

整车增量不增收，零部件企业受益更大

—— 2009 年二季度汽车行业投资策略报告

行业评级

中性

乘用车：减持（维持）

商用车：中性（维持）

零部件：增持（上调）

重点公司（3 月 17 日）

宇通客车	11.35 元	推荐	
	2007A	2008E	2009E
EPS	0.73	1.01	0.73
PE	15.5	11.2	15.5

福耀玻璃	6.12 元	推荐	
	2008A	2009E	2010E
EPS	0.12	0.36	0.40
PE	51.0	17.0	15.3

相关研究

《商用车销量见底，乘用车对政策刺激反应将渐趋弱——2009 年 2 月汽车行业月评》 09/02/25

《汽车下乡实施方案出台点评：低端轻卡受益最大》 09/03/15

《燃油税征收传闻点评：经济型轿车将受益》 08/11/25

地址：南京市中山东路 90 号

电话：(8625) 84457777

http://www.htsc.com.cn

行 业：汽车

研究员：陈亮

电 话：025-84457777-894

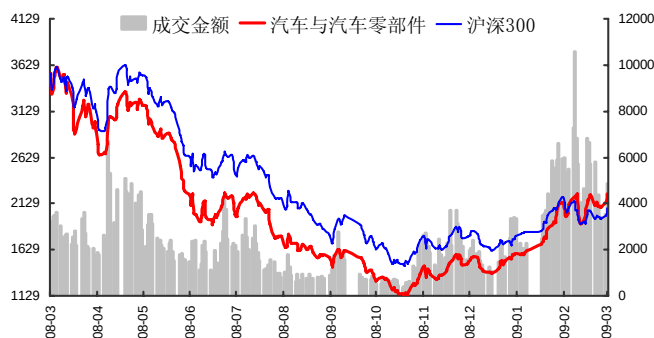
E-mail: pro7973@hotmail.com

2009 年 3 月 17 日

投资要点：

- 2009 年 1-2 月，交叉型乘用车和 1.6L 及以下排量轿车的旺销导致 1.6L 及以下排量乘用车销量同比增长 18.8%；而 1.6L 及以上排量乘用车同比仍下滑 16%，商用车销量同比下滑 7%。
- 成品油价费税改革、油价下降和购置税减免是 1.6L 及以下排量乘用车旺销的主因。
- 低端车型旺销、中高端车型销售低迷使得乘用车销量结构低端化，乘用车子行业将明显呈现增量不增收状态；给予其“减持”评级。
- 商用车 08 年下半年到 09 年 1 月份销量的迅速下滑使得商用车月度销量已经见底。2 月份后季节因素将导致商用车销量将呈现恢复性反弹，但反弹高度有限。给予商用车子行业“中性”评级。
- 前两个月汽车库存的大幅度下降将使得汽车整车产量开始上升，汽车零部件企业将会受益于此。给予汽车零部件子行业“增持”评级。

