

交运设备



朱学东

机械行业研究员

021-38565946

zhuxd@syzq.com.cn

汽车行业 09 年 2 季度策略

中性 (维持)

2009 年 3 月 30 日

重点公司

重点公司	08E	09E	评级
一汽轿车	0.68	0.72	推荐
中国重汽	1.17	1.26	推荐
江淮汽车	0.04	0.20	推荐
宇通客车	0.67	0.71	推荐
宁波华翔	0.29	0.34	推荐
上海汽车	0.37	0.30	中性
江铃汽车	0.91	0.85	中性

投资要点

- 09 年前 2 月我国汽车累计销售 156.4 万辆, 同比增长 2.7%。其中微客销量增长迅速, 同比增长 30.83%, 货车销量也有 12% 的增长。除这两者之外, 其它车型的增长均比较低迷。
- 乘用车中: 得益于降低小排量车购置税政策的影响, 1.6L 及以下排量乘用车销售 85.9 万辆, 同比增长 18.8%。商用车中: 重卡实现销量 4.03 万辆, 同比下降 48.07%, 大中客车实现销量 11085 辆, 同比下降 38%。
- 在乘用车企业中, 比亚迪和北京现代销量同比大幅增长, 分别增长 135% 和 52%。在重卡企业中, 中国重汽得益于政府投资的增加, 销量下滑幅度最小, 为 -20.6%。在大中客企业中, 中通客车下滑幅度最小, 为 -12%。
- 展望二季度, 我们认为有以下值得关注点: 1、行业将处于一个有利的政策环境。2、得益于汽车下乡政策的实施, 轻卡和微客将出现较大幅度增长。3、兼并重组的步伐将加快。4、原材料价格回落带来的毛利率提高将被降价促销所侵蚀。5、新能源汽车是未来较长时期企业和市场关注的焦点。
- 对于二季度投资策略, 我们认为围绕政策的制定、实施、效果来把握投资时机比较重要。另外, 在业绩增长不确定情况下, 通过重组实现外延式增长以及具有想象力题材炒作成为资金过剩情况下市场追逐的热点。
- 具体推荐个股及原因:

一汽轿车 (000800): 业绩+重组预期;

中国重汽 (000951): 政策效应+环比增长、

江淮汽车 (600418): 政策效应+减亏预期

行业走势



相关报告

《围绕两条主线做文章》
2009-3-30

《汽车行业兼并重组投资机会分析》2009-3-30

《汽车产业调整与振兴规划
细则解读》2009-3-23

目 录

1、汽车行业前 2 月回顾	- 3 -
2、汽车行业二季度展望	- 6 -
3、汽车行业 2 季度投资策略	- 9 -
4、重点推荐公司	- 12 -
图 1、乘用车排量分布	- 4 -
图 2、重卡月度销量和增速	- 4 -
图 3、汽车月度出口情况	- 5 -
图 4、单车利润比较（07 年）	- 7 -
图 5、中厚板价格变动	- 8 -
图 6、美国混合动力汽车保有量和增速	- 9 -
表 1、汽车行业前 2 月销量	- 3 -
表 2、排量增速差别明显	- 3 -
表 3、排量增速差别明显	- 5 -
表 4、《汽车产业振兴规划细则》实施时间表	- 9 -
表 5、风险偏好组合	- 11 -
表 6、风险厌恶组合	- 11 -
表 7、混合动力汽车股票一览	- 11 -

1、汽车行业前 2 月回顾

● 行业微增、微客独秀

2009 年前 2 月我国汽车累计销售 156.4 万辆，同比增长 2.7%。其中乘用车和商用车分别销售 121.8 万辆、34.6 万辆，分别较上年同期增长 5.8%、-6.9%。

