

日期: 2009 年 6 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

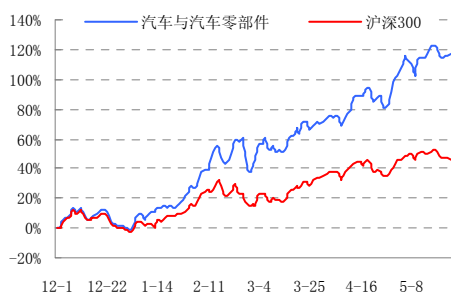
成品油小幅提价难改行业复苏前景

——2009 年 6 月份汽车行业投资策略

行业最新销售数据

4 月份汽车销量 (万辆)	115.3
同比增长	25.0%
09 年累计汽车销量 (万辆)	383.2
同比增长	9.4%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: YS09-MIT06

相关报告:

2009 年 5 月份汽车行业投资策略--量升持续, 利升开始-有吸引力-200905
2009 年 4 月份汽车行业投资策略--回暖趋势持续, 关注确定品种-有吸引力-200903
2009 年 3 月份汽车行业投资策略--政策效应初显, 行业期待多点复苏—20090302
2009 年 2 月份汽车行业投资策略--基本面探底完成, 期待好转-20090201
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:

汽车销售继续回暖

4 月份国内汽车销售继续回暖, 达到 115 万辆, 单月销量再创历史新高, 同比增长 25%。对于细分车型来说, 受到小排量汽车购置税减征和汽车下乡政策推动, 交叉型车、轿车和微卡销售表现相对出色, 而重卡受到四万亿投资拉动, 销售也持续回暖。

成品油小幅提价对汽车销售影响相对有限

国内成品油每吨提价 400 元, 将会提高汽车使用费用, 降低汽车销量。但对比可知, 调价后油价与 06 和 07 年基本相当, 比 08 年仍低出近 20%, 因此我们判断此次小幅调价难以改变汽车销售继续回暖的趋势。

“以旧换新”政策升级推动商用车销售

5 月份政府提高了“以旧换新”政策的补贴范围和标准, 预计商用车中的中重卡、大中客和高端轻卡、微卡受益最大。今年商用车销售回暖明显滞后于乘用车, 在政策扶持下, 商用车销售回暖有望加速。

汽车销售回暖趋势仍可继续维持

随着上述各种政策效应的进一步发挥, 及下半年经济预期逐步向好, 且 08 年下半年销售基数较低, 下半年汽车销售虽绝对数量可能回落, 但同比增速将维持较为乐观的态势, 提升全年汽车销量增速预测至 10%。

投资建议:

评级: 未来十二个月内, 汽车及汽车零部件行业: 有吸引力

关注确定品种, 依次推荐一汽轿车、潍柴动力和中国重汽。同时构建进攻性组合, 遴选业绩弹性较大的公司, 重点关注福田汽车和云内动力。

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
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
一汽轿车	000800	15.45	0.67	0.88	1.23	23.12	17.56	12.56	3.69	超强大市
潍柴动力	000338	34.55	2.32	2.40	2.99	14.90	14.40	11.56	3.41	超强大市
福田汽车	600166	13.35	0.38	0.54	0.68	35.37	24.72	19.63	3.81	跑赢大市
中国重汽	000951	20.41	1.13	1.20	1.57	18.10	17.01	13.00	3.36	跑赢大市
上海汽车	600104	14.60	0.10	0.55	0.71	145.7	26.55	20.56	2.62	跑赢大市
云内动力	000903	10.39	0.36	0.37	0.58	28.98	28.08	17.91	1.58	跑赢大市
江铃汽车	000550	14.27	0.91	0.85	1.02	15.71	16.79	13.99	2.91	跑赢大市
宗申动力	001696	9.20	0.44	0.52	0.63	20.68	17.69	14.60	3.92	跑赢大市

