

汽车产销增速触底回升，重卡子行业将回暖

- 汽车行业 2009 年下半年策略报告

2009 年 6 月

策略报告

2009 年 6 月 22 日 星期一

赵世光 李涛

021-50586660-8637

021-50586660-8971

zsg@longone.com.cn

lt@longone.com.cn

汽车行业

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

投资要点

- **汽车产销已走出低迷期。**受国家汽车产业振兴规划和各项利好政策影响，汽车产销从 2 月份起出现强劲复苏。乘用车对上半年汽车产销贡献较大，其销售已走出低谷。商用车受客车和重卡预计下半年将出现触底反弹。汽车产销增速已走出 2008 年下滑趋势，并出现较明显的回升趋势。根据以往历史比较可以预测，汽车产销 2009 年、2010 年和 2011 年都将出现稳中有升的局面，并有可能在 2012 年出现产销增长高峰。
- **成本压力减轻、企业盈利能力提升。**钢材、有色金属、塑胶、天胶等影响汽车生产成本的原材料价格目前都处于低位。从成本角度考虑，汽车企业盈利目前处于较好阶段。预计下半年原材料将有所回升，但回升幅度不会太大。汽车企业在 08 年上半年所遭受的原材料成本压力不会出现。预计油价将会在未来几年小幅回升，油价上升将影响合成胶，塑胶等原材料价格，增加汽车成本压力。另一方面，油价上升将使消费者选择燃油经济性高的车型。乘用车中，小排量经济型轿车将因此受益。商用车中，重卡由于具有最佳燃油经济性，因此具有对中轻卡的替代性。油价上升也使得生产节油减排零部件的企业获得更多订单，有助于汽车产品质量向高端发展。新能源汽车的销售将增加。
- **交叉型乘用车引领汽车销售增长。**交叉型乘用车和微卡 09 年以来受购置税下调和汽车下乡政策影响较大。从前 5 个月各车型销售情况看，交叉型乘用车累计同比增长最大，达到 50.36%，且增幅逐月增大。微卡销售累计同比也达到 40.91%，增长排名第二。交叉型乘用车和轻微卡的销售增速下半年还将延续，预计 09 年交叉型乘用车销售将达到 150 万辆以上。购置税和消费税政策在促进乘用车销售的同时，对乘用车的消费结构也起到较大影响。低端排量乘用车销售增幅较大，预计下半年购置税和消费税影响的将减弱，1.6 到 2.5 升排量的乘用车销售会逐步增加。
- **重卡有望下半年复苏。**载货车在 1 月份出现 36.61% 的同比滑落之后，之后的几个月一直维持振荡上升局势，前 5 月载货车销售累计同比上涨 0.13%。其中微卡同比涨幅最大，而重卡累计下滑幅度则较大。这主要因为重卡去年上半年提前消费造成可比基数较大。从逐月数据看，重卡的同比下降正逐步减少。载货车销售，尤其是重卡销售属于投资拉动型。国内基建项目的开工建设将带来水泥搅拌车等基建车辆需求上升，重卡非完整车辆

行业评级

行业	子行业	评级
汽车	乘用车整车	中性
	载货车整车	推荐
	载客车整车	中性
	汽车零部件	推荐
	内燃机	中性

生产在4月份已超过去年同期。城乡物流的发展也将提高载货车的需求，09年下半年国内消费如能有效提升，将增加货物运输量，进而增加重卡的新增需求。国家《汽车产业调整和振兴规划》要求重卡占载货车的比例今后达到25%以上，09年前5个月重卡整车，加重卡非完整车辆和半托挂车销售占载货车销售的比例只有19%，因此未来重卡仍有较大发展空间。

- **汽车销售收入和业绩下滑现象下半年有望好转。**汽车上市公司一季度营业收入和利润双双滑落，主要是由于低端车销售增速高于高端车销售增速。同时年初部分车型销售不畅，以及计提存货跌价损失影响了汽车业绩。不过从4月份出现的轿车销售结构上移现象有利于增加单车利润，提升企业整体盈利。另外，产能利用率的提高也将改善汽车企业的盈利状况。我们认为，下半年投资收益下滑等不利因素已得到抑制，汽车销售结构也有望向高端移动。虽然汽车价格下调和原材料上升仍会制约企业的盈利能力，但产销量提升将减少单车成本，提升企业整体盈利水平。
- **汽车行业09年下半年预测。**乘用车受国家利好政策影响和刚性需求支持，上调年初5%增长预计，预计乘用车09年全年产销增长15%左右，汽车整体将实现10%左右增长，载货车下半年将优于上半年表现，全年实现5%左右增长。载客车下半年如无利好政策出台，则全年销售将出现8%左右下滑。汽车股前期涨幅虽然已较多，但未来仍能看高一线。建议关注以下方面的投资机会：集团资产整合、上游细分子行业、有新能源和成长性业务的公司、下半年同比增长较高的企业。重点推荐中鼎股份、黑猫股份、一汽轿车。

目录

1. 汽车销售屡创新高，下半年有望保持增速	3
1.1 前5个月汽车产销屡创新高，乘用车贡献较大	3
1.2 成本压力减轻有助于汽车企业盈利能力提升	3
1.3 油价走势将会对汽车产业结构产生影响	4
1.4 交叉型乘用车引领汽车销售增长	6
2. 乘用车消费结构化转变还将继续	7
2.1 乘用车增长态势良好，排量分化较大	7
2.2 上半年低端轿车销售较多，下半年中高端轿车有望发力	8
2.3 交叉型乘用车增速迅猛，车型有所升级	10
2.4 SUV 增速依旧，消费结构正发生改变	11
2.5 MPV 复苏有望下半年实现	12
3. 重卡有望下半年复苏	13
3.1 载货车将维持低开高走趋势	13
3.2 载客车销售仍未见起色	15
4. 汽车销售增量不增收情况下半年有望缓解	17
4.1 汽车上市公司一季度收入和利润双双滑落	17
4.2 产业振兴政策是汽车企业营业收入和利润提高的催化剂	18
4.3 汽车行业 09 年下半年预测	18
5. 重点推荐的上市公司	19
5.1 中鼎股份（000887）	19
5.2 黑猫股份（002068）	20
5.3 一汽轿车（000800）	21

图目录

图 1. 汽车整体产销走势	3
图 2. 3.0 热轧板价格走势（单位：元/吨）	4
图 3. 天胶和丁腈橡胶价格走势（单位：元/吨）	4
图 4. OPEC 原油价格（单位：美元/桶）	5
图 5. 各细分车型前 5 月销量累计增速（单位：%）	6
图 6. 乘用车月度销售和同比增速变化	7
图 7. 不同排量乘用车前 5 月累计涨幅（单位：%）	7
图 8. 不同乘用车型前 5 月销售占比（单位：%）	8
图 9. 小排量轿车同比增速变化	8
图 10. 1.6 升<排量≤2.5 升乘用车月度销售变化	9
图 11. 不同排量轿车销售占比	9
图 12. 交叉型乘用车月度销售和同比增速变化	10
图 13. 不同排量交叉型乘用车占比	10
图 14. SUV 月度销售和同比增速变化	11
图 15. 不同排量 SUV 月度销售变化	11
图 16. MPV 月度销售和同比增速变化	12
图 17. 不同排量 MPV 占比	13
图 18. 载货车月度销售和同比增速	13
图 19. 重中卡月度同比增速	14

图 20.	轻微卡月度同比增速	14
图 21.	载货车前 5 月销售占比（单位：%）	15
图 22.	载客车月度销售和同比增速	15
图 23.	客车销售环比趋势	16
图 24.	大、中、轻客月度销售同比增速	16
图 25.	汽车上市公司收入和利润合计同比（单位：%）	17

表目录

表 1.	上海车展自主品牌新能源车	5
表 2.	重点关注上市公司估值与评级	19

1. 汽车销售屡创新高，下半年有望保持增速

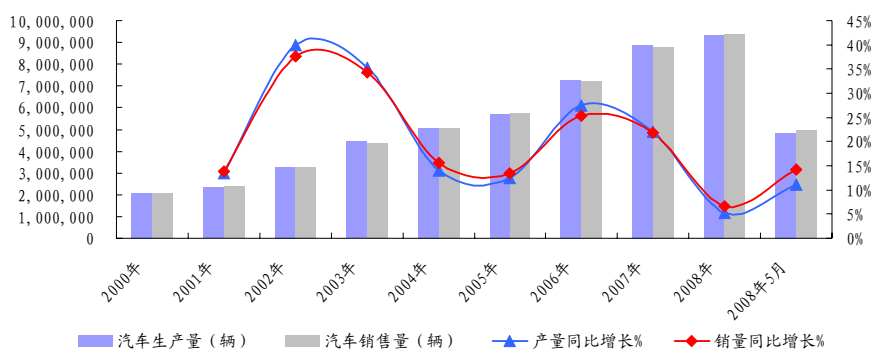
1.1 前5个月汽车产销屡创新高，乘用车贡献较大

受国家汽车产业振兴规划和各项利好政策影响，汽车产销从2月份起出现强劲复苏。3、4、5月汽车产销都超过100万辆，4月份汽车生产115.68万辆，销售115.31万辆，创下历史新高。前5个月汽车累计产量为483.77万辆，累计同比增长11.1%。累计销量为495.68万辆，累计同比增长14.29%。

汽车各细分子行业中乘用车产销恢复最好。前5个月乘用车累计生产352.03万辆，累计同比增长15.61%。累计销售366.09万辆，累计同比增长21.2%。前5个月商用车累计生产131.74万辆，累计同比增长0.62%。累计销售129.59万辆，累计同比下滑1.56%。由此可见，乘用车对上半年汽车产销贡献较大，其销售已走出低谷。商用车受客车和重卡影响较大，预计下半年将出现触底反弹。

从图1汽车整体产销走势来看，汽车产销增速已走出2008年的下滑趋势，并出现较明显的回升趋势。根据以往历史比较可以预测，汽车产销2009年、2010年和2011年都将出现稳中有升的局面，并有可能在2012年出现产销增长高峰。

