

汽车整车

陈光明

0755-82026708

chengguangming@cjis.cn

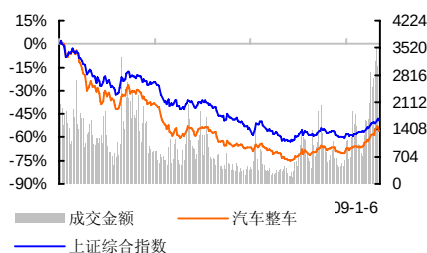
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	22
总市值(亿元)	1589
占 A 股比例(%)	0.95%
平均市盈率(倍)	15.8

行业表现

(%)	1M	3M	6M
汽车整车	29.79	36.33	18.37
上证综合指数	18.68	14.23	-5.35



相关报告

《汽车行业 2008 年投资策略: 超越行业周期、寻找持续增长》

《汽车行业 2008 年中期投资策略: 行业景气回落》

《汽车行业 2009 年投资策略: 估值接近底部, 静待行业复苏》

《汽车行业: 政策刺激效果显现》

汽车整车

中性

喧嚣过后重回基本面

投资要点:

- **P/B 估值回归已至合理水平, 短期内汽车股难有超额收益。**2009 年以来, 在行业振兴规划出台、1 月销售数据好于预期、汽车下乡以及新能源汽车试点等利好因素刺激下, 汽车股整体估值水平有了明显提升, P/B 由年前的 1 倍提升至 2 倍左右, 目前估值已至合理中枢, 短期内汽车股难有超额收益。
- **EPS 回升推动的第二阶段行情估计可能于 2009 年 3、4 季度开始, 主要是基于届时行业景气好转的判断。**1、从行业的绝对销量来看, 我们认为行业最差的时候可能是 2008 年 3、4 季度; 从销量增速看, 我们认为行业增速最低的时候可能是 2008 年 4 季度和 2009 年 1 季度, 但不排除政策刺激下的 1 季度销售透支了 2 季度的消费需求。分季度看, 2009 年 Q1-Q4, 行业增速预计-7%、-3%、13%和 21%。2、目前市场普遍预期国内宏观经济 2009 年下半年逐步好转, 经济的好转将使得居民对未来的收入有较好的预期, 从而对汽车消费提供支撑。
- **喧嚣过后回归基本面, 看好轿车和大中型客车的投资机会。**对于汽车行业, 由于基本不存在价格的大幅提升因素, EPS 的提升主要依赖量的增长和成本的下降。我们基于对 09 年细分行业增长的判断, 认为大中型客车和轿车销量分别有 5%和 6%的增长; 而钢价的下跌将使得大中型客车和重卡行业毛利率有 1-2%的提升。2009 年我们看好轿车和大中型客车的投资机会。建议重点关注: 宇通客车、金龙汽车、上海汽车、一汽轿车、威孚高科、江铃汽车等。

主要公司盈利预测及投资评级

股票代码	公司名称	2007EPS	2008EPS	2009EPS	2010EPS	投资评级
000581	威孚高科	0.41	0.45	0.58	0.94	强烈推荐
600066	宇通客车	0.72	0.87	0.80	0.94	强烈推荐
000550	江铃汽车	0.88	1.03	1.01	1.22	强烈推荐
600104	上海汽车	0.71	0.15	0.35	0.46	推荐
000800	一汽轿车	0.34	0.74	0.79	0.89	推荐
000927	一汽夏利	0.15	0.07	0.14	0.25	推荐
000951	中国重汽	1.71	1.38	1.09	1.34	推荐
600686	金龙汽车	0.62	0.54	0.60	0.72	推荐
000625	长安汽车	0.34	0.02	0.17	0.18	中性
600418	江淮汽车	0.27	0.12	0.18	0.22	中性

资料来源: 中投证券研究所

1、2009 年以来汽车股的炒作热点

2009 年以来，在行业振兴规划出台、1 月销售数据好于预期、汽车下乡以及新能源汽车试点等利好因素刺激下，汽车股整体估值水平有了明显提升，P/B 由年前的 1 倍提升至 2 倍左右，目前估值已至合理中枢，我们认为 P/B 估值回归推动的第一阶段行情接近尾声，短期内汽车股难有超额收益。从以上股票涨幅来看，涨幅居前的均为新能源汽车概念、汽车下乡等主题投资，而基于基本面的股票涨幅稍微落后，我们认为这种结构性的上涨将在未来几个月中发生转变。