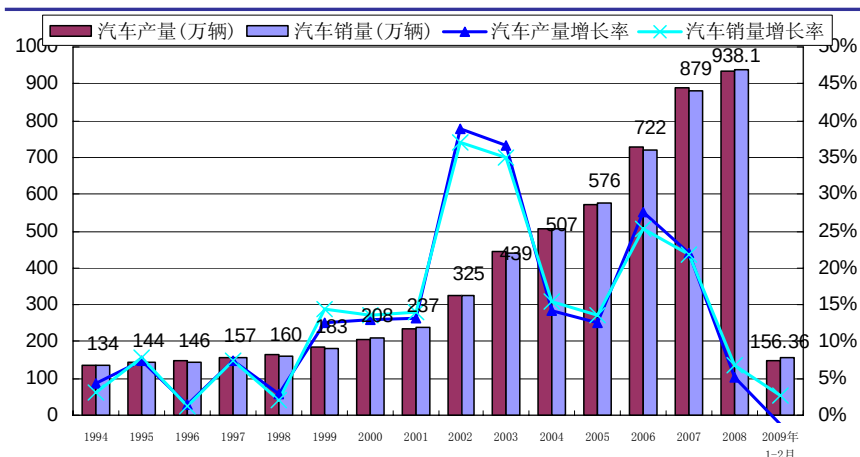
走势图



一、2009 年 1-2 月汽车销量超出预期

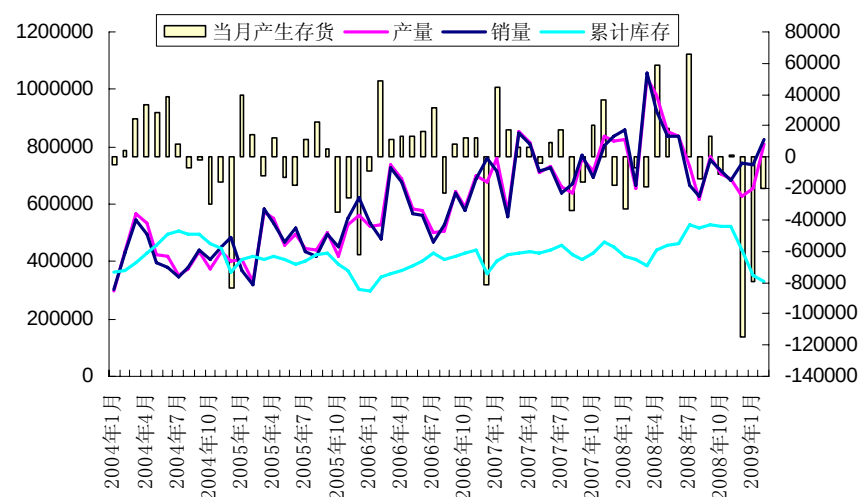
2008 年 1-2 月，我国共销售汽车 156.36 万辆，比同期增长 2.7 %。2009 年 2 月，我国汽车行业销售 82.75 万辆，摆脱了去年下半年以来的负增长状态，同比增长达 12.43 %。同时，汽车行业总体库存下降到 33.01 万辆，为近两年新低。

图表 1 1998 年以来我国汽车产销量情况



数据来源：CAAM

图表 2 2004 年我国汽车月度产销量和库存情况



数据来源：CAAM

分车型来看，2 月份交叉型乘用车和轿车延续 1 月份的增长，中卡、轻卡和微卡销量也都见底回升。1-2 月累计销量来看，交叉型乘用车和微卡表现最好，同比增幅分别为 30.8 % 和 27.5 %；SUV、中卡

和轻卡实现了同比 5% 左右的正增长；轿车累计销量和去年同期基本持平；但 MPV、大中型客车、轻型客车、重卡销量同比仍下降了 15% 以上。

图表 3 2009 年 2 月汽车分车型销量

	本月销量	去年同期销量	上月销量	同比增长	环比增长	累计同比增长
乘用车：	607299	489105	610596	24.2%	-0.5%	5.8%
基本型乘用车(轿车)	427095	357380	439168	19.5%	-2.7%	0.9%
多功能乘用车(MPV)	14634	15435	11899	-5.2%	23.0%	-18.4%
运动型多功能乘用车(SUV)	31636	28316	30212	11.7%	4.7%	5.1%
交叉型乘用车	133934	87974	129317	52.2%	3.6%	30.8%
商用车：	220251	174684	125269	26.1%	75.8%	-7.0%
大中型客车(含非完整车辆)	4286	5982	6612	-28.4%	-35.2%	-39.2%
轻型客车(含非完整车辆)	13667	14311	13407	-4.5%	1.9%	-19.5%
重卡(含非完整车辆)	29664	38715	10680	-23.4%	177.8%	-48.1%
中卡(含非完整车辆)	18276	12640	7805	44.6%	134.2%	6.0%
轻卡(含非完整车辆)	112719	75967	63282	48.4%	78.1%	5.7%
微卡(含非完整车辆)	41639	27069	23483	53.8%	77.3%	27.5%
总计：	827550	663789	735865	24.7%	12.5%	2.7%

数据来源：CAAM

二、政策刺激导致 1.6L 以下排量乘用车旺销

2009 年 1-2 月，我国销售乘用车 121.8 万辆，同比增长 5.8%；其中，1.6L 及以下排量乘用车销售 85.9 万辆，同比增长 18.8%；而同期商用车销售 34.57 万辆，同比下降 6.9%。我们认为各车型销量冷热不均主要原因是政策对其影响大小不同。