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 24.72%。

表 1、汽车行业前 2 月销量

	2 月销量	YOY	前 2 月销量	YOY
乘用车	607299	24.23%	1217895	5.81%
其中： 轿车	427095	19.59%	866263	0.91%
MPV	14634	-5.19%	26533	-18.40%
SUV	31636	11.72%	61848	5.07%
交叉型乘用车	133934	52.20%	263251	30.83%
商用车	220251	26.09%	345730	-6.94%
其中： 客车	14731	6.74%	30853	-14.84%
货车	167281	53.91%	257636	12.37%
半挂牵引车	3987	-72.93%	29058	-79.73%
客车非完整车辆	3222	-50.36%	7306	-52.36%
货车非完整车辆	31030	0.17%	44044	-28.50%
汽车总计	827550	24.72%	1563625	2.70%

资料来源：CAAM

分车型来看，交叉型乘用车销量增长迅速，前 2 月同比增长 30.83%，货车销量也有 12% 的增长。除这两者之外，其它车型的增长均比较低迷，其中 MPV、客车、半挂牵引车等继续大幅下滑。交叉型乘用车（微客）和货车（主要是中卡、微卡）增长主要受益于购置税下调和“汽车下乡”政策的推动。

● 乘用车；政策导致排量结构变动

2009 年前 2 月，乘用车销售 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%。这主要得益于降低小排量车购置税政策的影响。

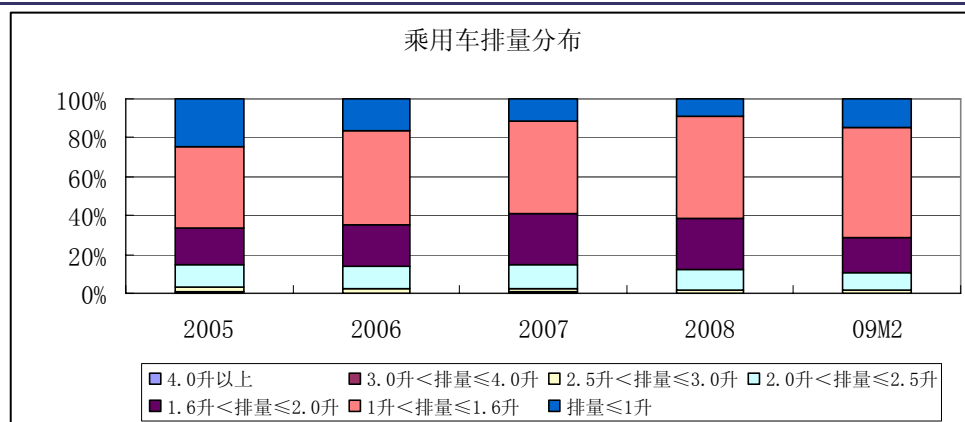
表 2、排量增速差别明显

	前 2 月销量	YOY
排量大于 1.6 升	358573	-16.0%
排量小于 1.6 升	859322	18.8%
乘用车合计	1217895	5.8%

资料来源：CAAM

由于小排量车的热销, 1.6 升以下排量市场份额进一步提高, 2008 年 1.6L 及以下排量乘用车占乘用车销量比重达 62%, 2009 年 2 月则快速上升到 71%。