图1. 汽车整体产销走势



资料来源：东海证券研究所、汽车工业信息网

1.2 成本压力减轻有助于汽车企业盈利能力提升

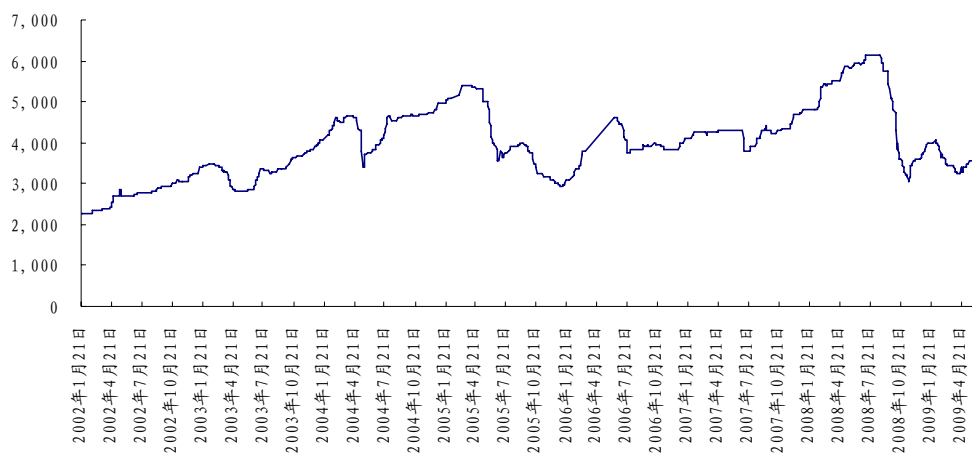
钢材、有色金属、塑胶、天胶等影响汽车生产成本的原材料目前都处于低位。从成本角度考虑，汽车企业盈利目前处于较好阶段。不过2008年下半年原材料价格下降过快，造成汽车企业购置的原材料出现跌价损失，该类跌价损失计提影响了部分汽车企业，尤其是汽配企业08年度和09年一季度业绩。预计该类影响将会在中报逐步减轻。

图2为热轧板钢材的价格走势，图3为天胶和丁腈橡胶价格走势。从取样的原材料价格走势图可以看到，汽车所用原材料基本处于低位盘整。原材料价格波动不大，有利于生产企业平滑产品成本。同时，低位的购入价格将增加企业的毛利率，进而提升企业盈利能力。企业的利润会因为汽车和汽配降价而部分削弱，不过综合考虑，09年产量提高造成单车成本降低，以及原材料价格较低对企业盈利的正向作用大于汽车产品降价对企业盈利能力的负向作用。

预计下半年原材料将有所回升，但回升幅度不会太大。汽车企业在08年上半年所

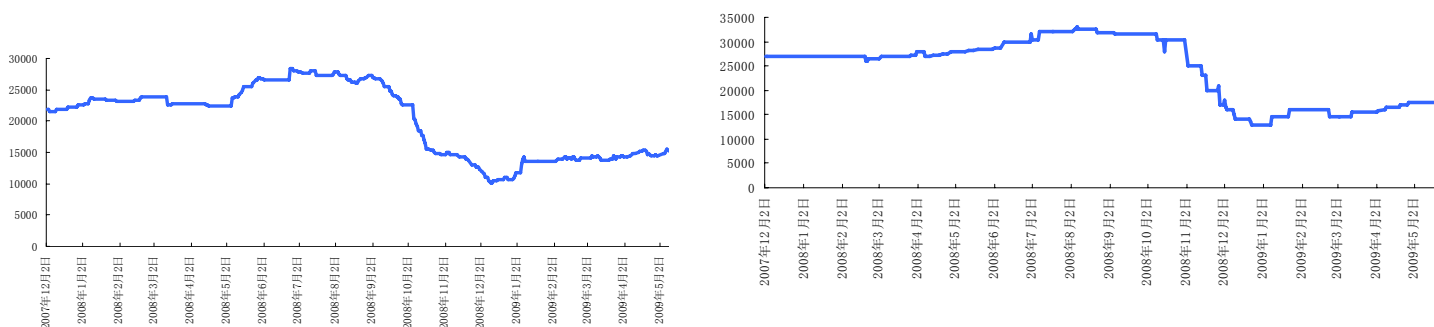
遭受的原材料成本压力将不会出现。

图2. 3.0 热轧板价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 东海证券研究所, Wind

图3. 天胶和丁腈橡胶价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 东海证券研究所, 化工在线

1.3 油价走势将会对汽车产业结构产生影响

我们认为, 油价在 09 年初期已探底, 未来应处于上升趋势。从图 4 可以看到, 国际原油价格在 2008 年 7 月达到 140 元/桶的高价, 但受全球经济滑落, 需求减少影响, 2008 年下半年出现快速回落。2009 年 2 月曾滑落到 40 元/桶以下, 现在触底反弹到 70 元/桶左右。短期油价重新回到 140 元/桶以上比较困难, 但由于原油仍属于消耗型资源, 全球对原油的需求上期来说是不断增加的。因此, 油价将会在未来几年出现回升走势。

油价上升将影响合成胶, 塑胶等原材料价格, 增加汽车成本压力。另外油价上升将增加汽车的使用成本, 抑制汽车的消费需求。不过油价上升将使消费者选择燃油经济性高的车型。乘用车中, 小排量经济型轿车将因此受益。商用车中, 重卡由于具有最佳燃油经济性, 因此具有对中轻卡的替代趋势。油价上升也使得生产节油减排零部件的企业获得更多的订单, 有助于汽车产品质量向高端发展。替代型新能源汽车销售将因此增加。

图4. OPEC 原油价格 (单位: 美元/桶)



资料来源: 东海证券研究所、Wind

汽车传统产业结构目前正在向新能源汽车转变,油价进一步走高将加速这种转变。从上世纪 90 年代起,各国已开始对新能源车的各项关键技术进行研发。目前新能源车已处于商业化前期阶段。表 1 为上海车展自主品牌新能源车,一汽集团宣布 2012 年将建成生产混合动力客车和轿车的生产基地,当年的目标是生产混合动力轿车 1600 辆。上汽集团 5 月 5 日披露了新能源汽车阶段性目标,2010 年将实现自主品牌混合动力轿车上市,2012 年实现插电式强混轿车、纯电动轿车上市。预计 2010 年将会出现多种型号混合动力车上市的局面。

表1. 上海车展自主品牌新能源车

企业	车型	类型
上汽	上海牌燃料电池轿车	燃料电池
	荣威 750 混合动力轿车	混合动力
	纯电动城市公交车	纯电动
	混动城市公交客车	混合动力
	依维可宝迪电动车	纯电动
东风	风神 BSG	混合动力
	风神 iCar	纯电动
广汽	A-HEV 概念车	混合动力
长安	E301	混合动力
	杰勋	混合动力
奇瑞	A3 - ISG	混合动力
	风云 2BSG	混合动力
吉利	IG 概念车	纯电动
	远景电子等平衡动力版	CNG 双燃料车
比亚迪	F3DM	双模电动车
	E6	纯电动
华晨	EV 概念车	纯电动
长城	欧拉	纯电动
长丰	猎豹 CS7	混合动力

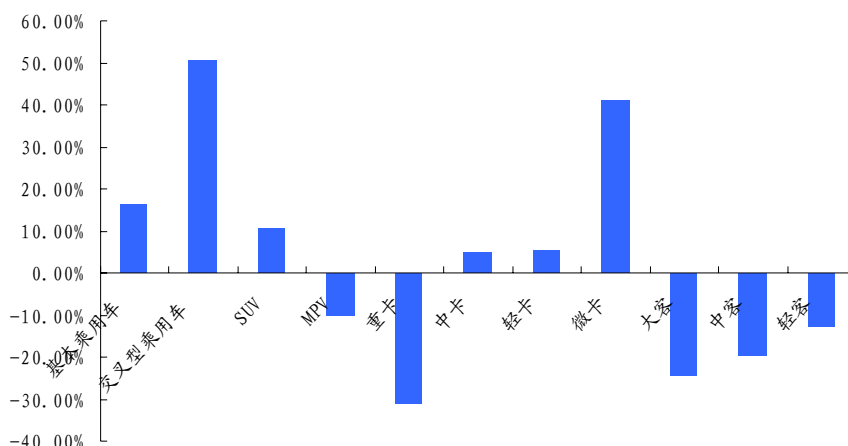
海马	Me	纯电动
	Mpe	纯电动
青年莲花	竞悦	纯电动

资料来源：东海证券研究所，汽车情报

1.4 交叉型乘用车引领汽车销售增长

从前5个月各车型销售情况看，交叉型乘用车累计同比增长最大，达到50.36%，且增幅逐月增大。微卡销售累计同比也达到40.91%，增长排名第二。交叉型乘用车和微卡09年以来受购置税下调和汽车下乡政策影响较大。例如99%以上的交叉型乘用车排量都在1.6升以下，购置税减半收取使该类车型全体受益。交叉型乘用车售价在4万左右，既可以载客又可以作物流运输，在乡镇有很大的消费市场，年初以来农民工回流扩大了该车型的市场需求。轻微卡的销售放量增长与交叉型乘用车类似，3月份以后国家对汽车下乡的补贴政策促进了该类车型的销售。预计交叉型乘用车和轻微卡的销售增速下半年还将延续，预计09年交叉型乘用车销售将达到150万辆以上。

图5. 各细分车型前5月销量累计增速（单位：%）



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

购置税和消费税政策在促进乘用车销售的同时，对乘用车的消费结构也起到较大影响，从前5个月按排量细分数据来看，1.0L以下排量的乘用车销售占比比08年增长了1个百分点，从5.16%增长到6.17%。1.0L至1.6L排量的乘用车销售占比比08年增长了超过7个百分点，从56.29%增长到63.54%。预计这种结构变化趋势还将延续。