资料来源: 上海证券研究所整理; 股价数据为 2009 年 5 月 27 日收盘价

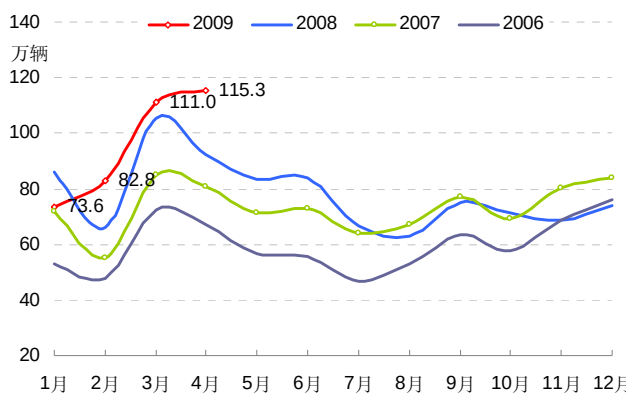
重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、汽车销售继续回暖

1、4 月份汽车销量回暖再次超出预期

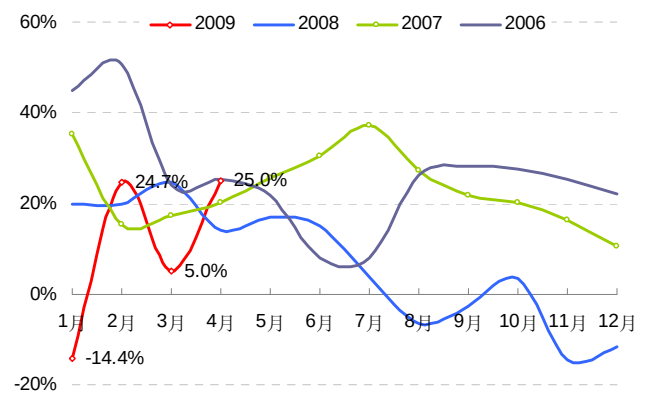
在政策效应连续作用下,3 月份国内汽车销量回暖已经超出预期,单月销量创出 111 万辆的历史新高。4 月份汽车销量再次超出预期,达到 115 万辆,再创历史新高。单月销量同比增长 25%,4 月份与 3 月份销量环比首次在过去 5 年内实现正增长(图 1,过去四年 4 月份销量平均较 3 月份降低 8%)。1-4 月销量达 383.2 万辆,同比增长 9.4%,同比增速大幅提高。汽车市场需求从去年 12 月份以来延续了回暖趋势,我们判断除了受政策连续推动之外,4 月份经济预期开始向好也是重要因素之一。

图 1 汽车月度销量回暖再度超预期



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 2 汽车月度销量同比增速回升



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

2、细分车型销售局部回暖体现政策效应

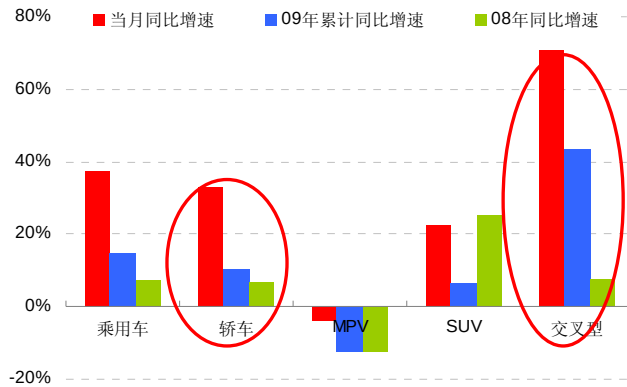
从细分车型销售表现来看,政策效应推动特征明显。乘用车中交叉型车、轿车和商用车中微卡细分车型表现最为突出(图 3 和图 4)。交叉型车表现突出主要是同时受到小排量乘用车购置税减征和“汽车下乡”政策推动,轿车表现较好主要是受到小排量乘用车购置税减征政策推动,微卡表现较好主要是受“汽车下乡”政策推动。