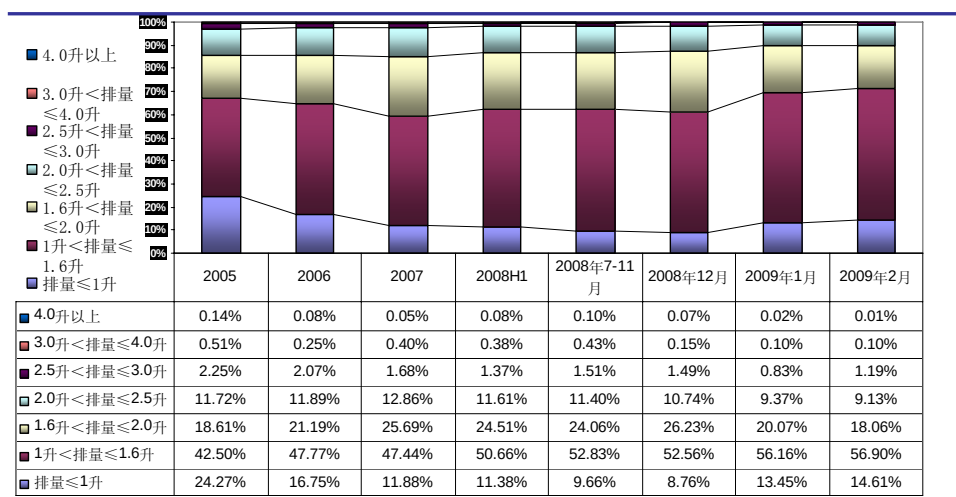
图表 4 2009 年 1-2 月汽车分类销量情况（单位：辆，%）

车型	销量	同比增长	所占比重
1.6 升及以下排量乘用车	859322	18.8	55.0
其中：交叉型乘用车	263021	31.3	16.8
其中：轿车	591235	13.8	37.8
其中：SUV 和 MPV	5066	40.0	0.3
1.6L 以上排量乘用车	358573	-16.0	23.0
商用车	345730	-6.9	22.0
汽车合计	1563625	2.7	100.0

数据来源：CAAM

近几个月汽车相关产业政策密集出台，但目前已经实施的政策主要对 1.6L 及以下排量乘用车构成利好。2008 年 12 月，国家出台了燃油税替代养路费的成品油价税费改革方案，同时较大幅度的下调了油价；油价下调和燃油税实施后，对使用成本非常敏感的经济型小排量轿车影响受益最大；大排量轿车对使用成本不敏感；而商用车属于生产工具，下游需求刚性较大，因此其需求更多取决于下游，使用成本对其的主要影响是反应在客车票价或运输价格上，对其销量影响较小。2009 年 1 月，1.6L 及以下排量乘用车购置税减半，这相当于 1.6L 及以下排量乘用车购车成本下降了 4.27%，且政策透明易于接受，对 1.6L 及以下排量乘用车销量拉动作用明显；而对于 1.6L 以上排量乘用车和商用车销量没有任何正面作用，反而会造成 1.6L 以上排量乘用车的一部分消费者分流至 1.6L 以下排量乘用车。