重卡行业是前5个月累计销售同比下滑最大的子行业。前5个月累计销售同比下滑31.13%，不过从3月份以来，下滑幅度逐步收窄。重卡同比下滑较大主要与08年上半年重卡销量过大有关。08年重卡销售受7月1日国3排放标准实施影响，出现提前消费，但下半年则出现销售大幅下滑，该现象一直持续到09年2月。我们认为，重卡的低迷走势已经结束，2月份、3月份的销售环比增速都达到100%以上。由于重卡燃油经济性优于其它载货车，发展重卡是国家大势所趋。预计09年全年重卡销售应能比08年略有增长。

客车行业销售前5个月整体下滑15.45%，其中大客下滑幅度最大，达到24.46%。09年我们不看好客车行业。新能源客车是客车企业未来的盈利增长点，但2009年和

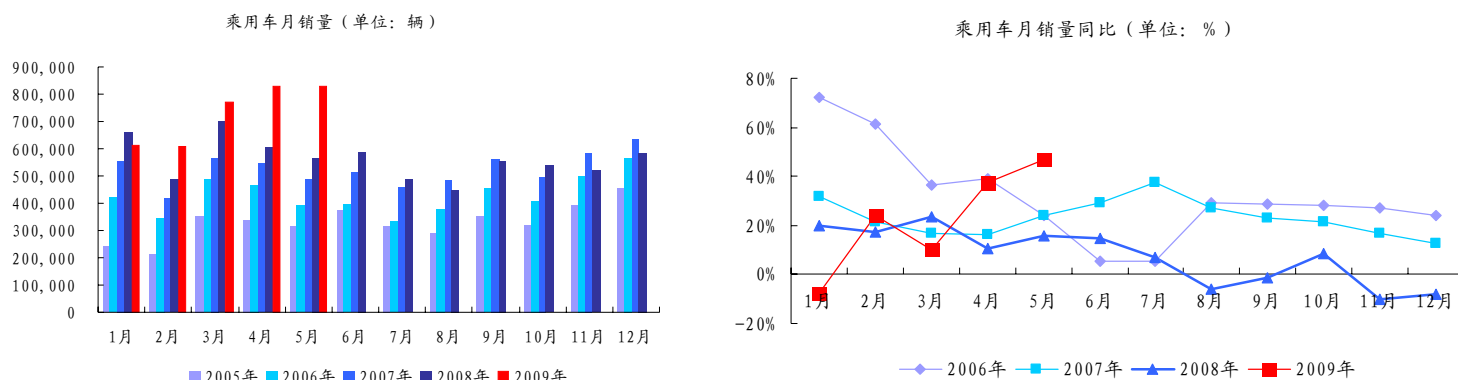
2010 年国内新能源客车还不能形成较大产量，客车企业的关键技术积累也不高，因此对客车企业的业绩支持力度较弱。

2. 乘用车消费结构化转变还将继续

2.1 乘用车增长态势良好，排量分化较大

乘用车 4 月份、5 月份单月销售都超过 80 万辆，4 月份销售达到 83.10 万辆历史新高。前 5 个月乘用车共销售 365.03 万辆，累计同比增长 20.84 %。乘用车各细分车型中，除 MPV 累计同比下滑 10.26 % 之外，基本乘用车、SUV、交叉乘用车皆同比增长，且增幅较大。

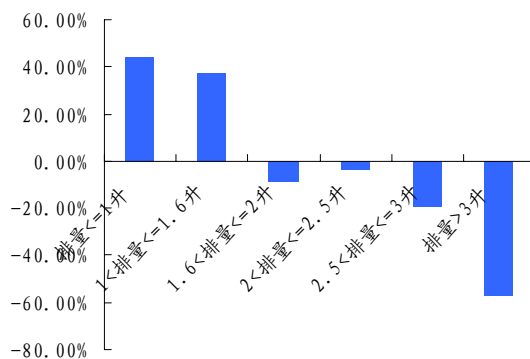
图6. 乘用车月度销售和同比增速变化



资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

从乘用车细分排量看，前 5 个月则涨跌互现，排量小于 1 升和排量小于 1.6 升的乘用车都出现 35 % 以上的同步增速，排量大于 3 升的乘用车则同比下滑了 58 %。不同排量出现如此大的涨跌差异主要是由于国家于 08 年 9 月和 09 年 1 月调整了消费税和购置税政策，目前这两个税种明显向小排量车倾斜。根据 06 年 4 月消费税调整之后的乘用车销售趋势看，不同排量乘用车在半年之内对消费税调整反应较大，半年之后影响逐渐减弱。

图7. 不同排量乘用车前 5 月累计涨幅 (单位: %)

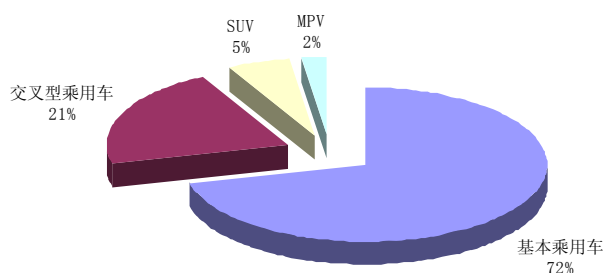


资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

我们认为，鉴于国家对节能减排和新能源车的发展需求，未来对小排量车的政策倾斜会继续维持，1.6 升以下乘用车销售优势仍将继续。同时随着两税，尤其是购置税影响的逐步减退，1.6 升至 2.5 升之间乘用车的销售下半年有望回暖。政府采购用车和乘用车升级换代的二次消费将是该排量乘用车销售的主要推动力。

从各乘用车车型销售占比看，基本乘用车占比仍然最大，交叉型乘用车占比逐步扩大，前 5 个月累计销量已达到乘用车总销量的 21%。未来还有进一步增加的趋势。SUV 虽然近两年增速较大，但其销售占比仍较小。

图8. 不同乘用车型前 5 月销售占比（单位：%）

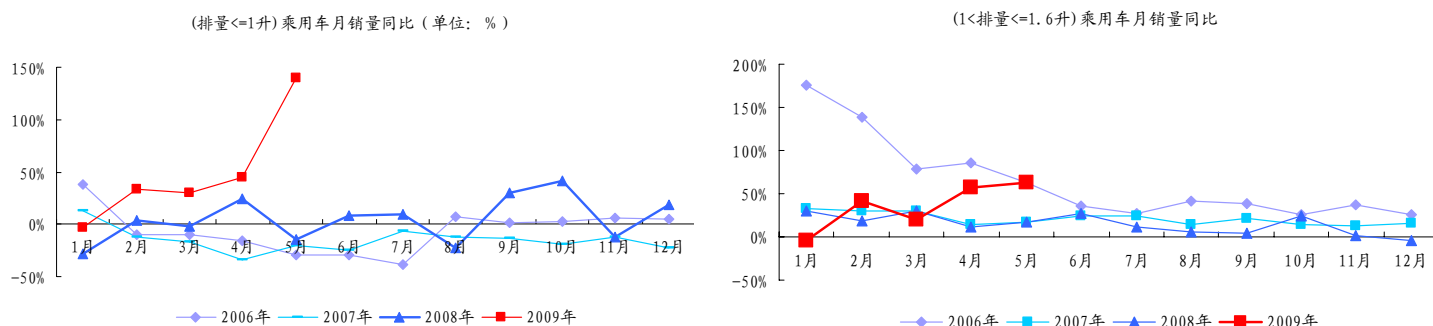


资料来源：东海证券研究所、汽车工业信息网

2.2 上半年低端轿车销售较多，下半年中高端轿车有望发力

由于基本乘用车，也就是轿车在乘用车中所占比例较大，因此轿车的走势基本与乘用车整体走势一致。由于此次消费税和购置税调整的时间差距，排量小于 1 升的轿车 08 年 9 月便开始增长，而排量介于 1 升和 1.6 升的轿车从 09 年 2 月才开始发力。不过由于 1.6 升排量轿车是传统“黄金排量”的低端，因此更受消费者青睐。预计未来该排量轿车还会有更大增长。从历史数据看，排量在 1 升至 1.6 升轿车的销售波动也大于排量小于 1 升的轿车波动。