从轿车不同排量市场份额来看,1-4 月份 1.6 升排量以下轿车市场份额提高至 69%,比 08 年市场份额增加 7 个百分点(图 5)。小排量轿车销量增速也提高最快,1-1.6 升排量轿车 4 月份销量增速甚至

高达 58%（图 6），比全部轿车销量增速高出 15 个百分点。

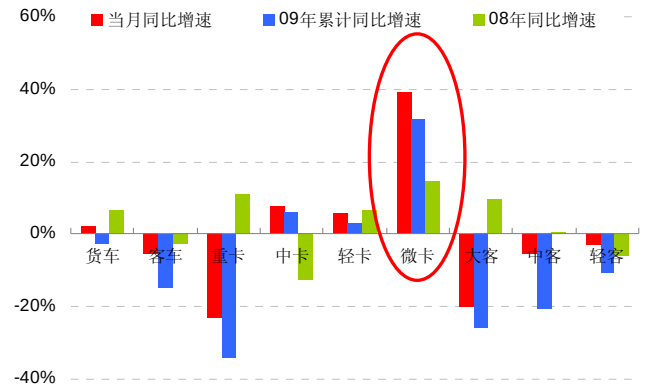
此外，重卡行业受四万亿投资中的基建拉动，需求迅速回暖，销量降幅持续收窄。总体来看，汽车细分市场需求的局部回暖充分体现了小排量车购置税减征、汽车下乡和四万亿投资等政策的拉动效应。

图 3 乘用车各车型销量同比增速变化



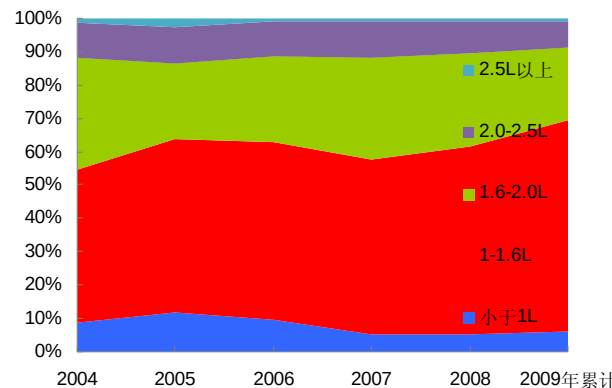
数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 4 商用车各车型销量同比增速变化



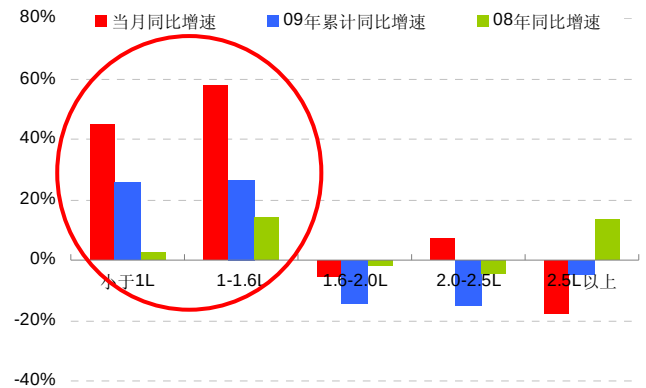
数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 5 1.6 升排量以下轿车市场份额提高至 69%



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 6 小排量轿车销量增速稳步提高



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

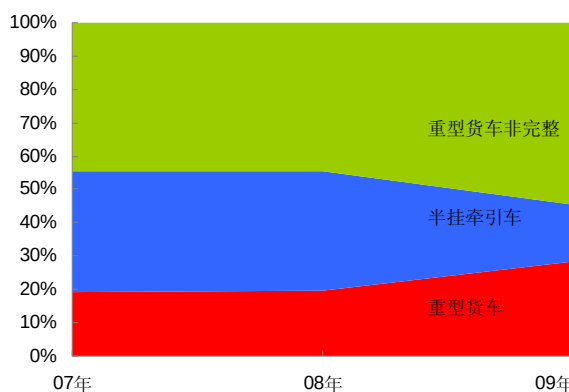
3、重卡销售受益四万亿投资拉动

重卡 4 月销量同比下滑 23%，比 1-3 月累计销量同比下滑幅度 34% 继续收窄，也比去年四季度销量同比降幅 43% 收窄近 20 个百分点，重卡行业销量回暖的趋势明显。