图表 5 我国乘用车分排量销量占比

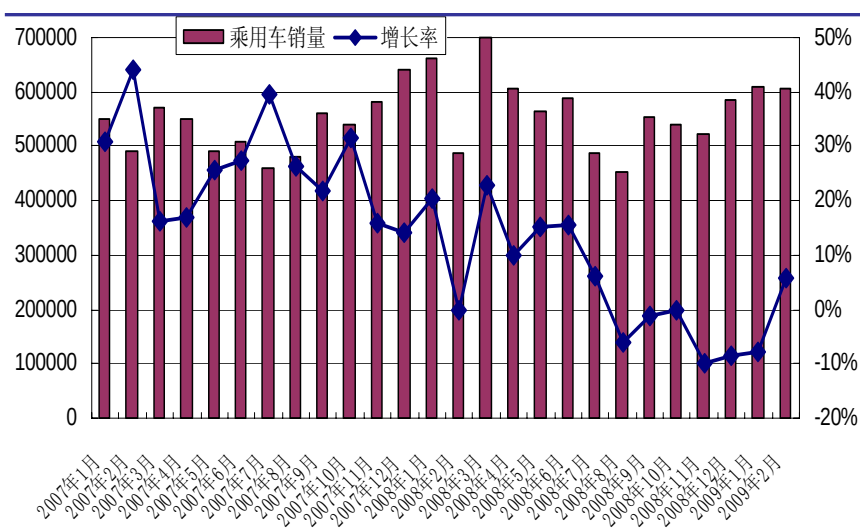


数据来源：CAAM

三、乘用车销量结构低端化，行业增量不增收明显

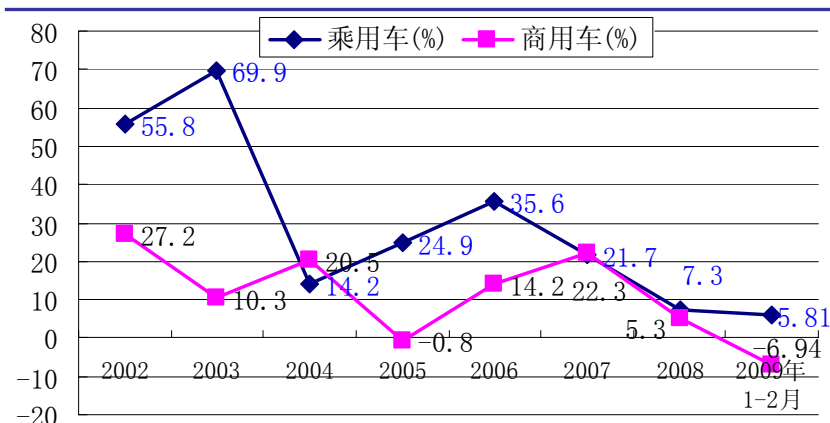
2008 年 1.6L 及以下排量乘用车占乘用车销量比重达 62%，2009 年 1-2 月则快速上升到 71%；受此带动，前两个月乘用车销售了 121.8 万辆，同比增长 5.8%。2009 年 2 月，我国乘用车销售 60.7 万辆，由于去年 2 月为春节，同比基数低，使得乘用车 2 月份销量同比增速达 24%。

图表 6 我国乘用车月度销量和增长率



数据来源：CAAM

图表 7 2002 年来乘用车和商用车销量增速对比



数据来源：CAAM

2009 年 1-2 月主要乘用车生产企业中，生产交叉型乘用车的上汽通用五菱（+32.18%）、重庆长安（+28.7%）表现优异，轿车生产企业中北京现代（+38.12%）、比亚迪（+135.03%）、东风日产（+24.55%）、广州本田（+19.67%）销量同比大幅度增长，而上海大众（-8.52%）、一汽大众（-16.56%）、上海通用（-17.92%）、长安福特（-13.21%）、一汽夏利（-13.28%）销量低于去年同期。

图表 8 乘用车企业前 20 家销量情况 （单位：辆、%）

排名	企业名称	2 月销量	同比增长	1-2 月累计	同比增长
1	上汽通用五菱	72947	49.59	142762	32.18

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及所属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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

2	上海大众	41612	-5.32	82254	-8.52
3	一汽大众	36799	48	75570	-16.56
4	重庆长安	36639	43.3	74718	28.7
5	上海通用	34111	-12.41	68178	-17.92
6	北京现代	32008	72.24	67191	38.12
7	东风日产	28281	51.29	58392	24.55
8	奇瑞汽车	28789	3.07	57346	-8.54
9	一汽丰田销售	25492	8.18	45100	-21.84
10	比亚迪	23819	143.5	42434	135.03
11	广州本田	18543	9.27	42025	19.67
12	浙江吉利	20993	24.2	41352	2.1
13	长安福特	17438	12.87	34535	-13.21
14	一汽夏利	16512	1.99	32979	-13.28
15	神龙	15105	21.9	31198	1.52
16	哈飞	12583	-10.3	27700	-15.66
17	东风本田	13037	28.06	27557	12.26
18	江西昌河	11237	28.14	21262	4.71
19	广州丰田	8915	-26.84	20589	-17.11
20	东风悦达起亚	10506	4.93	20514	-17.66

数据来源: CAAM

1.6L 及以下排量乘用车中,交叉型乘用车占 30%,轿车占 69%;其中轿车主要以经济型轿车为主;可见 1.6L 及以下排量乘用车大都是单价低、利润薄的车型。以交叉型乘用车为例,占据交叉型乘用车一半以上市场份额的上汽通用五菱 2007 年平均单车利润仅 1200 元,尚不足上海通用的 1/10;换句话说,对于上海汽车来说,上汽通用五菱销量增长 20% 尚不足以抵消上海通用销量下降 2% 所带来的利润下滑。上海通用五菱 2007 年销量虽然位列汽车行业第一位,超过了上海通用和上海大众,但其对上海汽车的利润贡献仅有 7%。同样的情况也出现在经济型小排量轿车上,有些低端轿车的单车利润甚至只有几百元。而前两个月热销的多是交叉型乘用车和经济型小排量轿车;中高端大排量轿车销量同比仍有超过 10% 的下滑。