图表 1：2009 年以来汽车股涨幅

	涨幅 (%)		涨幅 (%)
安凯客车	118.6	潍柴动力	57.0
万向钱潮	109.3	曙光股份	56.6
福田汽车	93.8	长丰汽车	55.3
一汽富维	85.2	江淮汽车	55.1
中通客车	71.3	金龙汽车	53.1
上海汽车	69.0	一汽轿车	51.7
云内动力	66.3	中国重汽	48.1
海马股份	61.8	一汽夏利	43.6
威孚高科	60.3	宇通客车	42.0
福耀玻璃	57.2	江铃汽车	37.9

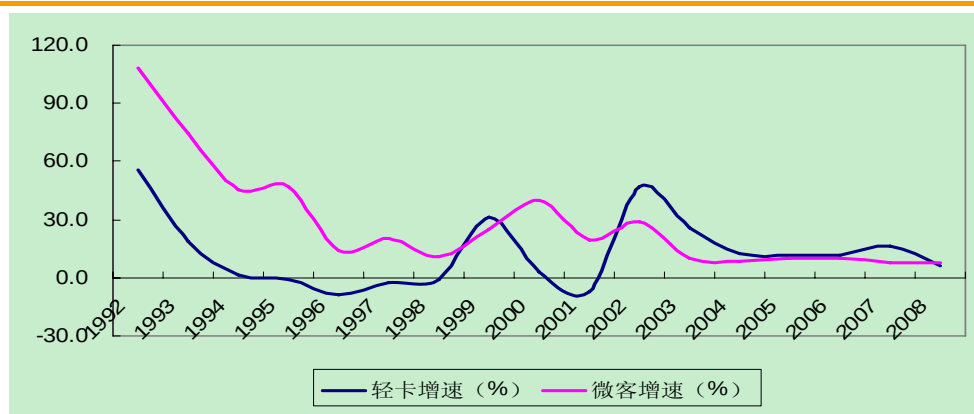
资料来源：Wind.Net，中投证券研究所

1.1 主题投资之一汽车下乡：我们认为公司受益或有限

对于国家安排 50 亿元，用于农民报废三轮及低速货车换购轻卡以及购买 1.3 升以下排量微型车，给予一次性财政补贴。2008 年轻卡和微客合计销售 220 万辆，销售额约 800 亿元。按照 1: 2 或 3 的乘数，50 亿元补贴对应 12%-18% 的新增需求。假定每辆补贴 0.5 万元，50 亿元可补贴 100 万辆，但 100 万辆非新增需求。

在 1993-1998 年经济下行周期中，轻卡年销量几无增长，微客表现良好。轻卡盈利能力较弱，净利率估计在 3% 以下。以福田汽车为例，假定公司轻卡增长 20% 合 6 万辆，单车净利 1000 元，净利新增不过 0.6 亿元，折合 EPS0.06 元。我们认为，汽车下乡对轻卡公司的业绩影响有限。

图表 2: 轻卡和微客历年销量增速



资料来源: 中汽协, 中投证券研究所

1.2 主题投资之二新能源汽车

原油储备以及开采能力的日益减少, 使得新能源成为 21 世纪乃至以后最伟大的能源革命主题。处于节能与环保的要求, 新能源汽车是汽车技术变革的长期趋势。就现有的资料表明, 从 10 年左右的中期来看, 混合动力、电动汽车、生物柴油技术应该是新能源发展主要方向。前两者主要应用于公交客车、乘用车领域, 生物柴油技术将主要应用于卡车、公路客车以及乘用车领域。从更长时期看, 燃料电池汽车是全球汽车技术发展方向。

此次国家对 13 城市试点的新能源汽车给予大额补贴使得混合动力或电动汽车短期内小规模产业化成为可能, 将率先应用于公交、出租、公务、环卫和邮政等公共服务领域。

对于新能源汽车引发的投资机会, 我们认为长期来看, 作为核心上游部件的电池、电池材料领域蕴含着较大的投资机会, 作为整车厂商其在新能源汽车制造技术上并无明显差异。在试点期内, 受试点城市地方政府扶持以及具备先发优势的相关公司短期可能受益, 比如福田汽车、安凯卡车、中通客车等。然而在全国范围内铺开或市场化后, 我们认为公司之间比拼的仍然是品牌、渠道以及售后服务等方面, 二三线公司优势弱化, 同时市场化后的单车盈利能力将明显下降。同时需要注意的是, 在整个运营周期内, 由于普通公交成本要低于新能源客车, 在除非国家持续给予大额补贴, 否则用户并无动力去消费新能源公交客车。