图 1、乘用车排量分布

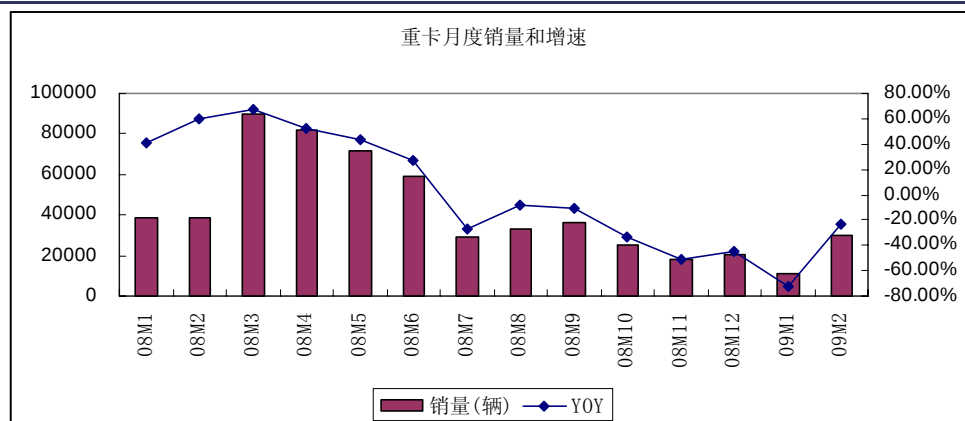


数据来源: CAAM, 兴业证券研发中心

● 商用车: 重卡、大中客车低迷依旧

09 年前 2 月, 我国重卡行业实现销量 4.03 万辆, 同比下降 48.07%, 但如果按月份来看, 2 月销量同比下降 23%, 要好于 1 月份的同比下滑 75%。这主要原因是由于国家 4 万亿投资政策推出后, 对自卸车需求大增所致。而牵引车情况依然很恶劣。

图 2、重卡月度销量和增速



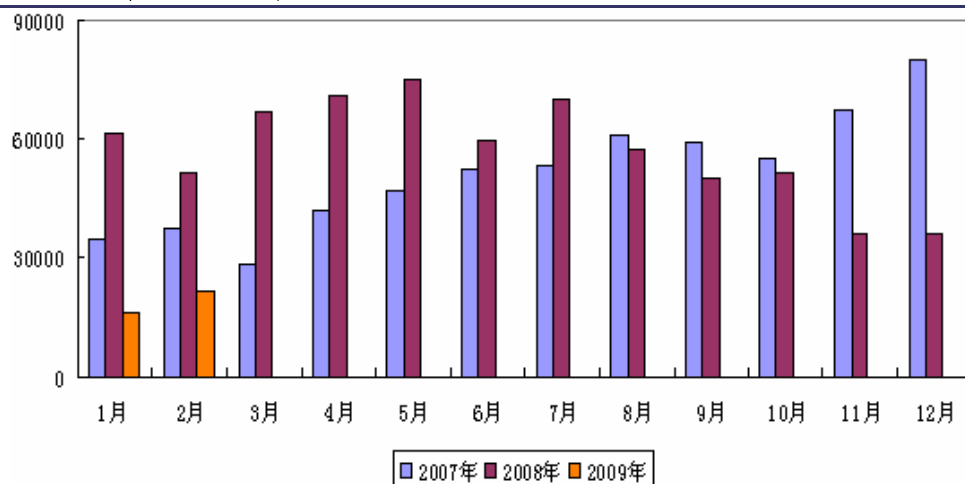
数据来源: CAAM, 兴业证券研发中心

09 年前 2 月, 大中客车实现销量 11085 辆, 同比下降 38%。主要原因是铁路运输对客运的影响逐渐显现, 客运企业盈利能力变差, 影响了车辆换代步伐。另外受金融危机影响, 出口需求锐减。城市公交更新成了唯一亮点, 但这部分产品利润率比较低。

● 出口继续回落

受全球经济下滑影响，自 2008 年 8 月份起我国汽车出口开始出现负增长。09 年前 2 月汽车累计出口 3.8 万辆，同比下滑 58%，其中，轿车、客车和卡车分别出口 1 万辆、0.3 万辆和 1.7 万辆，同比分别下滑 74%、35%和 45%。