从重卡不同细分车型的市场份额来看，09 年以来重型货车和重型货车底盘市场份额明显增加（图 7），同时重型货车和重型货车底盘销量同比增速也回升更快（图 8）。重卡整车需求持续复苏主要源

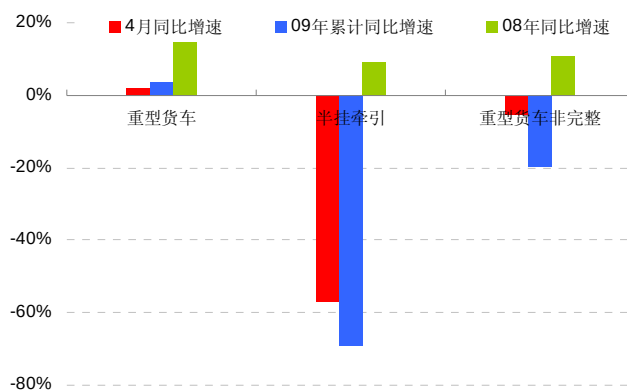
于基建相关工程自卸车需求增加较快，而重卡底盘需求复苏则主要源于基建相关工程机械需求的增加，重卡市场需求回暖受四万亿投资中基础设施建设拉动特征明显显现。

图 7 重卡整车和重卡底盘市场份额增加较快



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 8 重卡整车销量已经实现正增长



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

二、继续乐观看待行业前景

1、成品油小幅提价对汽车销售影响相对有限

近日，国家发展改革委发出通知，决定自6月1日零时起将汽、柴油价格每吨均提高400元，这是今年国内成品油价第二次上调，也是今年国际原油价格一路攀升的必然结果。按照各地统计数据，反映在终端销售价格上，汽车最为常用的93号汽油和0号柴油涨价幅度分别约为每升0.33元和0.35元，以北京地区为例，93号汽油价格和0号柴油最新价格为每升5.89元和5.76元。

此次成品油提价，提高汽车使用成本，在整体上将影响汽车市场需求，尤其是作为消费品的乘用车市场需求造成一定冲击。乘用车中油耗较大的SUV、高排量轿车受到影响相对更大。同时考虑到国家对小排量乘用车税费减征的政策，小排量乘用车占比提高的趋势将更为明显。

但对比过去国内成品油价的走势，可以看出此次成品油调价的影响相对有限。按照北京地区93号汽油价格的变化，考虑到年初养路费改消费税政策导致每升汽油消费税增加0.8元，基本冲抵全年养路费的情况，目前93号汽油每升5.89元基本与06年和07年全年的水平基本相当。而06年和07年全年汽车销量仍保持了超过20%的年均

增速。因为 06 年和 07 年宏观经济景气度较高，我们再次对比 08 年下半年的情况，08 年下半年北京地区 93 号汽油价格为每升 6.20 元，考虑到消费税的影响，比目前提价后的价格仍高出每升 1.1 元。因此，我们判断此次成品油调价对下半年国内汽车销量回暖的影响相对有限，汽车销量回暖的趋势将继续延续。

但同时需注意到，如果国际原油价格在下半年大幅提升至 80 美元之上，国内成品油价格可能大幅上调，则将在心理层面和实际层面大幅提高汽车使用成本，可能会对汽车销量的回暖造成较大冲击。