图表 3: 新能源客车使用经济性分析

	价格 (万元)	政府补贴 (万元)	用户购买成本 (万元)	油耗	10 万公里燃油成本 (万元)	电池成本 (万元)	8 年使用成本 (万元)	生命周期成本 (万元)
混合动力公交	120	36	84	20L	10.6	3	109	193
纯电动公交	180	50	130			6	48	178
普通公交	30		30	35L	18.6		149	179

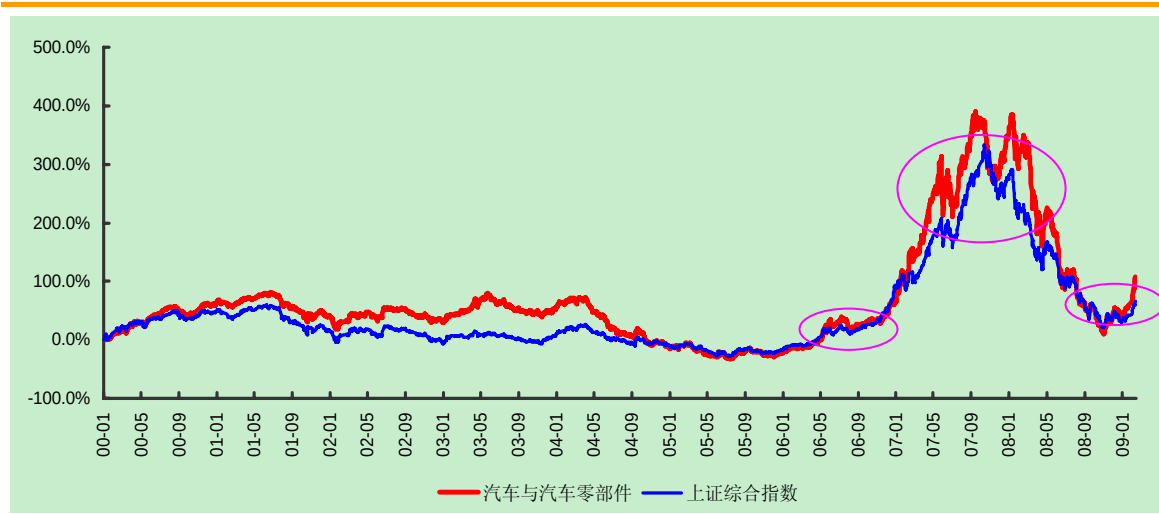
资料来源: 中投证券研究所

注: 不考虑生命周期内的维修、配件更换等成本

1.3 估值已回归至合理水平

观察过去多年来汽车股的表现，我们发现在行业由低谷至复苏到景气高点时，投资汽车股大致有两次获取超额收益的机会。一是在销量回升初期，极度悲观下的估值恢复，这主要体现为 P/B 的回归；二是行业景气确认后，EPS 回升推动估值大幅提升。我们认为前期汽车股行情为 P/B 回归推动的第一阶段行业，从目前看，汽车股 P/B 由年前的 1 倍提升至 2 倍左右，目前估值已至合理中枢，短期内难有超额收益机会。

图表 4: 大盘与汽车股指数走势对比



资料来源: Wind.Net, 中投证券研究所

图表 5: 主要汽车股历史 P/B、P/E 交易区间

	P/E				历史交易 PE 区间	P/B				历史交易 PB 区间
	07A	08E	09E	10E		07A	08E	09E	10E	
江铃汽车	13.1	11.2	11.4	9.5	7-30	2.8	2.2	2	1.7	1.2-5.5
宇通客车	17.1	14.1	15.4	13.1	10-35	4.2	3.6	3.2	2.9	1.5-6.0
中国重汽	11.2	13.9	17.6	14.3	8-40	3.4	3.1	2.5	1.9	1.8-14.0
金龙汽车	11.9	13.7	12.3	10.3	9-30	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5-6.0
江淮汽车	16.8	37.8	25.2	20.6	11-50	1.4	1.4	1.3	1.3	1.0-5.0
威孚高科	19.5	17.8	13.8	8.5	10-50	2.0	1.8	1.7	1.4	1.0-5.0
一汽轿车	32.1	14.8	13.8	12.3	8-50	2.9	2.7	2.6	2.4	0.8-5.6
上海汽车	12.7	60.1	25.7	19.6	9-50	1.9	1.8	1.6	1.4	0.8-50
一汽夏利	36.5	78.1	39.1	21.9	11-50	3.2	2.7	2.4	2.1	1.0-6.0
长安汽车	10.8	183.5	21.6	20.4	7-50	1.6	1.5	1.4	1.4	0.9-5.0
平均	13.3	14.5	14.1	13.8	8-50	2.8	2.1	1.8	1.6	1.2-6.0

