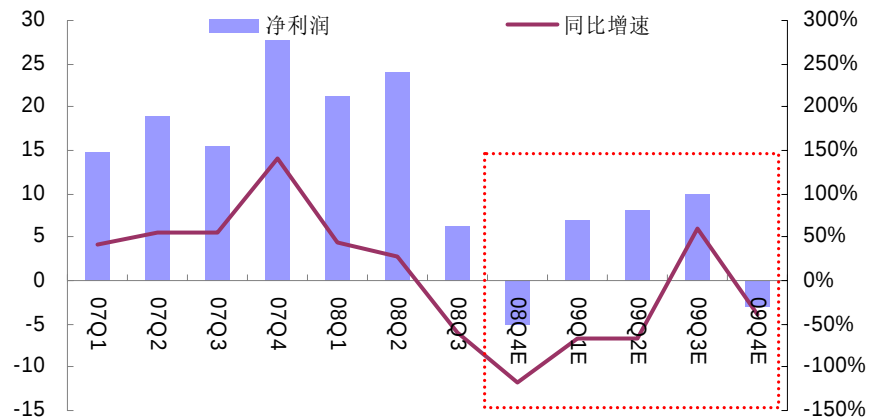
数据来源：汽车工业协会 上海证券研究所

12 月份国内汽车销量略有恢复，汽车价格水平基本持平，小轿车价格同比下滑幅度缩小至 2.1% (图 6)，原材料价格降低带来的毛利率改善逐步显现，我们判断行业重点工业企业效益数据将有所好转。而从 09 年开始，行业公司更是重新制定了周期底部的新计划，调低销量预期，积极面对挑战，加上原材料价格处于低位带来的毛利率改善，行业公司业绩将逐步向好。我们判断从 08 年 12 月份起，行业重点工业企业单月利润环比将开始增长，同比增速将开始提升，但预计利润同比降低的态势仍将维持到 09 年年中。此外，从季度效益角度来看，考虑到 12 月份的适度改善，我们预计 08 年四季度行业重点工业企业业绩同比下滑在 50% 左右，从 09 年一季度开始业绩也将随销售改善和原材料价格降低而环比改善。

## 2、行业上市公司四季度业绩或是周期底部

在 09 年行业年度投资策略中我们已经指出,因为宏观经济影响,预计行业可比 45 家上市公司四季度业绩同比大幅减少甚至亏损,业绩同比下滑的态势将贯穿 08 年三季度到 09 年二季度的四个季度(下图)。

图 10 可比上市公司业绩将从今年一季度开始改善



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

我们根据最新的汽车行业重点工业企业效益数据以及已经公布业绩快报的部分上市公司的表现对这一结论进行细化调整。

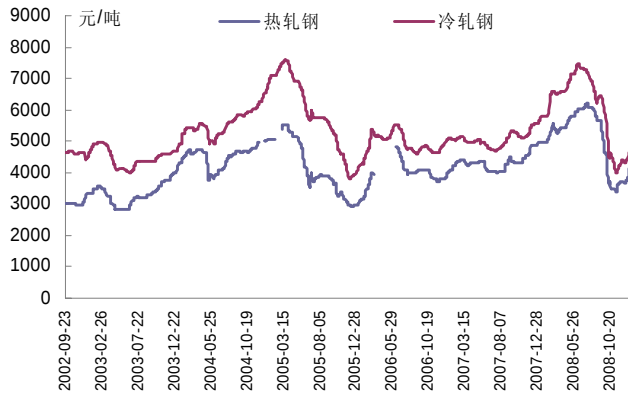
45 家可比上市公司 08 年三季度业绩同比下滑 59.6%，而行业重点工业企业 08 年三季度业绩下滑仅为 7.2%。如果按照行业重点工业企业 08 年四季度业绩下滑 50% 直接推算，则 45 家可比上市公司 08 年四季度业绩同比下滑幅度超过 100%。

从 06 年到 08 年按季度统计的数据来看，行业可比上市公司平均业绩增速较行业重点工业企业平均业绩增速低出 20 个百分点以上，原因在于较多盈利能力较强的合资企业未进入上市公司，这也导致在目前的行业周期底部，上市公司业绩下滑更为严重。同时考虑到 45 家可比上市公司历年四季度业绩均因为审计和资产减值等因素在年内表现最差，我们更倾向于 45 家可比上市公司 08 年四季度业绩亏损的判断。实际上汽车行业内各家上市公司近期纷纷对 08 年业绩进行调整，大部分企业 08 年业绩大幅下滑甚至于亏损，向下超出此前市场普遍预期，也从另一个方面证实了我们的判断。