2、“以旧换新”政策升级推动商用车销售

5 月 19 日，国务院召开常务会议，决定采用财政补贴方式鼓励汽车“以旧换新”。1、在现有老旧汽车报废更新补贴政策基础上，扩大补贴范围，加大补贴力度。对符合一定使用年限要求的中、轻、微型载货车和部分中型载客车，适度提前报废并换购新车的，或者对提前报废污染物排放达不到国 I 标准的汽油车和达不到国 III 标准的柴油车，并换购新车的，按照原则上不高于同型车单辆购置税的金额给予补贴。2、今年中央财政将老旧汽车报废更新补贴资金从 10 亿元增加到 50 亿元。

此次国务院决定提高了原有老旧汽车报废的补贴额度和补贴范围，结合之前出台的小排量轿车购置税减征和“汽车下乡”等政策来看，我们判断将更有利于符合国 III 排放标准的柴油商用车和之前“汽车下乡”政策难以惠及的高端轻卡和微卡的销售。而低端轻卡和微卡，因为在之前的“汽车下乡”政策中，需求已经受到较大推动，虽然也会受益于本次政策，但边际效应已相对较小。对于符合国 III 排放标准的柴油车的推动主要包括已经实施国 III 排放的中重卡和大中客，对于尚未实行国 III 排放标准的轻卡和轻客车型推动有限。

今年以来政府出台了一系列政策，主要推动了消费类的乘用车和拥有部分消费特质的微卡车型的销售，对于商用车的销售推动较小，因而商用车市场需求复苏相对较慢。此次政策的出台预示着政府已经开始着手推动商用车的市场需求，预计商用车销售的回暖速度将开始加快。

3、汽车销售回暖趋势将继续维持

小排量乘用车购置税减征政策从 1 月份开始实施，对 1-4 月份乘用车销售拉动明显；“汽车下乡”政策从 3 月份开始实施，相关细则不断落实，对轻卡、微卡和交叉型车的销售推动作用开始显现，并有望继续维持；“以旧换新”政策的升级也将进一步拉动商用车市场中

其余车型的需求，汽车销售回暖的趋势有望继续维持。我们预计5月份销量在100万辆左右，环比有所降低，但同比增速仍接近20%。随着经济预期逐步向好，上述政策对汽车销售继续推动，而成品油小幅提价影响相对有限，且08年下半年销售基数较低，下半年汽车销售绝对数量虽可能有所回落，但同比增速将维持较为乐观的态势。提升全年汽车销量预测，预测同比增速从之前的6%提升至10%。

对于细分车型而言，政策对小排量汽车消费和农村消费的扶持力度较大，且国内成品油价调升有利于耗油较低的小排量车型，预计小排量轿车、交叉型乘用车和微卡销售将继续表现出色。

对于重卡而言，随着二季度四万亿投资的进一步落实和北方天气转暖带来的基建投资项目纷纷开工，同时“以旧换新”政策的升级对已经实施国III排放的重卡需求也有一定促进，预计重卡行业市场需求将继续回暖。考虑到去年上半年国III实施带来的销量高基数，上半年销量同比增速预计为-20%左右。随着下半年经济回暖带来的物流运输增加，并考虑到去年下半年的销售低基数，全年销量同比增速预计为-10%左右，超出市场预期。这将给重卡行业相关公司带来投资机会，建议重点关注潍柴动力和中国重汽。