图9. 小排量轿车同比增速变化

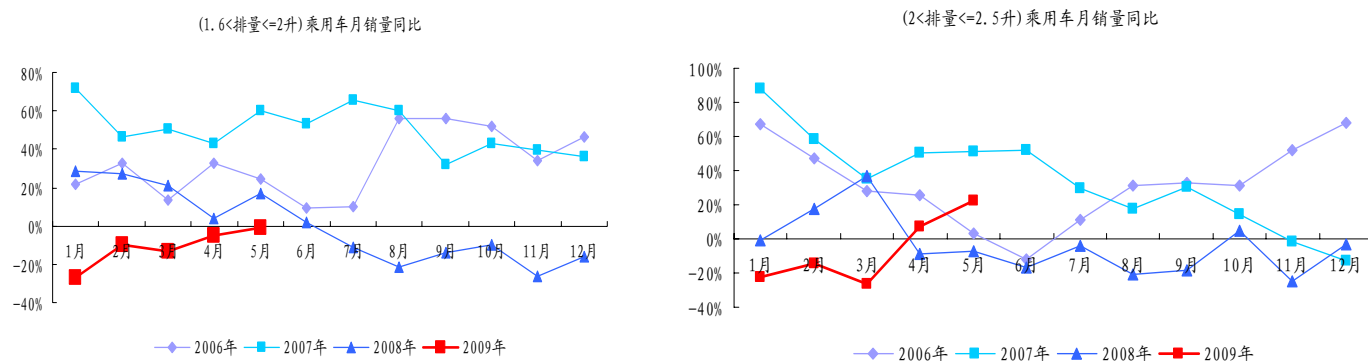


资料来源：东海证券研究所、汽车工业信息网

不过排量小于 1.6 升以下的轿车基本处于轿车产业结构的低端，平均售价低于 10 万元，单车利润不高。低端车销售增长容易造成轿车企业销售增量不增收的局面。不

过目前 1.6 升至 2.5 升之间轿车销售正逐步恢复, 该排量范围轿车单车利润高, 对企业利润贡献较大。因此下半年轿车企业盈利能力将好于上半年。

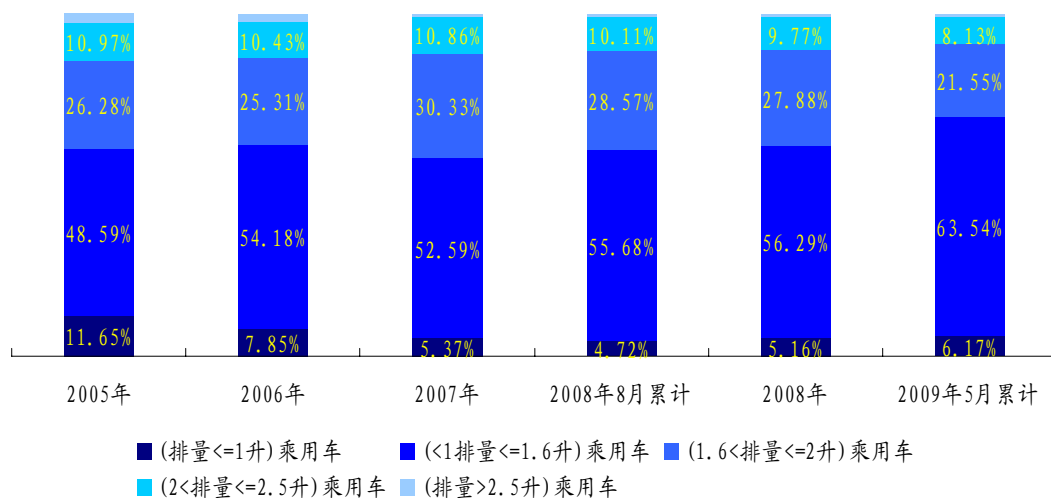
图10. 1.6 升<排量≤2.5 升乘用车月度销售变化



资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

图 11 为不同排量轿车销售占比, 从 08 年 9 月实行消费税改革以来, 不同排量轿车销售占比已经出现了很大的变化。大排量轿车市场正逐步被小排量轿车所挤占。预计这种趋势短期还将继续。

图11. 不同排量轿车销售占比



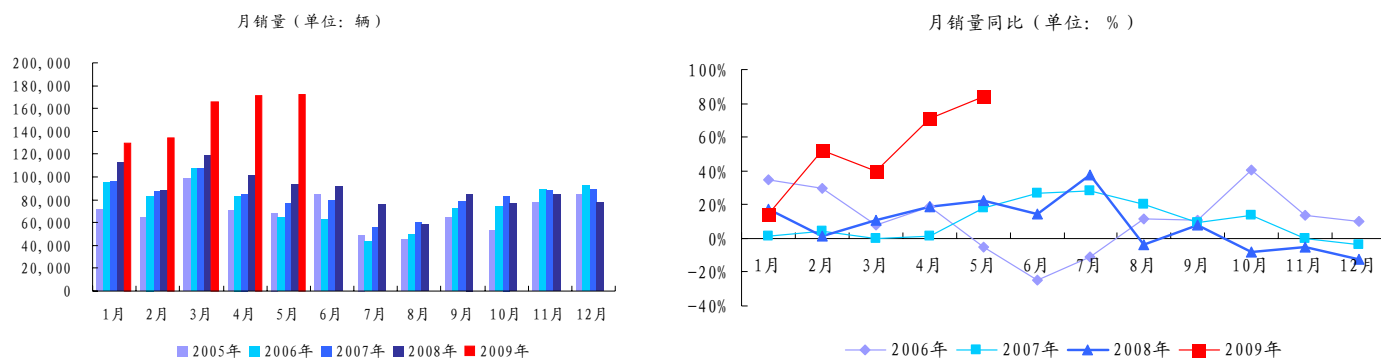
资料来源: 东海证券研究所

不过 1.6 升至 2.5 升排量轿车的刚性需求长期仍将存在, 预计随着购置税对不同排量轿车销售的影响逐步减退, 1.6 升至 2.5 升排量的轿车销售将逐步回升。从历史数据看, 2006 年 4 月消费税调整虽然影响了 2006 年 1.6 升至 2.5 升排量轿车的销售, 但 2007 年该排量轿车销售便出现反弹。说明税收政策随着时间的推移其影响会逐步减弱。

2.3 交叉型乘用车增速迅猛，车型有所升级

乘用车行业中，交叉型乘用车由于其排量主要在 1.6 升以下，因此受益政策最为明显。从月度销售数据来看，同比增幅呈现大幅攀升趋势，并率创新高。5 月份同比增速达到 84.02%。交叉型乘用车前 5 个月销售已达到 77.32 万辆，预计全年销量将超过 150 万辆。

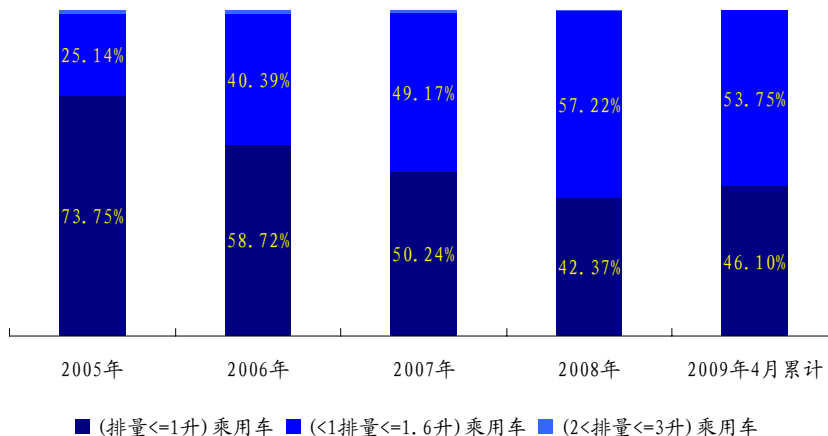
图12. 交叉型乘用车月度销售和同比增速变化



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

交叉型乘用车虽然属于低端车型，但从 08 年起，1 升到 1.6 升排量的交叉型乘用车已超过排量小于 1 升的交叉型乘用车，说明交叉型乘用车也在向高端演进。即使在 08 年下半年汽车销售处于低迷期，1 升到 1.6 升排量的交叉型乘用车也出现同比增长 20% 以上的成绩，显示该排量强劲的刚性需求。

图13. 不同排量交叉型乘用车占比



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

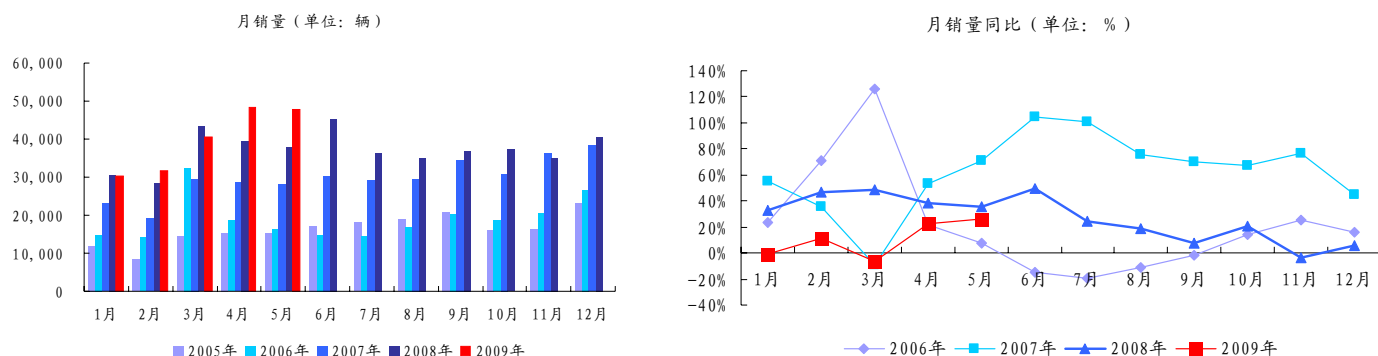
09 年前 4 个月 1 升到 1.6 升排量的交叉型乘用车累计增幅 49.11%，大于排量小于 1 升的交叉型乘用车累计增幅，预计 09 年 1 升到 1.6 升排量的交叉型乘用车占比将超过 60%。

交叉型乘用车销售放量，说明乡镇复合型用车需求的高速增长。虽然该车型售价低，单车利润小，但较大的产销规模仍将带给企业足够的盈利。

2.4 SUV 增速依旧，消费结构正发生改变

SUV 的表现在 08 年十分抢眼，08 年上半年销售大幅增长，下半年则有所回落。09 年上半年 SUV 受乘用车换代，消费升级影响，继续出现同比增长。虽然消费税和购置税两税调整对 SUV 利好影响不大，但养路费取消和油价下调，对 SUV 构成实质性利好。同时，2002 年乘用车购车高峰中所购买的车，现在处于逐步替换期，由于消费者对乘用车的替换倾向于选择高一级的车型，SUV、尤其是城市 SUV 也是乘用车换代的主要选择。目前 CRV 等中高端 SUV 销售旺盛也说明了这一现象。