图 3、汽车月度出口情况



数据来源：CAAM，兴业证券研发中心

● 主要公司销量情况

表 3、排量增速差别明显

类型	企业	前 2 月销量	YOY
乘用车	一汽大众	75570	-16.56%
	上海大众	80521	-8.18%
	上海通用	64886	-15.71%
	奇瑞汽车	50390	-8.63%
	一汽丰田	44088	-19.75%
	东风日产	50586	9.83%
	吉利控股	41352	2.10%
	北京现代	61622	52.60%
	长安福特	34081	-11.86%
	一汽夏利	32979	-13.28%
	广州本田	38161	18.06%
	神龙汽车	31198	1.52%
	长安铃木	20143	-24.58%
	广州丰田	20589	-17.11%
	金杯汽车	16845	27.49%
	一汽轿车	19463	-2.11%
	比亚迪	42434	135.03%
	中国重汽	13848	-20.59%
	一汽解放	5682	-65.59%
	东风汽车	4869	-66.41%
重卡	陕汽股份	5693	-40.36%
	福田汽车	3584	-51.53%
	上汽红岩	1148	-52.05%
	北方奔驰	1601	-48.83%

大中客	宇通集团	2179	-47.49%
	厦门金旅	1332	-55.23%
	苏州金龙	1673	-33.40%
	厦门金龙	1302	-35.86%
	丹东黄海	432	-50.80%
	中通客车	703	-12.67%
	安徽江淮	226	-62.95%
	安徽安凯	183	-57.83%
	扬州亚星	267	-47.13%
	福田欧 V	159	-44.21%

资料来源：CAAM

2、汽车行业 2 季度展望

● 有利的政策环境

汽车产业是国民经济重要的支柱产业，产业链长、关联度高、就业面广、消费拉动大，在国民经济和社会发展中发挥着重要作用。以 07 年为例，汽车工业实现增加值 5488 亿元，占当年全国 GDP 比重的 2.1%。在就业方面，汽车工业直接就业人员已达到 291 万，与间接就业人员比为 1: 11，带动间接就业人员达 3000 万人，占全国城镇就业人数的 11.2%。

在当前经济危机形势下，作为拉动内需的两大支柱（房地产和汽车）之一，振兴汽车产业的发展是拉动内需、扩大就业、实现社会稳定、推动国民经济发展的需要。《汽车产业调整和振兴规划》在这个背景下出台，对 2009-2011 年汽车产业的发展提出具体要求。归结起来主要是：稳定和扩大汽车消费；调整产业结构、推动兼并重组；加强关键技术研发、促进产业升级；增强自主创新、培育自主品牌等，促进我国汽车产业持续、健康、稳定发展。

随着振兴规划细则的不断落实，汽车行业将处于一个有利的政策环境，保持稳定发展。

● 轻卡、微客快速增长

《汽车摩托车下乡实施方案》3 月 1 号实施，国家拿出 50 亿元对农民报废三轮及低速货车换购轻卡以及购买 1.3 升以下排量微型客车，按销售价格 10%给予补贴。该政策对轻卡和微客销量会起到促进作用。

我们认为此举能够增加轻卡 20%以上的销量。因为在换购补贴下，原来在统计范围外的农用车（年销量 200 万辆，存量 1400 万辆）将部分转到列入统计范围的轻卡中来，销量将出现了一个增量。另外，根据国家排放标准实施进程，2009 年 7 月 1 日起 3.5 吨以下轻型商用车将执行国 3 标准。根据重卡去年的经验，二季