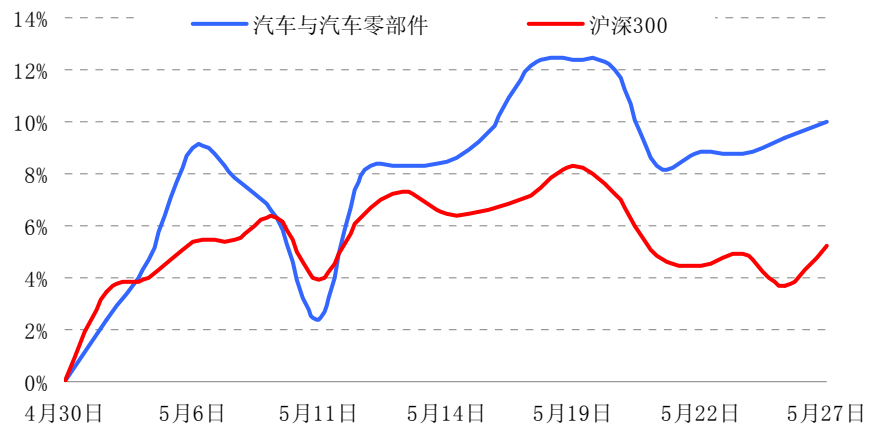
三、5月份行业股票走势小幅超过大盘

1、5月份行业股票走势小幅超过大盘

5月份汽车行业股票整体走势继续维持了跑赢大盘的趋势。沪深300指数本月上涨5.2%，汽车与汽车零部件行业指数本月上涨10.0%，涨幅高出沪深300指数4.8个百分点。本月行业指数走势超过沪深300的主要原因在于4月份国内汽车市场销售超出预期，同时行业上市公司一季报出台，整体业绩扭亏为盈，超出市场预期。

按照Wind统计，目前汽车行业公司08年静态市盈率为72.9倍，09年动态市盈率29.3倍，09年市盈率高出沪深300指数25%左右。在国家政策大力提振汽车行业的背景下，同时汽车行业处于上升周期，销量和业绩同步上升，09年业绩有可能超出市场预期，我们判断此估值处于合理区间。

图 9 5 月份行业指数继续跑赢大盘

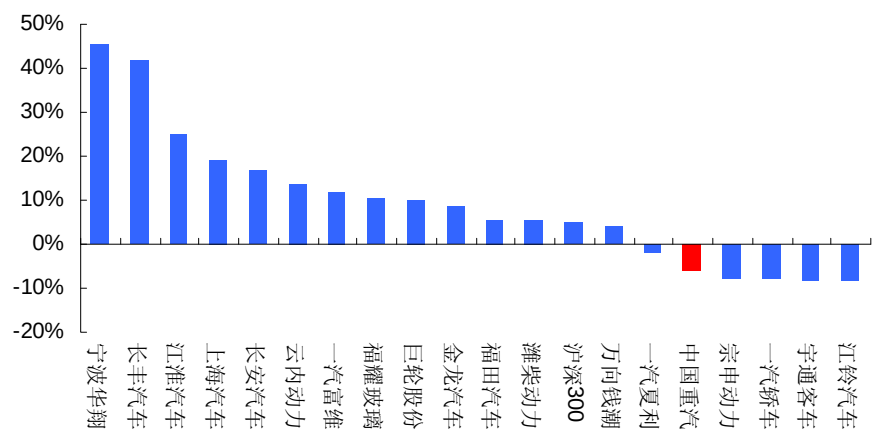


数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

2、行业重点上市公司大部分跑赢大盘

5 月份行业重点上市公司大部分跑赢大盘, 主要因为重点上市公司作为行业龙头在 4 月份销售业绩受到政策推动程度更大, 且 08 年和 09 年一季度业绩表现更为稳定。

图 10 行业重点上市公司大部分跑赢大盘



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

宁波华翔、长丰汽车和江淮汽车本月跑赢大盘较多, 主要因为在政策推动的汽车行业重组背景下, 上述公司已经或可能受到兼并重组而带来机会。此外, 上海汽车、长安汽车等公司也因为 4 月份销售表现突出而股价表现较好。一汽轿车因为 4 月大幅跑赢大盘接近 32 个百分点, 本月有所回调, 略微跑输大盘。公司基本面表现稳定且出色, 股价回调带来买入机会, 建议重点关注。