图表 9 2007 年上海汽车三家整车企业的的利润和销量情况

分部	股份比例	净利润(亿元)	销量	单车利润(万元)	净利润贡献(亿元)	EPS 贡献(元/股)	净利润贡献占比
上海通用	50%	61	474546	1.29	30.50	0.47	65.81%
上海大众	50%	25	456424	0.55	12.50	0.19	26.97%
上汽通用五菱	50%	6.5	552788	0.12	3.26	0.05	7.03%

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有,未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

数据来源：公司公告、CAAM

乘用车上市公司来看，不少乘用车上市公司的主要利润来源是生产中高端轿车的合资公司。如近年上海汽车的净利润中，上海通用对其贡献超过 65%，上海大众对其贡献超过 25%；2008 年上海汽车由于本部亏损、合并报表的南汽和双龙亏损，列在投资收益中的上海通用和上海大众对其利润贡献度超过 100%。长安汽车的主要利润来源是合资的长安福特，其对长安汽车的利润贡献也超过了 100%。一汽夏利本部 2006 年以来一直处于亏损状态，其主要利润来是其占 30% 股权的合资公司天津一汽丰田。

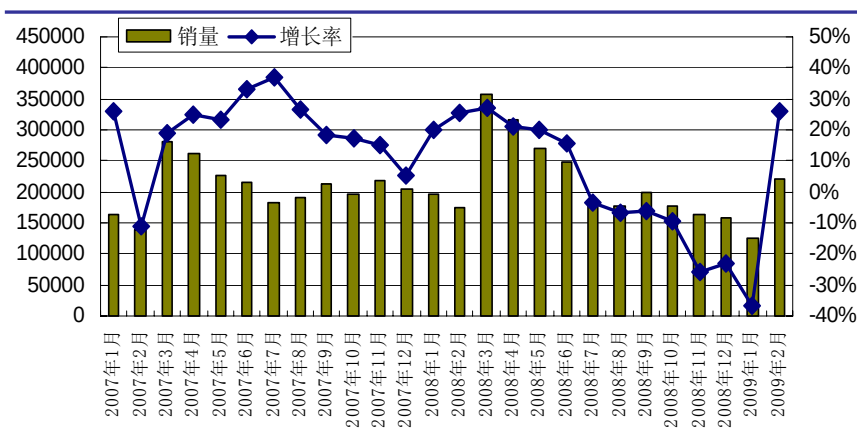
我们认为 2009 年全年来看，乘用车中的经济型小排量轿车和交叉型乘用车将会延续前两个月的旺销，从而带动乘用车销量增长 10% 以上。购置税减半的政策鼓励和油价下调无需再多言，目前宏观经济不景气和我国已经进入汽车大规模进入家庭阶段也是很重要的原因。按照被普遍接受的 R 值理论，我国沿海发达地区已经进入了汽车大规模进入家庭阶段，中西部地区城市也将陆续进入这一阶段。汽车大规模进入家庭意味着汽车的奢侈品属性减弱，实用性属性增强；考虑到大多数家庭的经济承受能力，产品线下移、销量结构低端化将是必然趋势。而目前的宏观经济不景气也会使得原本计划购买中高端轿车的一部分消费者转为购买中低端轿车。

低端车型的旺销将会带动我国乘用车销量，预计 2009 年全年乘用车销量将比 2008 年增长 10%，达 75 万辆；但销量结构低端化将致使行业利润逊于销量表现。鉴于目前乘用车企业的估值已经不具优势，我们给予乘用车行业“减持”评级。

四、商用车销量将开始恢复性反弹

历来春节所在月是商用车销量的低点；2008 年 2 月和 2009 年 1 月为春节所在月份，这使得 2009 年 2 月商用车销量同比和环比基数均很低。2009 年 2 月商用车销量尽管只有 22 万辆，但同比增速已达 26%，环比增速更高达 75.5%。前两个月合计来看，2009 年 1-2 月我国商用车共销售 34.6 万辆，同比仍下降 7%。