图14. SUV 月度销售和同比增速变化



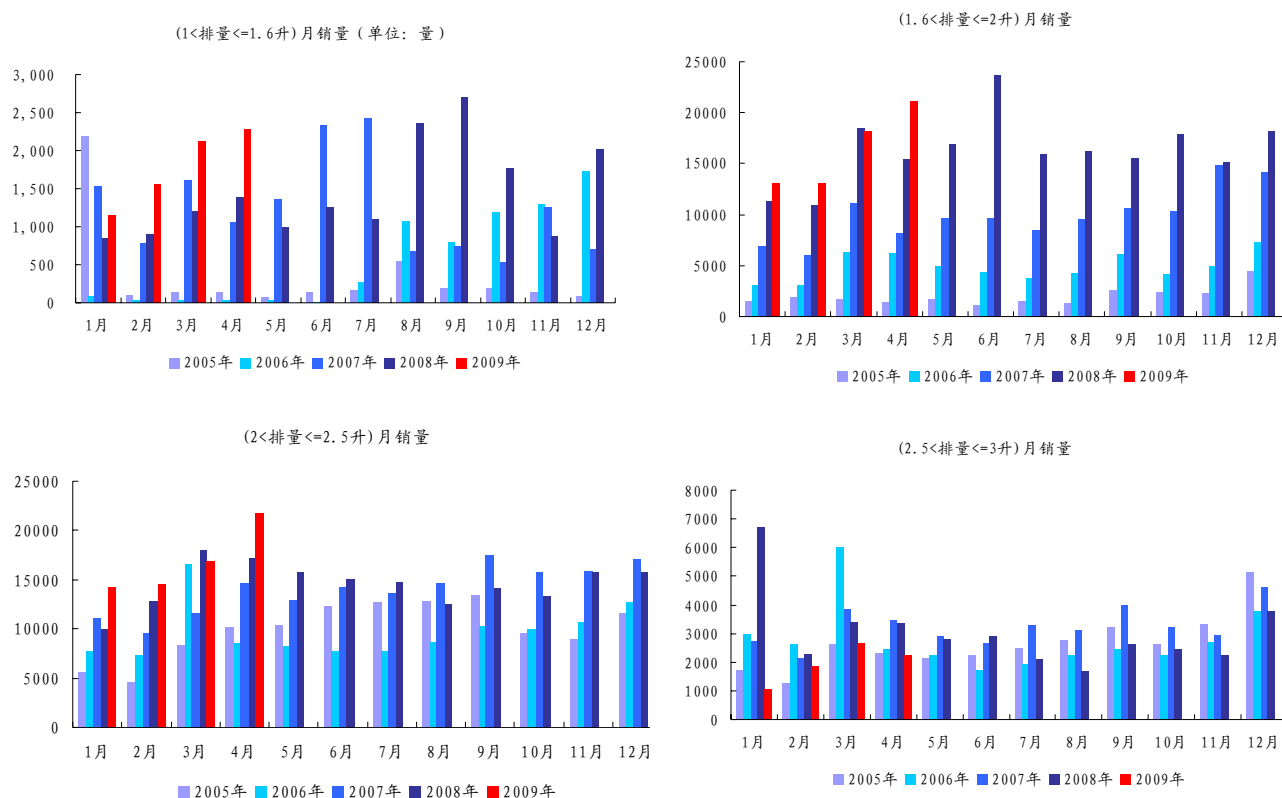
资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

不过，随着未来油价上涨的预期和国家鼓励节能减排的政策宣传，SUV 消费结构也正在发生一定转变。从 08 年下半年 SUV 细分排量销售情况看，1 到 1.6 升排量和 1.6 到 2 升排量 SUV 销售逐月同比皆增长，而且 1 到 1.6 升排量 SUV 增长幅度较大。2 到 2.5 升排量 SUV 在 08 年下半年有所回落，09 年又返回增长趋势。2.5 升以上 SUV 则连续出现同比滑落。

预计未来且 1 到 1.6 升排量 SUV 增长幅度仍处于领先，不过由于该排量范围 SUV 销售体量不大，对 SUV 整体走势影响较小，未来 SUV 主力车型还是 1.6 到 2 升排量和 2 到 2.5 升排量的车型。09 年下半年这两个排量范围的 SUV 销售仍能百尺竿头、更进一步。

预计未来 2.5 升以上 SUV 占比将逐渐减少，大排量 SUV 销售集中在进口豪华车型上。随着新能源汽车的逐步推广实施，混合动力 SUV 也是主要发展方向。目前技术较成熟的雷克萨斯混合动力 SUV 百公里油耗已降至 8 升以内。预计年内长丰 CS7 等混合动力 SUV 将有一定销售规模。

图15. 不同排量 SUV 月度销售变化

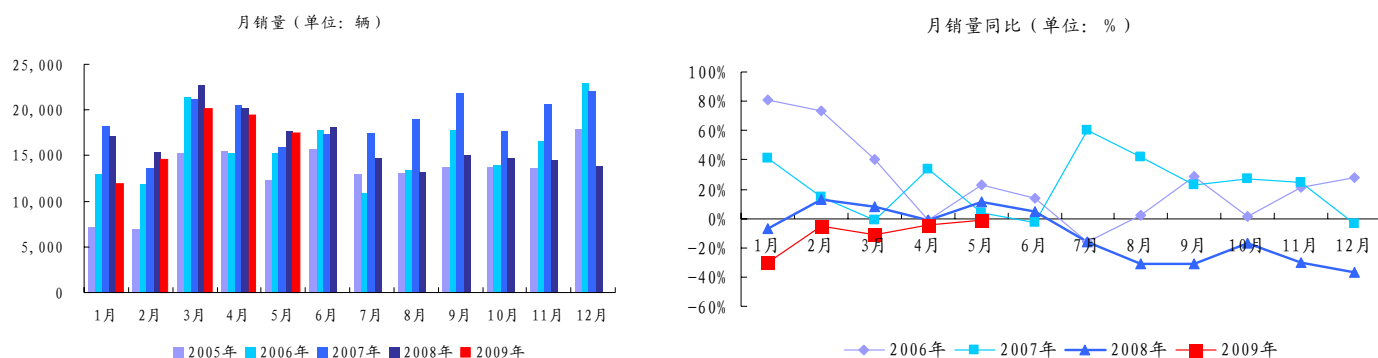


资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

2.5 MPV 复苏有望下半年实现

MPV 前 5 个月仍未能实现同比增长。由于 MPV 主要定位于商务用车, 08 年下半年低迷的经济预期制约了 MPV 的购置需求。09 年该需求正逐步释放, MPV 逐月同比滑落也逐步减少。

图16. MPV 月度销售和同比增速变化

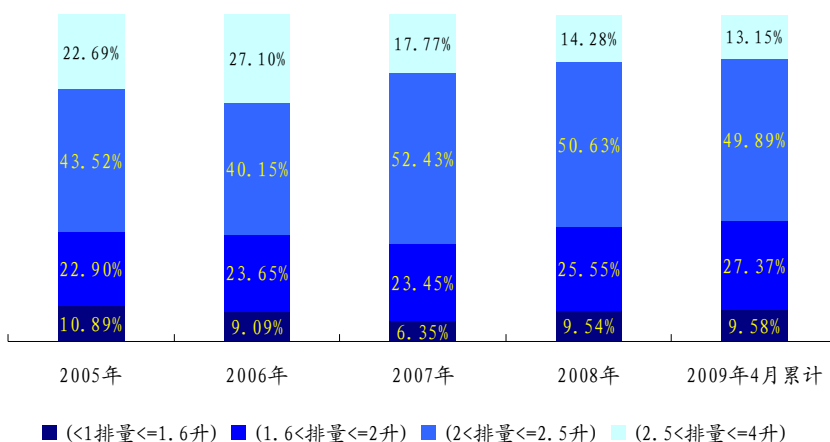


资料来源: 东海证券研究所, 汽车工业信息网

由于 08 年下半年 MPV 销售较少, 造成可比基数较低, 因此 MPV 下半年实现同比增长可以肯定。购置税对 MPV 销售有一定影响, 排量小于 1.6 升的 MPV 从 2 月份起已出现微量的同比增长。不过我们认为, 由于 MPV 的商用化性质, 1.6 升以下不是

未来 MPV 的主要排量范围。预计 1.6 至 2.5 升排量 MPV 将会是主要排量范围，2.5 升以上排量的 MPV 销售将逐步减少。

图17. 不同排量 MPV 占比



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

3. 重卡有望下半年复苏

3.1 载货车将维持低开高走趋势

载货车在1月份出现36.61%的同比滑落之后，之后几个月一直维持振荡上升趋势，5月同比达到10.81%。前5月载货车销售累计同比上涨0.13%，各细分车型中除重卡外，中卡、轻卡、微卡同比都上涨，微卡同比涨幅最大，累计达到40.91%。中卡累计同比也出现4.69%的上涨。重卡累计销量同比下滑31.13%，下滑幅度较大，主要因为重卡08年上半年提前消费造成可比基数较大。不过从逐月数据看，重卡的同比下降正逐步减少，5月份同比滑落21.72%，而1月份重卡同比下滑曾达到72.59%。

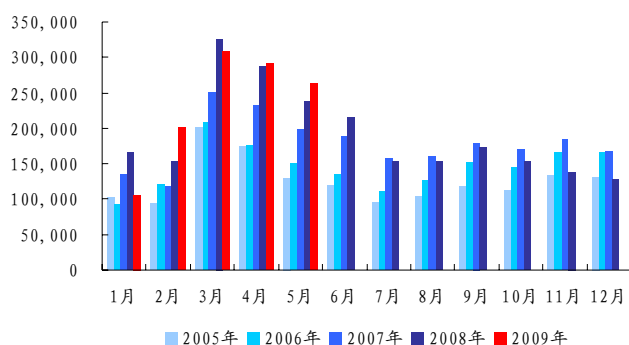
载重车销售同比微涨主要是轻微卡受政策驱动出现产销两旺局面，另外7月3.5吨以下轻微卡强制执行国3排放标准也使得该范围内汽车出现提前消费局面。由于国家“汽车下乡”政策执行的起始日期是3月1日，3月以后轻微卡受此因素促动出现较大销售热潮，预计轻微卡热销还将继续。

载货车销售，尤其是重卡销售属于投资拉动型。国内基建项目的开工建设将带来水泥搅拌车等基建车辆需求上升，重卡非完整车辆生产在4月份已超过去年同期。城乡物流的发展也将提高载货车需求，09年下半年国内消费如能有效提升，将增加货物运输量，进而增加中重卡的新增需求。

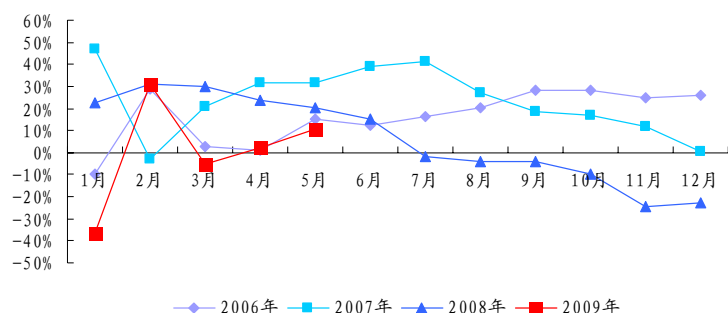
载货车08年下半年销售滑落造成可比基数不大，预计6月以后载货车销售同比将会出现逐步增大的走势。