潍柴动力和中国重汽两家重卡类公司表现相对逊色, 四万亿投

资对其需求持续拉动，建议继续重点关注。

四、6 月份行业评级、策略及重点股票

1、行业评级和投资策略

■ 维持汽车和汽车零部件行业“有吸引力”评级

受政策利好推动，4 月份汽车销售延续了去年 12 月份以来的回暖趋势。各项政策将继续推动汽车销售，降低行业价格竞争压力，推动行业业绩更快复苏。根据 08 年报和 09 一季报数据，**08 年四季度**行业上市公司业绩处于底部将是大概率事件，一季度开始行业上市公司基本面已经环比改善，预计三季度开始行业上市公司业绩将实现同比正增长。

汽车行业周期性上升趋势已经确立，作为周期性行业，在上升周期行业公司股票将持续跑赢大盘。相对于宏观经济的不确定性，汽车行业受到政策推动呈现多点复苏迹象，业绩确定性相对提高。因此，我们维持汽车行业评级为未来十二个月内“有吸引力”。

2、关注确定性品种

我们维持 09 年成长确定和业绩改善确定两条投资主线，依次推荐一汽轿车、潍柴动力和中国重汽。

中期内我们建议重点关注重卡类公司潍柴动力和中国重汽，分别给予“超强大市”和“跑赢大市”评级。1-4 月份重卡行业需求受四万亿投资拉动持续回暖，考虑到四万亿投资的进一步落实和北方天气转暖带来的固定资产投资推进，重卡行业上半年需求有望继续超出预期。潍柴动力发动机在工程机械领域的扩展将进一步提高公司收入，而中国重汽凭借 EGR 性价比优势市场份额将进一步扩大，再考虑到原材料价格带来的毛利率提升，两家公司二季度业绩继续复苏的概率较大。

一汽轿车已经推出新款马自达 6 睿智和奔腾 B50，我们从去年 9 月份以来一贯坚持的公司将依靠车型二、四、六款的跨越式增长实现收入和业绩双增长的格局已经正式拉开序幕，继续长期关注。

3、构建进攻性组合

行业处于上升周期，我们遴选出业绩向上弹性较大的公司，构建

了进攻性组合，以期在风险可控的前提下获取更多超额收益。目前进攻性组合暂时包括福田汽车和云内动力两家公司。

我们去年 11 月首次推荐了福田汽车，并作为 09 年年度策略重点推荐股票，其股价在七个月内跑赢沪深 300 指数超过 220%，我们仍然维持其“跑赢大市”评级，但将其剔除出确定性品种组合。福田汽车轻卡销售收入受“汽车下乡”政策推动复苏较快，新能源客车在 09 年将贡献部分业绩，与戴姆勒公司合作项目短期提升公司资产评估收益，长期大幅提高提高公司竞争力，同时公司与康明斯合作发动机项目即将投产，09 年公司亮点较多，业绩弹性较大，目前估值相对合理，因此我们将其纳入进攻性组合，建议重点关注。

云内动力传统内燃机业务受益“汽车下乡”政策，09 年将复苏较快。其轿柴业务即将迈入高速成长期，尤其是在国内成品油提价，且油价有进一步走高的预期下，轿柴的低油耗特性将进一步受到市场欢迎，未来成长潜力巨大。公司轿柴业务带来较大的业绩弹性空间，目前估值相对合理，维持“跑赢大市”评级，建议作为进攻性品种重点关注。

附件:

表 1 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	最新评级	年度策略日期	策略首日 股价	最新股价	期间 涨跌幅	跑赢 沪深 300
000800	一汽轿车	超强大市	2008-12-3	7.30	15.45	111.64%	70.31%
000338	潍柴动力	超强大市	2008-12-3	18.38	34.55	87.92%	46.59%
600166	福田汽车	跑赢大市	2008-12-3	4.54	13.35	205.13%	163.80%
000951	中国重汽	跑赢大市	2008-12-3	14.12	20.41	44.55%	3.22%

数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所; 目前股价数据为 2009 年 5 月 27 日收盘价

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	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	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	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	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。