从季度角度来看，我们判断上市公司 08 年四季度业绩将会是本轮周期调整的低谷。随着政策扶持对汽车消费的拉动和对价格竞争压力的缓解，同时原材料价格降低对毛利率提升作用开始显现，以及部分上市公司对 08 年高价格原材料库存的消耗和计提，我们判断从今

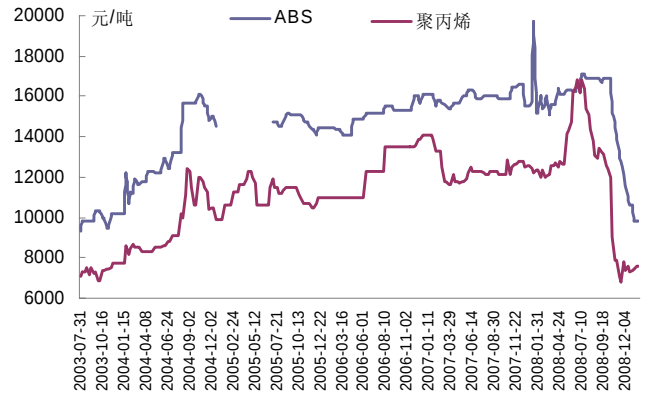
年一季度开始 45 家可比上市公司单季度将恢复盈利且逐步改善，实现环比增长。考虑到 08 年一季度和二季度基数仍较高，预计 09 年一季度和二季度业绩仍将同比减少，三季度有望实现同比正增长。

图 11 国内钢材价格降至低位



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 12 国内汽车用工程塑料价格降至低位



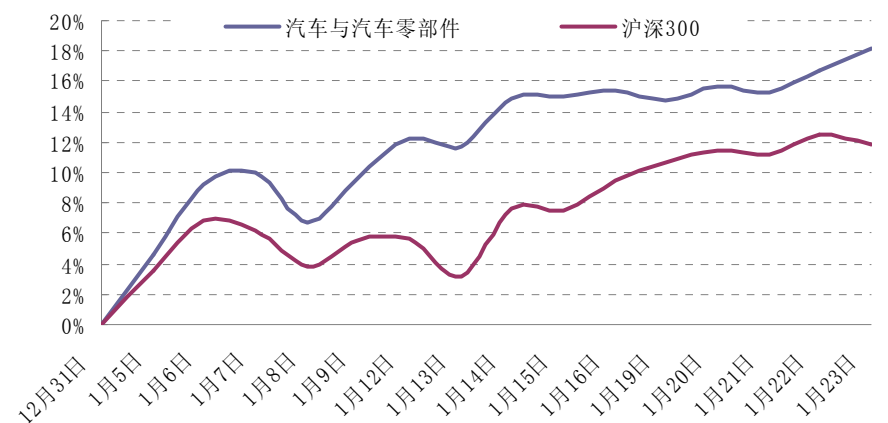
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 四、1 月份汽车行业股票走势强于大盘

### 1、汽车行业股票走势强于大盘

1 月份汽车行业股票整体走势强于大盘，沪深 300 指数本月上涨 11.8%，汽车与汽车零部件行业指数本月上涨 18.1%，涨幅高出沪深 300 指数 5.3 个百分点。本月行业指数跑赢沪深 300 的主要原因在于行业振兴规划政策对二级市场的带动，同时振兴规划也将推动行业基本面更快复苏。