图18. 载货车月度销售和同比增速

载货车月销量（单位：辆）



载货车月销量同比（单位：%）

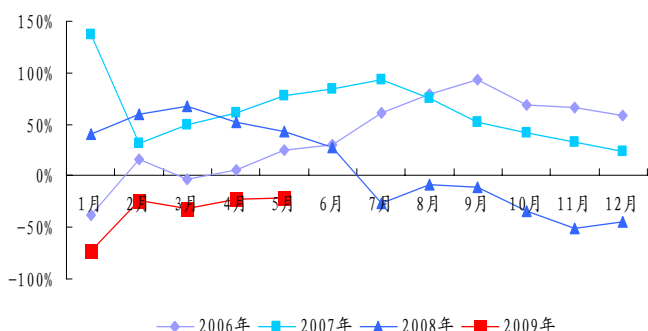


资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

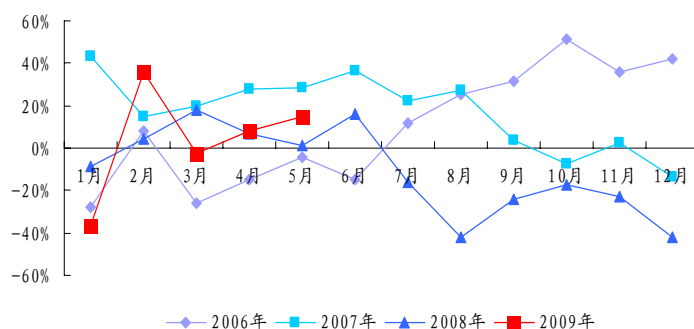
图 19 和图 20 为载货车各细分子行业重卡、中卡、轻卡、微卡月度销售同比增速情况。重卡销售前 5 个月一直处于同比下滑范围内，与我们原先预计的“重卡上半年销售都难有起色”相一致。预计重卡 6 月份有望出现同比增长，同时可以肯定下半年重卡销售将超越去年同期，随着国家基建项目的进一步实施和国家鼓励重卡消费政策的逐步落实，预计未来重卡销售将逐步走出困境，相关上市公司利润也会出现恢复性增长。

图 19. 重中卡月度同比增速

重卡月销量同比（单位：%）



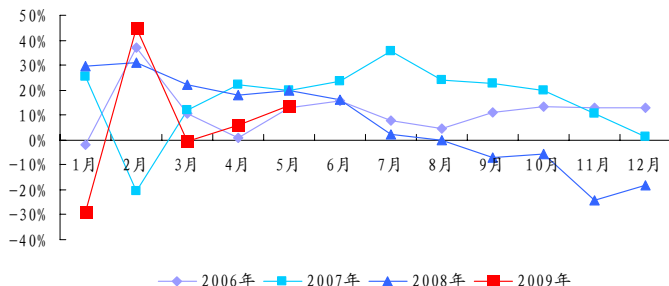
中卡月销量同比（单位：%）



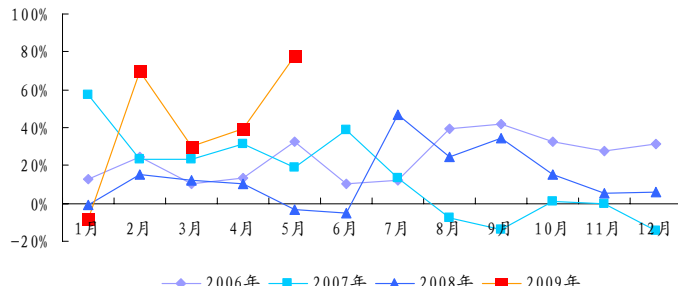
资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

图 20. 轻微卡月度同比增速

轻卡月销量同比（单位：%）



微卡月销量同比（单位：%）

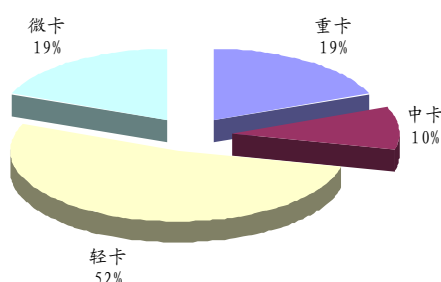


资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

2 月份以后轻微卡销售继续旺盛，尤其是微卡销售大幅攀升。由于 7 月将实施 3.5 吨以下的轻微卡国 3 标准，所以和 2008 年重卡销售类似，该排量范围内的轻微卡上半年出现提前消费现象。应警惕下半年可能出现的需求萎缩情况。由于重卡燃油经济性高于轻微卡，在油价提高以后重卡的优势将逐步显现。

国家《汽车产业调整和振兴规划》要求重卡占载货车的比例今后达到 25%以上，09 年前 5 个月重卡整车，加重卡非完整车辆和半托挂车销售占载货车销售的比例只有 19%，如图 21，因此未来重卡仍有较大发展空间。

图21. 载货车前 5 月销售占比（单位：%）

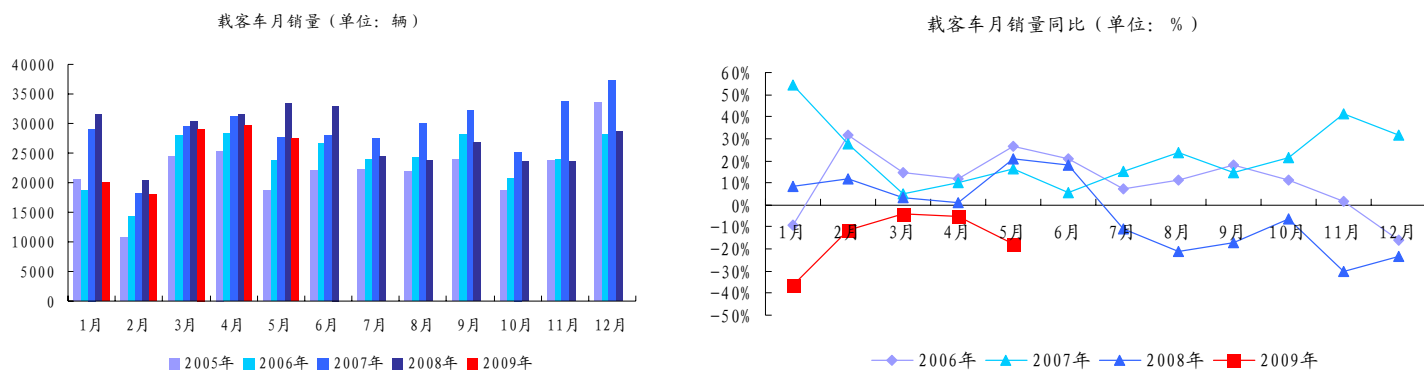


资料来源：东海证券研究所、汽车工业信息网

3.2 载客车销售仍未见起色

含客车非完整车辆，截止 09 年 5 月载客车出现连续 11 个月销售同比滑落，5 月份载客车同比下滑继续加大，达到 17.9%，如图 22。

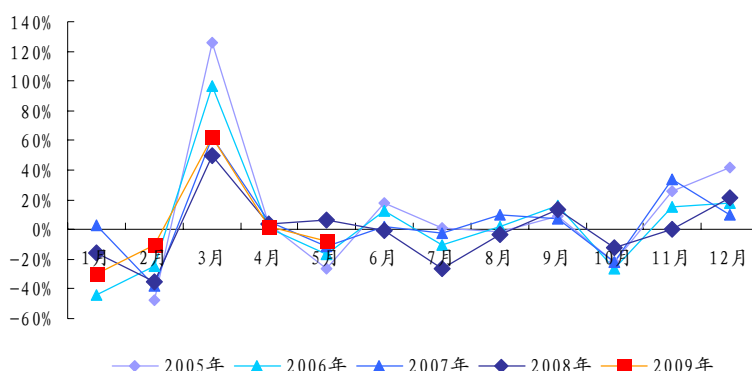
图22. 载客车月度销售和同比增速



资料来源：东海证券研究所、汽车工业信息网

载客车销售 3 月份环比出现大幅增长，这主要与载客车销售季节性有关。如图 23。整体来看，载客车销售仍遵循比较有规律的环比趋势。我们认为，除非未来有相关鼓励客车销售政策出台，否则载客车整体销售将不会出现惊喜。混合动力、纯电动等新能源客车现在还处于小规模销售，短期不会对载客车销售起到比较大的贡献。预计载客车下半年同比下滑会有所减缓，载客车销售旺季 11 月，12 月同比将出现增长，但 09 年全年载客车将出现 10% 以内的同比滑落

图23. 客车销售环比趋势



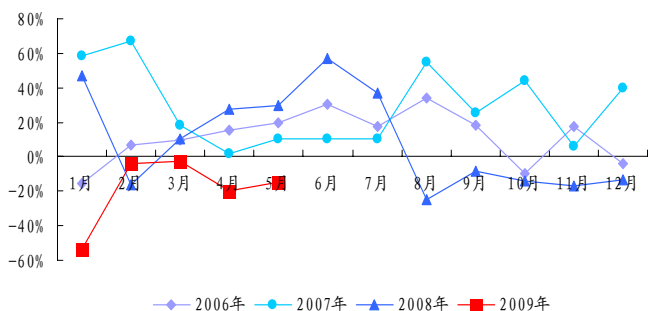
资料来源：东海证券研究所

图 24 为大客、中客、轻客月度销售同比增长。08 年 12 月份大客销售稍有回升迹象，但 1 月份出现大幅度同比下滑。2、3 月数据虽然稍有好转，但 4、5 月继续向下。不过 4 月大客销售环比仍达到 23.64%，虽然小于往年数据，但基本销售趋势向好。由于 6、7 月可比基数较大，预计大客难以出现较好表现。但 8 月以后大客同比将趋于好转。