资料来源: Wind.Net, 中投证券研究所

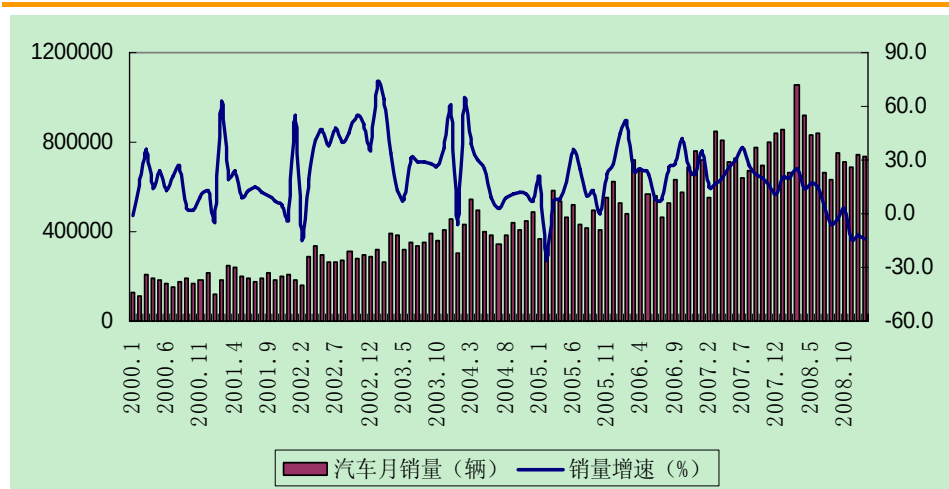
2、喧嚣过后回归基本面

对于汽车行业，由于基本不存在价格的大幅提升因素，EPS 的提升主要依赖量的增长和成本的下降。我们基于对 09 年细分行业增长的判断，认为大中型客车和轿车销量分别有 5%和 6%的增长；而钢价的下跌将使得大中型客车和重卡行业毛利率有 1-2%的提升。2009 年我们看好轿车和大中型客车的投资机会。

2.1 政策刺激，1 月销售超出预期

2009 年 1 月，国内汽车销售 73.6 万辆，同比下降 14.4%，其中轿车销售 43.1 万辆，同比下降 13.8%。由于上年同期基数较高且本期工作日较小原因，同比下滑在意料之中，但 1 月汽车整体、轿车环比分别下滑 1%、5%要好于预期。我们认为 1 月销量表现好于预期除春节前消费需求回升的传统因素外，更多地反映了年初国家出台行业振兴规划的效果开始显现。根据过往几年的春节假期前后的轿车销售数据，由于春节假期工作日较少以及节前消费习惯，通常春节假期当月销量较前一个月环比下滑 15-30%左右。而 2009 年 1 月轿车销量环比上月销量仅下滑 5%，我们认为这主要归功于行业相关扶持政策的推动。