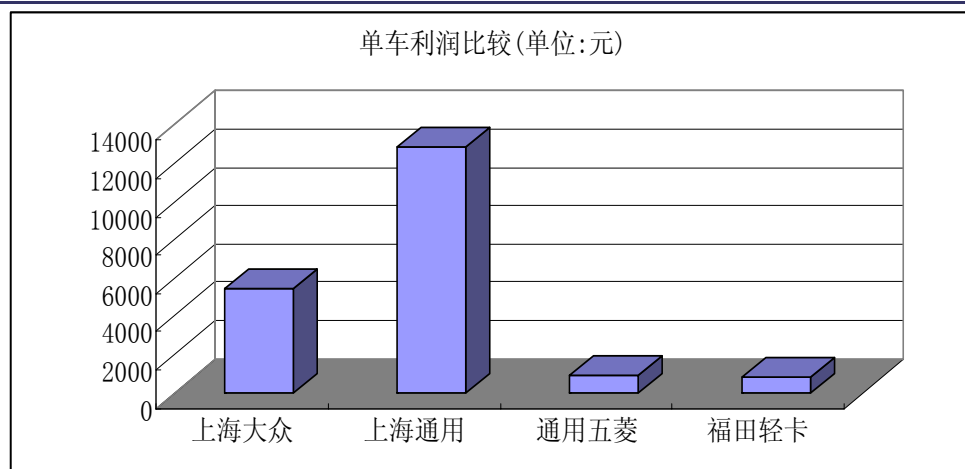
度会出现一个销售高潮。

对微客的政策比较简单，按销售价格 10% 给予补贴，这次补贴更象一次降价行为。

08 年微客平均售价为 3.79 万元，补贴 10% 相当于降价 3800 元，对于用户来说还是很有吸引力的。08 年微客销量为 106 万辆，我们判断行业将出现 10% 左右的正增长。

由于政策因素导致轻卡和微客销量的大幅增加，汽车行业全年销量将出现正增长，我们调整年度策略所作的负增长预期。但必须注意，虽然销量增加但轻卡和微客盈利水平很低，行业将出现增收不增利的现象。

图 4、单车利润比较（07 年）



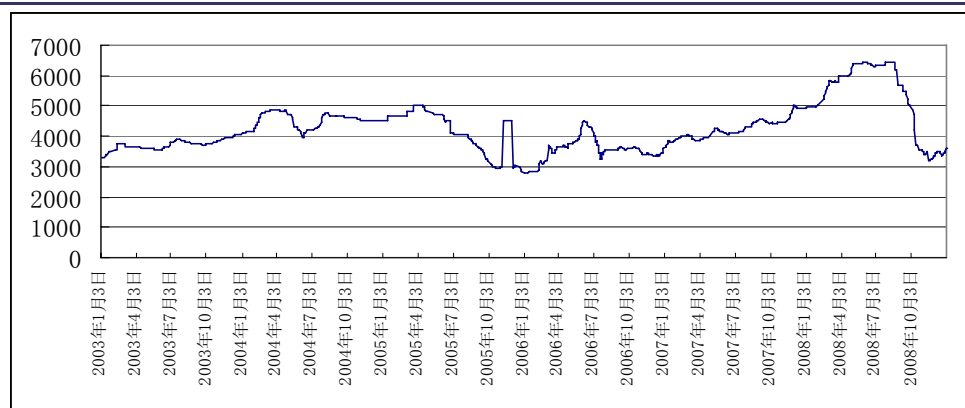
数据来源：兴业证券研发中心整理

● 钢价下跌但利润难体现

08 年 8 月份以后，钢材价格出现较大幅度回落，较 08 年钢材价格顶峰回落 35% 左右，价格基本回落至 05 年末至 06 年中旬的水平。钢价的下跌将降低各类车型的制造成本，增加产品毛利率水平，按照 20% 的降幅计算，影响毛利率 1-2.5 个百分点，影响程度从大到小排列依次为轻卡、中卡、微客、轻客、中客、重卡、大客、低端轿车、高端轿车等。

必须注意，由于需求量的减少，企业更多的通过降价来促销，这部分利润很难反映到利润表上。

图 5、中厚板价格变动



数据来源：兴业证券研发中心

● 兼并重组的步伐将加快

由于我国汽车行业集中度比较低，无法形成规模效益。在国内汽车市场快速增长时期，不管规模大小都能赚钱。随着国内销量基数变大，超过 1000 万辆以后，保持高增速比较困难（从美国和日本历史来看，销量达到一定规模，美国超过 600 万，日本 400 万辆以后增速在 0%附近波动）。企业必须通过兼并重组达到规模效益才能获得较好的利润水平。