图 13 1 月份行业指数走势强于大盘



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

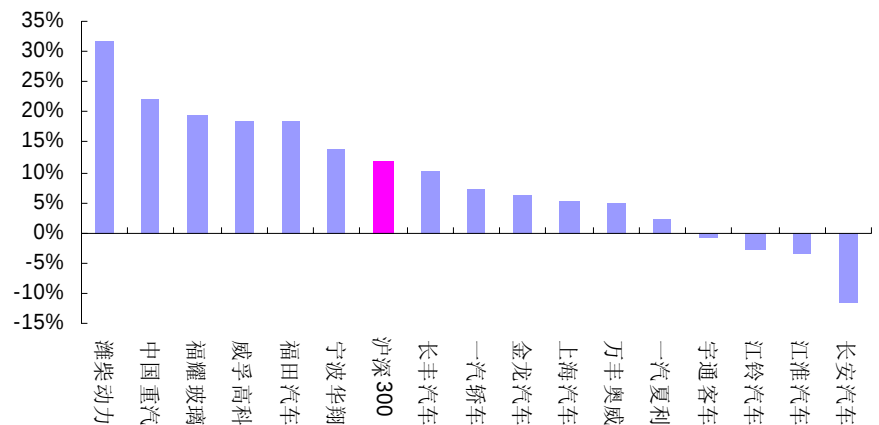
目前汽车行业 07 年市盈率约为 15.4 倍，08 年市盈率约为 14.0 倍，07 年市盈率略低于沪深 300，而 08 年市盈率略高于沪深 300，此估值尚处于合理区间。

## 2、行业重点上市公司仅小部分跑赢大盘

1 月份行业重点上市公司仅有小部分跑赢大盘，主要因为重点上市公司业绩相对稳健，而行业内其余上市公司业绩相对较差，股价受行业振兴规划概念推动更为明显。

我们 09 年重点推荐的四个股票除一汽轿车外，潍柴动力、福田汽车和中国重汽仍跑赢大盘较多。其中潍柴动力和中国重汽除受到汽车行业振兴规划推动之外，还受到装备制造业振兴规划推动，福田汽车受行业振兴规划中农用车政策推动较大。一汽轿车因为主力车型并未在此次振兴规划的 1.6 升及以下小排量车型范围之内，受政策推动小于之前预期，略为跑输沪深 300 指数。

图 14 行业重点上市公司仅小部分跑赢大盘



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

## 五、09 年 2 月份行业评级、策略及重点股票

### 1、行业评级和投资策略

#### ■ 维持汽车行业“中性”评级。

12 月份汽车销售适度改善，政策利好频出推动汽车消费需求，降低行业价格竞争压力，同时确保行业长期有序的发展。从行业重点工业企业和行业上市公司基本面来看，08 年四季度业绩可能已经处

于最底部，基本面从今年一季度开始期待环比改善。

虽然行业上市公司一季度业绩向好，但考虑到 08 年业绩快报和年报公布的四季度业绩很可能低于市场普遍预期，行业上市公司二级市场股价仍存在较大的向下调整风险。因此，在目前阶段我们暂不提升行业评级，继续维持汽车行业未来十二个月内“中性”评级，建议等待调整机会。

## 2、一汽轿车估值优势更为明显

我们重申 09 年收入成长确定性高和毛利率回升确定性高两条投资主线，依次推荐一汽轿车、潍柴动力、福田汽车和中国重汽。

其中一汽轿车 08 年业绩快报基本符合我们之前的预期，但超出市场普遍预期，在行业其他公司业绩纷纷向下超出市场普遍预期的情况下，估值优势更加突出。再次重申我们与市场不同的观点：我们认为一汽轿车因为新车型不断引入带来的业绩快速增长确定性高是其股价超额收益的主要保证，同时我们维持 09 年每股收益 0.88 元的预测。

而潍柴动力因为四季度销售下滑相对较大，四季度业绩不容乐观，且上月股价受政策推动涨幅较大，短期需注意四季度业绩低于预期带来的风险。

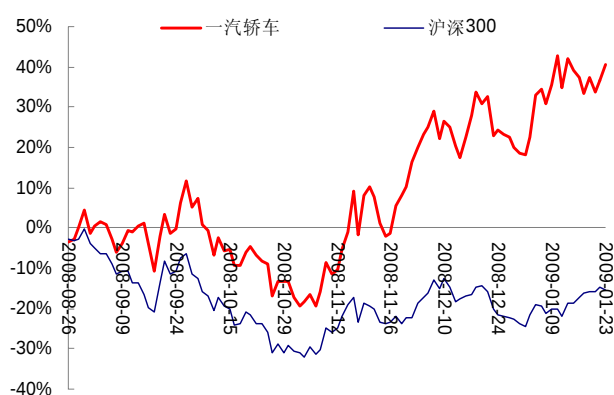
附件:

表 5 09 年年度投资策略重点推荐公司股票历史表现

| 股票代码   | 简称   | 给予评级 | 此评级<br>给予首日 | 首日股价  | 最新股价  | 期间<br>涨跌幅 | 跑赢<br>沪深 300 |
|--------|------|------|-------------|-------|-------|-----------|--------------|
| 000800 | 一汽轿车 | 超强大市 | 20080825    | 6.08  | 8.55  | 40.63%    | 55.95%       |
| 000338 | 潍柴动力 | 跑赢大市 | 20081028    | 15.58 | 25.83 | 65.80%    | 46.64%       |
| 600166 | 福田汽车 | 跑赢大市 | 20081111    | 3.69  | 6.27  | 76.32%    | 62.21%       |
| 000951 | 中国重汽 | 跑赢大市 | 20080828    | 16.28 | 17.02 | 4.55%     | 17.53%       |

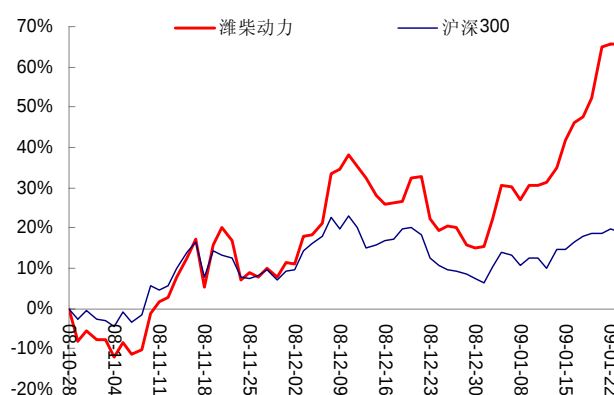
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所; 目前股价数据为 2009 年 1 月 23 日收盘价

图 15 一汽轿车当前评级给予期间走势



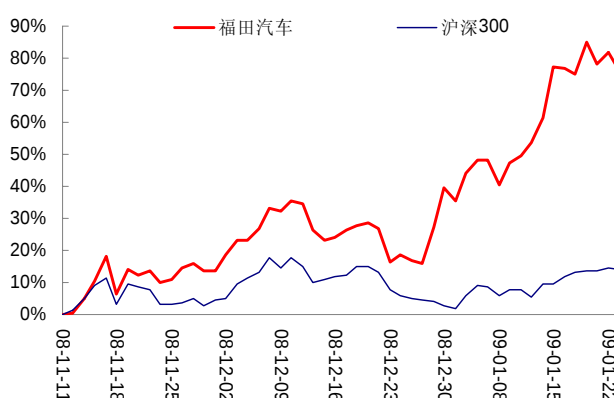
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 16 潍柴动力当前评级给予期间走势



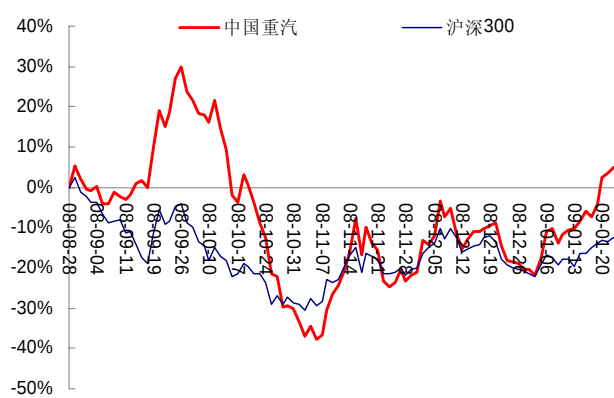
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 17 福田汽车当前评级给予期间走势



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 18 中国重汽当前评级给予期间走势



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

## 分析师承诺

分析师 郭昌盛，杨胜

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |                     | 定义                        |
|------|---------------------|---------------------------|
| 超强大市 | <b>Superperform</b> | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 跑赢大市 | <b>Outperform</b>   | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 大市同步 | <b>In-Line</b>      | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 落后大市 | <b>Underperform</b> | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |                   | 定义                            |
|------|-------------------|-------------------------------|
| 有吸引力 | <b>Attractive</b> | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | <b>Neutral</b>    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 谨慎   | <b>Cautious</b>   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。