图表 6：汽车月度销量与增长

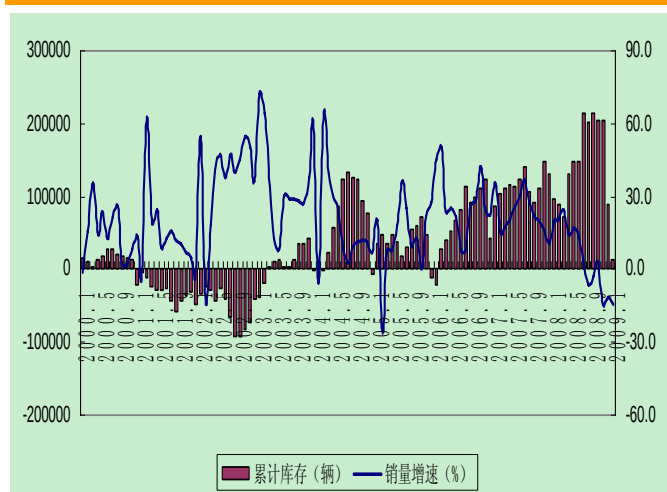


资料来源：中汽协，中投证券研究所

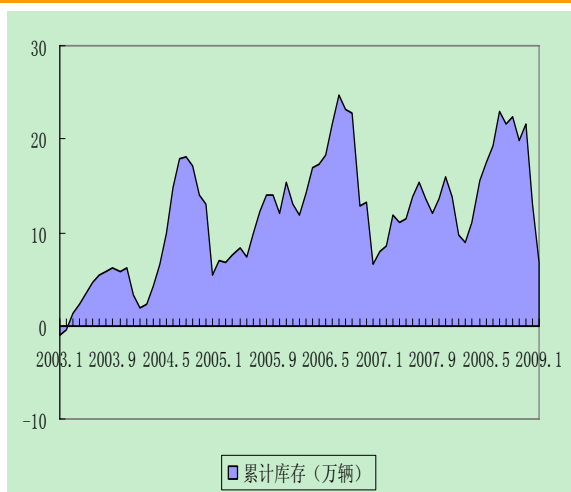
2.2 库存消化加速

面对 2008 年下半年以来汽车市场的低迷，国内汽车厂家在 08 年底采取减缓生产，加大库存消化的力度，尤其是 08 年 12 月和 09 年 1 月表现明显。目前库存已接近 05 年以来的较低水平，我们认为终端库存的降低将大大缓解汽车厂商月度出货的压力。

图表 7: 汽车累计库存 (单位: 辆)



图表 8: 轿车累计库存 (单位: 万辆)

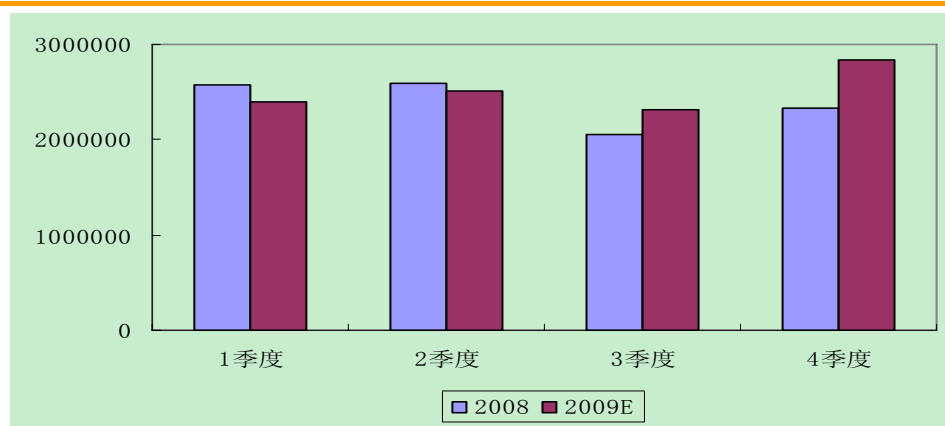


资料来源: 中汽协, 中投证券研究所

2.3 预计 1 季度销售乐观

考虑到 2008 年 2 月份因春节假期销量基数较低以及政策刺激效应的延续, 我们预计 09 年 1 季度轿车销售较为乐观, 预计销量增速同比下降 7% 左右。从绝对销量来看, 我们认为行业最差的时候可能是 2008 年 3、4 季度。从销量增速看, 我们认为行业增速最低的时候可能是 2008 年 4 季度和 2009 年 1 季度。分季度看, 2009 年 Q1-Q4, 行业增速预计-7%、-3%、13%和 21%。需要注意的是, 政策刺激下的 1 季度销售是否透支了 2、3 季度的需求仍然需要进一步的数据跟踪。

图表 9: 2009 年汽车季度销量预测 (单位: 辆)



资料来源: 中汽协, 中投证券研究所

2.4 预计全年销量增长 6%

根据历年细分行业的销售表现以及此次出台的行业振兴规划相关政策的推动, 我们预测 2009 年汽车行业销量增速约为 6%, 其中轿车、大中客和重卡增速分别约为 6%、5%和-15%。

图表 10: 2009 年细分行业销量及增速预测 (单位: 万辆)