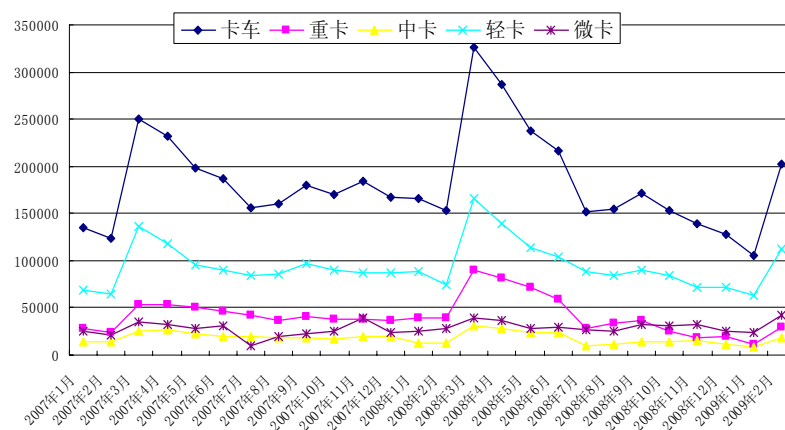
图表 10 我国商用车月度销量和增速



数据来源：CAAM

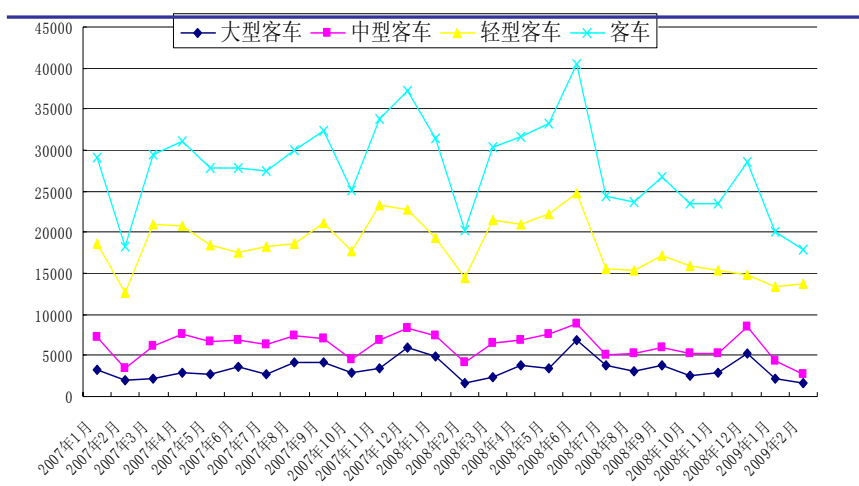
细分来看，2 月份卡车产品销量已经开始反弹，而客车产品仍延续 1 月份的销量下滑态势；我们认为季节性因素是重要原因。从历史数据来看，春节后的一个月往往是卡车销量的一个高点，而客车的销量高峰则需要等到四五月份。整体来看，商用车销量已经见底，但未来反弹高度有限，给予商用车子行业“中性”评级。

图表 11 我国卡车产品月度销量



数据来源：CAAM

图表 12 我国客车产品月度销量



数据来源：CAAM

3月15日财政部联合其他六部委出台了汽车下乡实施方案，方案中明确了对于农民报废三轮汽车(或低速货车)并换购轻卡，给予轻卡车价10%、最高5000元的补贴，同时对报废汽车给予2000元(低速货车3000元)的补贴。双重补贴使得农民换购轻卡补贴比例可以达轻卡车价的14%~25%，且价格越低的轻卡享受的补贴比例越高。目前农村三轮汽车和低速货车保有量在2000万辆左右，年销量超过200万辆，换购技术大；综合换购比例和农民消费能力，我们认为汽车下乡的最大受益者是低端轻卡，政策将会拉动低端轻卡销量60万辆以上，其中增量在30万辆以上。低端轻卡三大制造商福田汽车、东风汽车和江淮汽车都将有所受益，其中龙头企业福田汽车受益最大。

图表 13 汽车下乡中轻卡补贴额和补贴比例测算

轻卡车价 (万元)	报废三轮汽车换购轻卡		报废低速货车换购轻卡	
	补贴额 (万元)	补贴额占车 价比例	补贴额 (万元)	补贴额占车 价比例
2	0.4	20.00%	0.5	25.00%
3	0.5	16.67%	0.6	20.00%
4	0.6	15.00%	0.7	17.50%
5	0.7	14.00%	0.8	16.00%