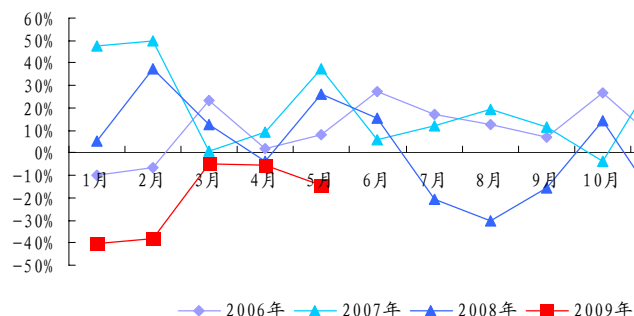
轻客前 5 个月累计同比下滑 12.57%，为载客车各车型中同比下滑最小的车型。预计未来轻客受益于城乡客运和物流运输增加和汽车以旧换新等国家利好政策，还会有较好表现。轻客下半年销售有望超越 08 年同期水平。

图24. 大、中、轻客月度销售同比增速

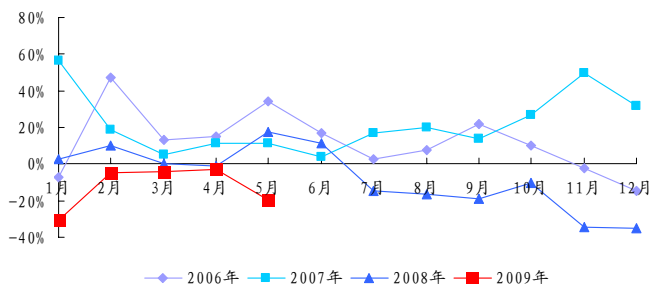
大客月销量同比（单位：%）



中客月销量同比（单位：%）



轻客月销量同比（单位：%）



资料来源：东海证券研究所，汽车工业信息网

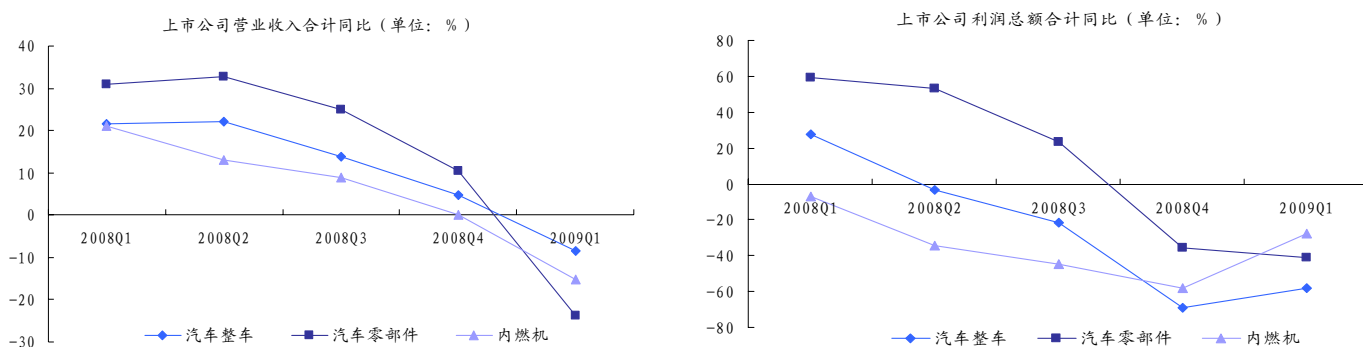
4. 汽车销售增量不增收情况下半年有望缓解

4.1 汽车上市公司一季度收入和利润双双滑落

一季度汽车整车上市公司实现营业总收入 678.51 亿元，同比下降 8.58%。汽车零部件实现营业总收入 157.03 亿元，同比下降 23.82%。一季度汽车整车上市公司实现利润总额 16.32 亿元，同比下降 57.99%。汽车零部件实现利润总额 14.30 亿元，同比下降 40.79%。

乘用车上市公司营业总收入同比下降最少，为 4.3%，商用载客车由于销量下滑，营业总收入同比下降达到 35.11%。但乘用车利润总额同比下降仍达到 57.16%。汽车行业整体出现利润下滑大于收入下滑的趋势。根据汽车行业协会数据，包括一汽、上汽、东风和长安在内的 19 家重点企业集团，其第一季度利润总额仅为 108 亿元，同比减少 48.36%，经济效益指标的降幅甚至超过 56%。

图25. 汽车上市公司收入和利润合计同比（单位：%）



资料来源：东海证券研究所，Wind

前 5 月交叉型乘用车的增长成了支撑车市新高的关键车型。而交叉型乘用车仅 4 万元左右的售价显然无法带来更大的利润空间。而轿车虽累计增长 16.17%，但主要贡献来自于 1.6 升及以下排量车型，前 5 月该类车型累计销量占轿车总销量 69.71%。

我们认为，企业企业利润下滑有以下原因。

1. 3 月份，国产汽车价格环比下降 0.26%，同比下降 0.41%。其中乘用车价格以降为主，环比下降 0.46%，同比下降 3.45%。
2. 部分上市公司因为销量下滑，造成营业收入和利润双双下滑。如海马股份、东风汽车、ST 昌河等业绩出现较大下滑，均是因为产销量出现下滑。
3. 部分上市公司销售结构下调。如一汽轿车，一季度公司毛利率较高的 2.3 升产品份额有所下降，奔腾 2.3 升和马自达 2.3 升销量分别同比下降 72% 和 87%，而奔腾 2.0 升和马自达 2.0 升销量均同比增长了 30%。
4. 部分上市公司投资收益下滑，如长安汽车，公司 09 年一季度投资损失为人民币 1160 万元，08 年同期投资收益则为人民币 3.081 亿元。尽管一季度长安汽车营业收入增长 22%，但利润仍大幅下降将近 90%。

不过 5 月份 1.6 升以上至 2.0 升的轿车销售同比下滑已减少至 1.19%，2.0 升至 2.5 升排量轿车销售同比增长 22.3%，轿车销售结构上调有利于增加单车利润，提升企业整体盈利。另外，产能利用率的提高也将改善汽车企业的盈利状况。

我们认为，下半年投资收益下滑等不利因素已得到抑制，汽车销售结构也有望向高端移动。虽然汽车价格下调和原材料上升仍会制约企业的盈利能力，但产销量提升将减少单车成本，提升企业整体盈利水平。

4.2 产业政策是汽车企业营业收入和利润提高的催化剂

我们认为最近汽车销售出现较大反弹主要受益于有力度的行业政策支持。未来相关的行业政策将会朝着持续深化的方向发展。《汽车产业调整和振兴规划》已经提供了行业未来发展的框架性思路。根据规划要求，未来汽车行业发展较快的领域有：

- 1、目前含交叉型乘用车，1.0 升以下乘用车占乘用车销售总量 14%，要达到规划要求的 15%以上市场份额，仍有一定发展空间。
- 2、规划要求重型货车占载货车的比例今后达到 25%以上，因此重卡仍有较大发展空间。
- 3、规划要求形成 50 万辆纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车产能，新能源汽车销量占乘用车销售总量的 5%左右。如按 2008 年乘用车销售 675.56 万辆计算，则纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车销售 2011 年应达到 45 万辆以上。该规模将带动汽车产业较大变革，电池、电控等上游汽配企业将获得极佳的发展机会。
- 4、规划要求通过兼并重组，并明确规定了鼓励兼并重组企业的名单。其中，鼓励上汽集团、一汽集团、东风汽车集团、长安汽车集团（总称“四大集团”）在全国范围内实行兼并重组，支持北汽集团、广汽集团、奇瑞汽车、中国重汽（总称“四小集团”）实施区域兼并重组。按照这一规划，上汽集团、一汽集团、东风汽车集团和长安汽车集团将进入快跑通道，争夺“2-3 家产销超 200 万辆的大型企业集团”的名额。而北汽集团、广汽集团、奇瑞汽车、中国重汽则进入“四小集团”，“四大四小”取代原来的“三大三小”将引领中国汽车发展的新潮流。

4.3 汽车行业 09 年下半年预测

乘用车受较刚性需求支持和国家利好政策影响，上调年初 5%左右增长预计，预计乘用车 09 年全年产销增长 15%左右，汽车整体将实现 10%左右增长，载货车下半年将优于上半年表现，全年实现 5%左右增长。载客车如无利好政策出台，则全年将出现 8%左右下滑。

09 年下半年汽车行业投资机会

- 汽车产业振兴规划的作用将进一步明显，小排量车将继续保持增长，相关整车、汽配和内燃机企业将出现产销继续增长
- 兼并重组将会继续，国家和地方国资委将继续支持汽车企业合并
- 油价进一步走高将支持燃油经济性高的整车和汽配企业获得优于行业的发展机会，重卡将走出低谷
- 旧车换新将促进消费结构向高端化适度发展，这将有利于企业盈利状况改善
- 新能源车有望在年底开始实用，新能源车和电池等配件将为公司贡献实际业绩

A 股市场上汽车行业上市公司涨幅居前，从 09 年初至 6 月 15 日，汽车整车涨幅为 106%，汽车零部件涨幅为 158.9%，大幅跑赢 A 股 80.93%的均值涨幅。汽车股前期涨幅虽然已较多，但未来仍能看高一线。建议关注以下方面的投资机会：集团资产整合、上游细分子行业、有新能源和成长性业务的公司、下半年同比增长较高的企业。

下半年给予载货车和汽配子行业“推荐”评级。表 2 为重点关注上市公司估值与评级。

表2. 重点关注上市公司估值与评级（股价日期为 6 月 19 日）						
	股价（元）	09EPS （元）	10EPS （元）	09PE	10PE	评级
中鼎股份	9.94	0.46	0.56	21.61	17.75	增持
黑猫股份	8.59	0.31	0.61	27.71	14.08	增持
一汽轿车	15.15	0.73	1.21	20.75	12.52	增持
江淮动力	6.96	0.43	0.53	16.19	12.62	增持
威孚高科	11.05	0.42	0.53	26.31	20.85	增持
科力远	16.79	0.38	0.46	44.18	36.50	中性
启明信息	16.00	0.45	0.59	35.56	27.12	中性
海马股份	5.39	0.19	0.33	28.37	16.33	中性