在金融危机、全球汽车业洗牌、国际汽车产业转移的大背景下，正是国家加快行业并购重组，合理配置资源、加速产业结构升级，振兴中国汽车产业的大好时机。

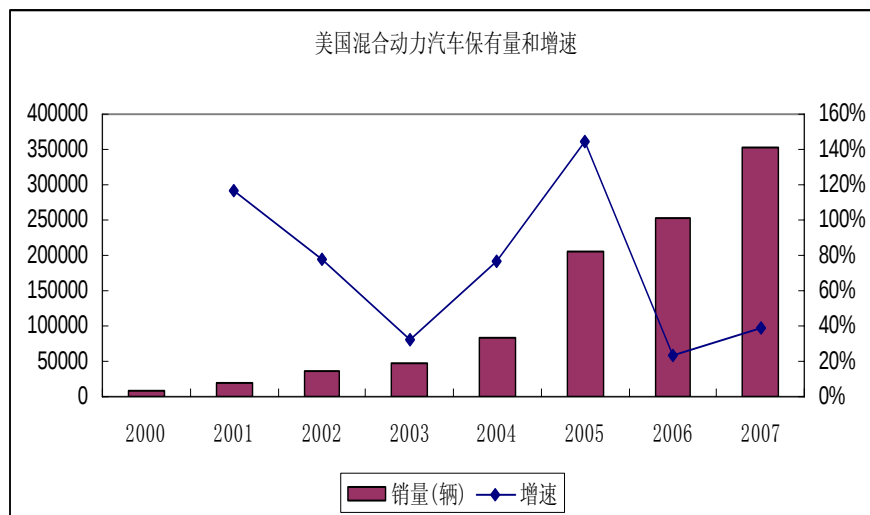
在这个背景下，国家推出《汽车产业调整与振兴规划细则》，对兼并重组提出了明确的目标和任务。可以预见，在今后一段时间内，国内汽车业兼并重组的步伐将不断加快。以 4 大（上汽、一汽、东风、长安）、4 小（广汽、北汽、奇瑞、重汽）为主导兼并重组的政策给这些企业自身整合和外部整合提供了机会。

● 新能源汽车成为焦点

能源危机和全球气候变暖对节能和减排提出了要求，汽车作为能源消耗和 CO2 排放的大户。新能源汽车，不仅能够减少甚至完全不用石油，而且能够减少甚至完全没有尾气排放，正成为未来发展的方向。

目前我国在动力电池、电机和管理系统等领域已处于世界领先地位，且在成本上接近商业化条件。在这个背景下，对这个领域的支持使我国汽车产业与发达国家站在了同一起跑线上。

图 6、美国混合动力汽车保有量和增速



数据来源：兴业研发中心整理

2009 年 2 月 5 日，财政部公布了和科技部出台的《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》，对乘用车和轻型商用车，混合动力汽车根据混合程度和燃油经济性分为 5 档，最高每辆补贴 5 万元；纯电动汽车每辆补贴 6 万元；燃料电池汽车每辆补贴 25 万元。

可以预期的是，随着各项政策的陆续实施，各厂商新能源车的产业化进程再次提速。资本市场作为社会资本配置的场所，其引导作用日益明显。资本市场对新能源汽车的炒作引导资源投向该领域，进一步推动产业化发展。

3、汽车行业 2 季度投资策略

根据前面分析，我们认为 2 季度和全年的投资机会主要在以下几个方面：

● 博弈政策的交易性机会

不管是汽车下乡政策还是细则的出台，按照振兴规划的时间表，每次政策出台都提供了一次交易性机会。下表是政策细则实施时间表，可以看出二季度汽车金融、促进新能源汽车消费的支持政策等都会有交易性机会出现。