数据来源：财政部网站

重卡方面，预计3月份销量将继续反弹；但在宏观经济不景气局面持续的情况下，全年销量仍不容乐观。我们预计2009年全年重卡销量在45万辆左右，同比下降15%。重卡企业中，潍柴动力的70%以

上的利润来源于其重型发动机业务，将会受益于工程机械行业的复苏；考虑到目前公司估值有一定的优势，给予“推荐”评级。

客车方面，新能源汽车的补贴将会使大中型客车厂商显著受益。目前 13 个试点城市陆续开始招投标，我们预计新能源客车对大中型客车厂商的利润将在二季度开始体现。从目前几家客车企业的公告来看，新能源客车的毛利和其他客车差异不大；但我们认为，由于新能源客车的总价高，因此单车利润较高。预计二季度客车销量将有所好转，我们推荐行业龙头宇通客车。

五、汽车零部件将显著受益于汽车产量增长

2008 年 12 月开始，受益于低端车型的旺销，汽车厂商库存迅速降至历史地位。预计 3 月份后汽车产量将开始回升，这将带动汽车零部件需求增长。2009 年全年来看，汽车产销量增长将会拉动零部件销量增长，而原材料成本的快速下降使得汽车零部件毛利率逐渐恢复，因此我们给予汽车零部件子行业“增持”评级。汽车零部件上市公司中，我们推荐汽车玻璃龙头企业福耀玻璃、上汽集团下属的巴士股份、一汽集团下属的一汽富维，以及受益于汽车下乡的东安动力和云内动力。

六、重点公司评级

宇通客车（600066）：推荐

宇通客车作为我国大中型客车行业的龙头企业，和金龙汽车形成了行业双寡头；作为业内领先者，在行业不景气时将获得更大的市场份额。公司 20 多名管理层和 700 多名员工间接持有公司股票，这有利于公司内部人和股东利益一致。公司目前已经具备新能源客车批量化生产能力，将会受益于国家对 13 个试点城市新能源公交车的补贴政策。公司在“江西铜业”的股权投资损失已经在 2008 年释放完毕，目前持有的“中国平安”和“中国人寿”已经开始浮赢。宇通客车的历史现金分红比例较高，2005、2006 和 2007 年宇通客车分别每 10 股派现金 10 元、5 元和 7 元；目前公司现金流充沛，2008 年年报有继续高比例派现的可能。预计宇通客车 2008、2009 和 2010 年 EPS 分别为 1.01、0.64 和 0.78 元，对应目前 11.35 元的股价，市盈率分别为 11.2、15.5 和 14.6 倍，给予“推荐”评级。

福耀玻璃（600660）：推荐

福耀玻璃是国内最大的汽车玻璃生产商，在汽车玻璃配套市场上

已经占据一定的垄断地位，市场占有率超过 40%，在中高档汽车玻璃 OEM 市场占有率超过 60%，并有进一步扩大的潜力；公司将显著受益于 2009 年汽车产销量的增长。公司在 2008 年年底对四条浮法玻璃生产线进行了放水停产，有效控制了房地产行业低迷引起的建筑玻璃不景气对公司造成的影响，且对四条生产线计划计提了 4.2 亿元的资产减值损失；这将有助于公司未来折旧负担的减轻，有利于公司未来两年的利润增长。预计公司国内汽车玻璃 OEM 业务在 2009 年仍可增长 10%，海外 OEM 业务由于基数较小可增长 20%。国外汽车虽然新车销量仍快速下滑，但汽车保有量很大，因此公司在国外的配件市场凭借价格优势仍可维持 2008 年的销量。此外，根据公司公告，福耀玻璃 2008 年业绩触发了股改时承诺的送股条件，大股东将向流通股股东每 10 股送 1 股。预计福耀玻璃 2009 和 2010 年 EPS 分别为 0.36 和 0.4 元，对应目前 6.12 元的股价，市盈率分别为 17.0 和 15.3 倍，给予“推荐”评级。

华泰证券行业投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 增持 : 超越大盘;
 - 中性 : 基本与大盘持平;
 - 减持 : 明显弱于大盘。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入 : 相对强于市场表现15%以上;
 - 推荐 : 相对强于市场表现5% ~ 15%;
 - 观望 : 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出 : 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。