	2007 年销量	增速 (%)	2008 销量	增速 (%)	2009E 销量	增速 (%)
重卡	49	58.6	54	10.2	46	-14.8
中卡	24	17.2	21	-12.5	17	-19
轻卡	110	16.2	117	6.4	135	15
微货	32	8.4	36	12.5	39	8.3
大客	5.2	26.6	5.7	9.6	6.6	15.8
中客	6.5	13.6	6.3	-3.1	6	-4.8
轻客	23	22.7	21	-8.7	20	-4.8
微客	99	7.6	106	7.1	122	15
轿车	473	23.5	504	6.6	535	6.2
MPV	23	18.1	20	-13	20	0
SUV	36	50.1	44	22.2	46	5
汽车行业	881	21.8	936	6.2	992	6.1

资料来源: 中汽协, 中投证券研究所

2.5 钢材成本下降缓解成本压力

钢价下跌缓解车企成本压力, 尤其是对于汽车自重较高的大中客和重卡。09 年钢价平均水平降低于 07 年, 理论上对于重卡和大中客而言, 其 09 年毛利率水平可回升至 07 年水平, 这将大幅提升其净利率水平, 尤其是净利率相对偏低的中国重汽和金龙汽车杠杆明显。然而在景气下行周期中, 尤其是重卡 09 年出现大幅下滑的背景下, 钢价下跌的好处极有可能让渡给消费者。大中客市场需求好于重卡, 我们预计 09 年其毛利率将有 1 个百分点以上的提升。

图表 11: 钢价下跌对汽车公司毛利率及净利率的影响

	06 年 毛利率	07 年 毛利率	08Q1-3 毛利率	08Q1-3 净利率	毛利率 提升	净利率理论 上提升幅度	可能的实 际影响
潍柴动力	27.7	23.6	21	8.9	2.6	21.9	0
中国重汽	13.5	12.4	9.1	3.7	3.3	66.8	0
威孚高科	23.9	22.1	19.8	6.8	2.3	25.4	0
宇通客车	18.4	18.5	14.2	6.3	4.1	48.8	11.9
金龙汽车	12.8	13.1	10.2	3.3	2.9	65.9	22.7

资料来源: Wind.Net, 中投证券研究所

3、投资机会与重点公司

喧嚣过后回归基本面, 看好轿车和大中型客车的投资机会。对于汽车行业, 由于基本不存在价格的大幅提升因素, EPS 的提升主要依赖量的增长和成本的下降。我们基于对 09 年细分行业增长的判断, 认为大中型客车和轿车销量分别有 5%和 6%的增长; 而钢价的下跌将使得大中型客车和重卡行业毛利率有 1-2%的提升。2009 年我们看好轿车和大中型客车的投资机会。投资建议和重点公司。我们建议在 1.2-1.5 倍 P/B 区间增持或买入轿车股、在 1.5-2.0 倍 P/B 区间增持或买入客车股, 以分享行业景气回升时市场给予汽车股的高估值与高溢价。重点公司: 宇通客车、金龙汽车、威孚高科、江铃汽车、一汽轿车、上海汽车、一汽夏利等。

图表 12: 主要汽车股盈利预测与评级

	2007EPS	2008EPS	2009EPS	2010EPS	2007P/E	2008P/E	2009P/E	2010P/E	评级
宇通客车	0.72	0.87	0.80	0.94	17.1	14.1	15.4	13.1	强烈推荐
威孚高科	0.41	0.45	0.58	0.94	19.5	17.8	13.8	8.5	强烈推荐
江铃汽车	0.88	1.03	1.01	1.22	13.1	11.2	11.4	9.5	强烈推荐
上海汽车	0.71	0.15	0.35	0.46	12.7	60.1	25.7	19.6	推荐
一汽轿车	0.34	0.74	0.79	0.89	32.1	14.8	13.8	12.3	推荐
金龙汽车	0.62	0.54	0.60	0.72	11.9	13.7	12.3	10.3	推荐
一汽夏利	0.15	0.07	0.14	0.25	36.5	78.1	39.1	21.9	推荐
中国重汽	1.71	1.38	1.09	1.34	11.2	13.9	17.6	14.3	推荐
长安汽车	0.34	0.02	0.17	0.18	10.8	183.5	21.6	20.4	中性
江淮汽车	0.27	0.12	0.18	0.22	16.8	37.8	25.2	20.6	中性

资料来源: Wind.Net, 中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈光明，中投证券研究所汽车行业分析师，管理学硕士，4 年行业经历，5 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司：上海汽车、长安汽车、一汽轿车、宇通客车、金龙汽车、江铃汽车、江淮汽车、潍柴动力、中国重汽、威孚高科等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434