表 4、《汽车产业振兴规划细则》实施时间表

工作任务	牵头单位	参加单位	实施时间
组织开展实施“汽车下乡”专项	财政部	农业部、商务部、工业和信息化部、发展改革委	2009 年 3 月
加快推动老旧汽车报废更新工作	财政部、商务部	工业和信息化部、公安部、工商总局、发展改革委	
组织实施企业技术进步、技术改造专项	发展改革委、工业和信息化部	财政部、科技部、环境保护部	
清理取消限购汽车的不合理规定	发展改革委	各部门、地方各级人民政府	
促进汽车金融发展的政策措施	银监会	人民银行、发展改革委	2009 年 4 月
研究制订促进新能源汽车消费的支持政策	财政部	发展改革委、科技部、工业和信息化部、环境保护部、交通运输部、税务总局、有关地方人民政府	2009 年 6 月

促进二手车市场发展	商务部	财政部、工商总局、公安部、工业和信息化部、税务总局、发展改革委	
规范二手车市场秩序	工商总局	商务部、财政部、公安部、工业和信息化部、税务总局、发展改革委	
制订实施汽车产品出口战略	商务部	发展改革委、工业和信息化部、海关总署、质检总局	
修订政府公务用车配备更新管理办法	国管局	财政部、监察部、工业和信息化部、科技部、环境保护部、发展改革委、有关地方人民政府	
制订城市停车设施建设规划及管理办法	住房城乡建设部、公安部	发展改革委、有关地方人民政府	
落实和完善《汽车产业发展政策》	工业和信息化部	发展改革委、科技部、公安部、财政部、环境保护部、商务部、海关总署、税务总局、工商总局、质检总局、法制办、标准委	
组织制订促进汽车工业生产企业兼并重组的政策措施	工业和信息化部	财政部、人民银行、国资委、税务总局、银监会、发展改革委	2009 年 7 月
制订基于车辆燃料消耗量限值标准的税收奖罚办法	财政部	税务总局、工业和信息化部、环境保护部、交通运输部、发展改革委	2009 年 10 月
制订汽车消费信贷管理条例	法制办	发展改革委、工业和信息化部、公安部、人民银行、商务部、工商总局、银监会、保监会	
制订新能源汽车基础设施建设规划	发展改革委	科技部、住房城乡建设部、有关地方人民政府	2009 年 12 月
完善汽车标准法规体系	工业和信息化部、标准委	发展改革委、环境保护部	

资料来源：兴业证券研发中心整理

● 政策效果显现带来的机会

汽车下乡政策带来的影响二季度将会出现，轻卡、微客销量将出现较大幅度的增长。轻型车国 3 排放标准执行推动下，轻卡市场二季度销量可能出现超出预期的增长。具体可以关注生产轻卡（低端）的福田汽车（600166）、江淮汽车（600418），生产微客的上海汽车（600104）、长安汽车（000625）。

3 月份起，国内重卡市场将迎来 3-4 个月左右的销售旺季，将出现环比数据的好转。受 4 万亿投资的影响，重卡特别是自卸车销量也将出现较大幅度的增长。等到这些数据出台，对股价会有较大刺激作用。可以关注产重卡自卸车的中国重汽（000951）和潍柴动力（000338）。

● 兼并重组的投资机会

根据以往股市特点，在业绩增长不确定情况下，通过重组实现外延式增长成为资金过剩情况下市场追逐的热点。目前金融危机情况下，又面临着这种局面：业绩增长不确定，重组能够提供外延式增长。在国家汽车振兴规划指导下，重组的步伐将会加快，这其中蕴含着很多投资机会。

我们将汽车类可能重组个股分为两个组合：风险偏好和风险厌恶组合。

表 5、风险偏好组合

代码	名称	净 资 产 (元)	股价	大股东名称	可能重组方
600372.SH	*ST 昌河	0.52	8.20	中国航空科技工业股份有限公司	军工整合
600609.SH	金杯汽车	0.68	3.38	沈阳汽车工业资产经营有限公司	华晨
000738.SZ	ST 宇航	1.05	6.79	中国南方航空工业(集团)有限公司	军工整合
000927.SZ	一汽夏利	2.09	5.06	中国第一汽车集团公司	一汽上市