5. 重点推荐的上市公司

5.1 中鼎股份（000887）

公司产业链完善，拥有炼胶、模具开发和加工成形等橡胶产品制造过程的全部生产流程。从公司主营各项业务来看，汽车橡胶件仍然是主要业务来源，发展较为稳定。工程机械橡胶件和家用电器橡胶件是公司的传统业务，但随着公司汽车业务和消费电子橡胶件业务的拓展占比逐步减少。混炼胶业务作为其它橡胶制造业务的上游，收入贡献较为稳定。从 2008 年起，公司积极拓展新业务领域，其中游戏鼓膜片实现销售收入 1500 万美金，2009 年微软第二代游戏鼓订单已经确认，订单规模大于 08 年。公司将于下半年生产，预计未来游戏鼓产品继续升级，公司仍将获得后继订单。与此同时公司与伟创利的合作关系将提升，公司有望获得其它游戏机橡胶件产品订单。

公司通过募集资金和自有资金收购了集团旗下的中鼎泰克 50% 股权、中鼎模具 100% 股权、中鼎精工 75% 股权和中鼎减震 95% 股权。中鼎泰克和中鼎模具已并入 2008 年报，中鼎减震和中鼎精工从 2009 年起计入合并报表。中鼎模具和中鼎精工主要作内部服务。中鼎减震从事减震橡胶件制造，具有较高的技术含量。产品主要为上汽、一汽、北京现代、广州本田、奇瑞、江铃等国内知名汽车制造企业作配套，目前已开始为欧美和日系车作配套。中鼎泰克为中鼎和韩国泰克的合资公司。主要为海外和国内汽配厂商配套，目前客户有德尔福、博世、德国大陆、美国天合 TRW 等知名汽配公司。中鼎泰克和中鼎减震都位于宁国经济开发区新区，厂房内还有大于 50% 的闲置空间，因此短期内扩产需求很容易满足。

公司产品成本构成为，原材料占 60%、制造费用占 25%、人工费用占 15%。原材料由天胶、合成胶、金属、碳黑，以及添加剂、硫化剂等化工材料构成。其中天胶、合成胶和金属对成本影响较大。目前上述原材料价格在低位盘整，公司毛利率增长较快，08 年 4 季度和 09 年 1 季度毛利率都达到 33% 以上。同时，安徽宁国较低的人工工资也使得公司成本优势较为明显。由于非轮胎橡胶件的加工属于劳动密集型，每辆汽车的橡胶配件可多达 200 种，橡胶配件随车型变化也较大，因此模具和橡胶配件加工需较多人力配合。宁国人力资源充裕，当地有众多橡胶加工的小企业，熟练工人很多，公司具有丰富的资源优势。公司从今年开始采用活性粉体技术，其主要原理是将橡胶件边角料重新分类回收利用，预计该技术将使公司毛利率增长 2 个百分点。综合

预计公司未来毛利率有望维持在 30% 左右。

公司汽车橡胶件业务随着汽车产业的平稳发展将保持 5% 以上的稳定增速，TRW 合同将在 2010 年贡献利润。公司家用电器橡胶件中滚筒洗衣机密封圈业务具有较好成长性，但考虑滚筒洗衣机为高档洗衣机，受此次家电下乡的影响没有低档洗衣机大，短期内难以形成较强利润增长点。公司活性粉体技术能有效降低生产成本，但该技术只能应用于同配方比例的橡胶件中，公司虽然现在已与一些轮胎企业达成外销意向，但其方式只能是公司帮助轮胎企业将废料回收再应用于同类轮胎中，由于配方比例不同和运输成本限制，预计该业务短期内出现大幅增长的可能性较小。考虑 2009 年中鼎减震和中鼎精工合并入公司报表，销售收入会出现较大增长。基于上述假设，预计公司 2009 年和 2010 年每股收益为 0.46 元和 0.56 元。给予“增持”评级。

5.2 黑猫股份（002068）

公司第一季度实现营业收入 2.84 亿元，同比下降 24.96%，归属于母公司所有者净利润为 -502 万元，同比下降 147.83%，实现基本每股收益 -0.03 元。公司 1-2 月份受下游轮胎行业影响，产品销售困难，库存积压较重，3 月份销售才出现好转，所以一季度出现亏损符合预期。不过公司 4 月已出现旺盛的销售势头，生产线开工率已恢复。预计未来该趋势还将延续，公司销售收入二季度将有较大幅度增长。

公司一季度毛利率为 19%，超过 08 年同期 2.21 个百分点，大幅超过 08 年 4 季度单季度 11.81 个百分点。公司毛利率出现较大反弹，主要由于 09 年 1 季度煤焦油价格均维持于 1800 元/吨的低位，而公司产品碳黑价格较为稳定。目前煤焦油价格虽有小幅度上扬，4 月 23 日价格已到达 2200 元/吨，不过综合考虑公司产品定价，生产成本和运输成本因素，煤焦油价格维持在 2500 元/吨左右公司盈利能力最好。因此，只要未来煤焦油价格不再出现大幅上涨，公司毛利率将能维持在较高水平。

一季度管理费用占总收入比例为 4.22%，比前一季度下降 1.85 个百分点；财务费用占比 4.37%，比前一季度下降约 1 个百分点；销售费用占比 8.65%，与前一季度基本持平。由于黑猫乌海公司设立增加管理费用，以及碳黑生产线停产损失计入管理费用，公司 08 年 4 季度以来管理费出现较大增加，目前碳黑生产线已全部恢复生产，预计 09 年 2 季度管理费仍将继续回落。未来公司回笼资金压力有所减轻，票据贴现损失将减少，但乌海生产线投产需配置铺货所需的流动资金，因此财务费用继续回落可能性较小。销售费用占销售收入比例虽然较大，但绝对值与去年同期基本相同，08 年 4 月，朝阳黑猫和韩城黑猫分别投产 2 条 2 万吨碳黑生产线，09 年 6 月乌海黑猫一期 8 万吨产能建成投产，乌海黑猫二期 8 万吨产能 2010 年将建成投产。预计未来销售收入有望大幅提高，因此销售费用占比将出现较大下降。

3 月汽车销售达到 110.97 万辆，环比增长 34.1%，同比累计增长 3.88%。汽车行业的增长促进了轮胎行业的迅速回暖。公司作为轮胎行业上游，回暖时间虽然有所滞后，但汽车和轮胎业未来持续稳定发展保证了公司未来盈利的持续性。

公司碳黑产能和产量都属于行业龙头地位。目前国内碳黑行业虽然已经从快速发展阶段转变为平稳发展阶段，但由于碳黑生产需要规模优势才能盈利，此阶段一些小型和盈利能力不高的公司将退出行业竞争，公司正好可以利用这种时机扩大市场份额。我们认为中国碳黑市场未来很可能出现像美国那样由几个主要大型公司垄断的局面，公司 2010 年 48 万吨的产能将保证公司在国内的绝对龙头地位。我们仍维持公司 2009 年和 2010 年 0.31 元和 0.61 元的每股收益预期，维持公司长期“增持”评级。

5.3 一汽轿车（000800）

2008 年公司实现销售收入 202.5 亿元，同比增长 48.7%，实现净利润 10.9 亿元，同比增长 89.7%，实现基本每股盈利 0.67 元，与我们之前的预期基本一致。公司四季度销售数据虽稍有下滑，但全年大幅超过行业均值。

公司 08 年轿车销量 11.98 万辆，其中马自达 6 销量 6.91 万辆，同比增长 28%。奔腾全年销量 4.82 万辆，同比增长 107%。此销售业绩是在 08 年汽车销售普遍下滑的形式下取得的，显示出公司良好的销售渠道和雄厚的品牌认知度。08 年 12 月，马自达 6 单月销售同比增幅为 28.61%，同月基本乘用车销售同比下滑 6.89%，2-2.5 升乘用车销售同比下滑 2.98%。马自达 6 和奔腾在 08 年以前均未能“跑赢”乘用车整体销售走势，但 08 年以后，在乘用车销售出现振荡下滑趋势后，这两款车却仍保持波澜不惊的销售业绩。我们认为这两款车优良的性价比和传统的审美外观决定了它们稳定的消费群体。

公司即将上市马自达睿翼和奔腾 B50。这两款车已在此次上海车展亮相。睿翼排量为 2.5 升，定位在马自达 6 的高端。奔腾 B50 排量为 1.6 升，从新车型推出计划看，公司将通过小奔腾 B50 占领 1.6 升排量，通过新马 6 睿翼往高端发展。未来公司还将推出马自达 MPV 和更小排量的奔腾 B30。届时公司将增加两个细分市场的产品，B30 也将向更小经济排量挺进，充分享受乘用车购置税下调等汽车产业振兴规划优惠政策。另外消费者将有更多的选择，公司也可避免产品过于单一的风险。

汽车产业振兴规划明确要求汽车企业通过兼并重组作大作强，并明确规定了鼓励兼并重组企业名单。其中，鼓励上汽集团、一汽集团、东风汽车集团、长安汽车集团（总称“四大集团”）在全国范围内实行兼并重组。按照这一规划，上汽集团、一汽集团、东风汽车集团和长安汽车集团将进入快跑通道，争夺“2-3 家产销超 200 万辆的大型企业集团”的名额。未来一汽集团进入第一梯队基本没有悬念，集团整车资产注入公司的预期也逐步加大。我们仍维持原先预计的 2009、2010 年 0.73 元和 1.21 元每股收益预期。维持“增持”评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

赵世光, 汽车行业分析师, 获上海交通大学机械工程学院 CIM 研究所博士学位。拥有 8 年大型跨国公司产业经验和证券业从业经验。擅长数量分析, 对相关产业发展有深入理解。

重点跟踪公司: 威孚高科, 中国重汽, 潍柴动力, 科力远, 一汽轿车, 启明信息、云内动力、黑猫股份

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122