资料来源：兴业证券研发中心整理

表 6、风险厌恶组合

代码	名称	EPS09(元)	股价(元)	大股东名称	可能重组方
600166.SH	福田汽车	0.30	9.99	北汽工业控股有限公司	北汽上市
000800.SZ	一汽轿车	0.72	12.34	中国第一汽车集团公司	一汽上市
600991.SH	长丰汽车	0.35	8.10	长丰(集团)有限责任公司	广汽收购
600418.SH	江淮汽车	0.13	4.38	安徽江淮汽车集团有限公司	奇瑞收购

资料来源：兴业证券研发中心整理

● 新能源汽车

新能源汽车不光是二季度将是未来一段时期投资的主体，互联网泡沫破裂后新能源汽车将成为未来产业革命的驱动力，新能源汽车将是其中一个分支。

新能源汽车是指采用非常规的车用燃料来作为动力源的汽车，包括混合动力汽车(FCEV)、纯电动汽车(BEV)、燃料电池电动汽车(PCEV)以及其它新能源汽车等。各种新能源汽车中，混合动力汽车是目前新能源汽车的研究热点，已经实现小规模的产业化生产。

表 7、混合动力汽车股票一览

整车	福田汽车	600166	新能源客车
	安凯客车	000868	新能源客车
镍氢电池	科力远	600478	镍氢电池和材料
	中炬高新	600872	镍氢电池
	中信国安	000839	碳酸锂、正极材料
锂电池	杉杉股份	600884	正极材料、锂电池
	中国宝安	000009	正、负极材料
	江苏国泰	002091	电解液
	佛塑股份	000973	渗析薄膜

资料来源：兴业证券研发中心整理

上表是新能源汽车个股情况，目前新能源汽车还不能产生效益，从产业链的角度我们看好电池材料和电池的生产企业。认为杉杉股份(600884)、中信国安(000839)等品种值得看好。

4、重点推荐公司

● 一汽轿车:业绩+重组预期

◎由于公司产品马 6、奔腾处于中高端，整体销售情况良好。前 2 月销售 19463 辆，略微下滑 2%。

◎新车型新马 6、B50、MPV 陆续推出，保证了增长的延续性。公司财务政策比较稳健，采用加速折旧政策，使业绩相对平稳。

◎公司高新企业所得税率为 15%，我们预测 08、09、10 年 EPS 分别为 0.68 元、0.72 元、0.78 元。动态 PE 分别为 18X、17X、15X。

◎一汽集团的整体上市是大势所趋，整体上市步伐将加快。

● 中国重汽:政策效应+环比增长

◎公司是重卡行业龙头企业，具有技术、品牌、产销规模和销售网络优势。产业链完整有利于提高企业核心竞争力和维持盈利水平。

◎受益于政府 4 万亿投资，公司自卸车销量快速增长。二季度是重卡销售旺季，环比数据好转对股价有刺激作用。

◎公司推出的 EGR 产品具有节油和价格优势，维修保养方便，具有先发优势，市场占有率有望明显提高。

◎钢材价格下降对毛利率有一定提升作用，我们预测 08、09、10 年预 EPS 分别为 1.17 元、1.26 元、1.49 元。目前动态 PE 分别为 19X、18X、15X。

● 江淮汽车:政策效应+减亏预期

◎公司是国内最优秀的轻卡制造商之一，产品以中低档产品为主，将极大受益于汽车下乡补贴，二季度轻卡销量会好于预期。

◎公司轿车项目一直是拖累，今年将大幅度减亏。公司同悦轿车销售情况良好，前 2 月销售 6685 台，全年估计轿车销售 5-6 万台。

◎我们预测公司 09、10 年每股收益分别为 0.20 元、0.34 元，目前动态 PE 分别为 22X、13X。

◎奇瑞汽车被确定为整合者，有通过政府推动进行整合的可能性。

- 13