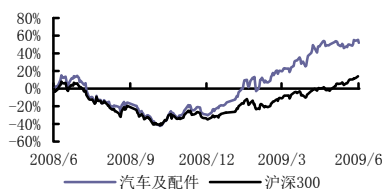


消费品及服务 - 汽车及配件

Consumable and service-Auto and auto parts

2009 年 07 月 01 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
汽车及配件	3.11%	28.94%	53.47%
沪深 300	15.23%	27.25%	12.92%

代码	名称	6m%	YTD	评级
000951	中国重汽	85.81	20.29	买入
000800	一汽轿车	113.97	67.06	增持
000338	潍柴动力	88.98	32.04	增持
000550	江铃汽车	75.88	51.78	增持
000589	黔轮胎 A	103.35	42.17	增持

吕丽华、冉飞

+86 755 83199599 ext 8202

+86 755 83199599 ext 8267

Lvlh@csc.com.cnranfei@csc.com.cn

分析师申明

本人，吕丽华、冉飞，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，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。

首选重卡龙头 继续关注整合

—汽车行业 2009 年下半年投资策略

评级： 卡车（强于大势）；乘用车、大中客、零部件（中性）

- **行业回顾：前 5 月销量屡超预期，结构性复苏突出。**前 5 月产销量分布同比增长 11%、14%，成为当前为数不多的经济复苏先导产业。在需求和成本双重持续改善下，行业盈利能力在 1 季度见底，3 季度开始有望同比正增长。
- **总体展望：终端消费重心转移，高景气持续可期。**短期来看，中西部地区汽车需求空间打开，将继续带动结构性增长；中期来看，行业内生性增长具备坚实基础，高景气度可以持续。
- **乘用车：产业调整新格局，自主品牌大有希望。**下半年增速不减，预计全年共实现销售 830 万辆，同比增长 23%，其中轿车增速 22%，中高级车市有望恢复；全球汽车产业格局朝多极化趋势演变，自主品牌正迎来加速壮大的好时光。
- **商用车：重卡复苏在即、客车等候黎明。**下半年重卡行业的消费环境明显好于上半年，预计下半年同比增长 24%；客车行业最坏的时候已经过去，恶劣形势在 2010 年有望明显改观。
- **零部件：苦乐不均、危机并存。**在海外市场萧条、国内市场结构性增长的背景下，行业苦乐不均；未来优胜劣汰势必加剧，具备技术、规模优势和先进管理能力的企业有望脱颖而出。
- **下半年投资策略：首选重卡龙头，继续关注整合。**目前行业整体估值水平已充分包含了对未来的乐观预期。子行业中，看好估值相对偏低，同时具备较大业绩弹性空间的卡车行业，首选重卡行业龙头。另外继续留意行业整合蕴含的投资机会。
- **个股推荐：**给予中国重汽“买入”评级，一汽轿车、潍柴动力、江铃汽车、黔轮胎“增持”评级。

行业回顾：销量屡超预期，结构性复苏突出

2009 年前 5 月，全国汽车累计产量 483.77 万辆，销量 495.68 万辆，分别同比增长 11%、14%，并创纪录的连续 5 个月全球销量第一。

国内车市的持续火爆也为经济增速下滑的背景增添了一抹亮色。

两大子行业中：乘用车继续强势，前 5 月销量同比增速达 21%，较 1 季度进一步增长 13 个百分点，其中除销量占比很小的 MPV 外，其他细分行业表现优异；商用车也有回暖，前 5 月销量同比下滑 2%，较 1 季度下滑幅度收窄 4 个百分点，其中货车表现总体好于客车。

出口未见起色。前 5 月累计出口量同比下滑 62%，与 1 季度相当。

总体上看，海外金融危机对出口的影响仍在持续，下半年难有较大改观。

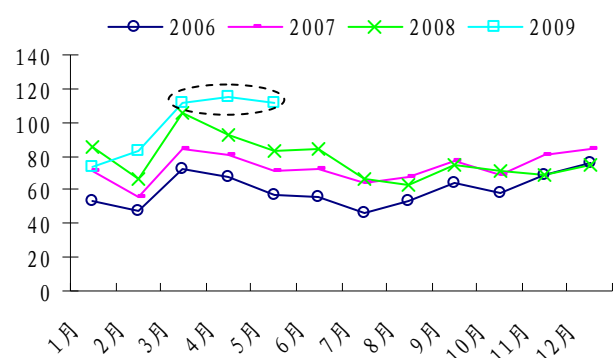
Figure 1 2009 年 1 季度、前 5 月我国汽车累计销量及出口量（单位：万辆）

	1 季销量	累计同比	前 5 月销量	累计同比	1 季出口量	累计同比	前 5 月出口量	累计同比
汽车销量	267.88	4%	495.68	14%	6.1	-62%	11.17	-62%
乘用车	199.57	8%	366.09	21%	2.32	-74%	4.22	-74%
轿车	141.55	3%	260.35	17%	1.57	-79%	2.9	-78%
MPV	4.67	-15%	8.37	-10%	0.1	267%	0.11	-19%
SUV	10.24	1%	19.84	11%	0.41	-68%	0.88	-65%
交叉型	43.11	35%	77.53	51%	0.23	-41%	0.33	-61%
商用车	68.31	-6%	129.59	-2%	3.78	-46%	6.95	-45%
客车	5.27	-9%	9.6	-5%	0.49	-21%	0.77	-18%
货车	49.92	11%	92.31	15%	2.74	-46%	5.27	-43%
半挂车	1.55	-75%	4.34	-63%	0.17	-68%	0.29	-69%
客车底盘	1.45	-40%	2.83	-39%	0.03	-73%	0.05	-64%
货车底盘	10.13	-25%	20.51	-18%	0.36	-52%	0.56	-58%

数据来源：中汽协、世纪证券研究所

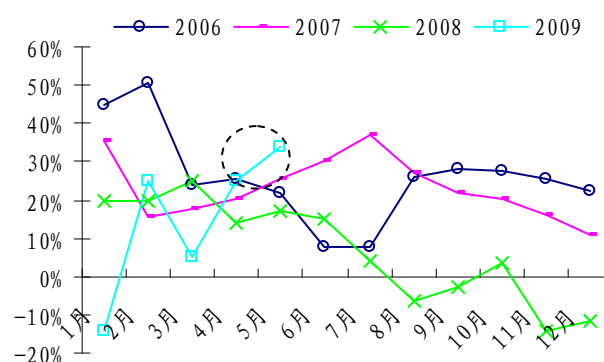
汽车月度销量具有较强的季节性特征，一般 3 月为全年高点，4 月开始环比回落，5~8 月进入淡季。不过 2009 年前 5 月销量一改以往年度走势，连续三个月突破百万辆大关，增速更屡超市场预期。

Figure 2 近 4 年我国汽车月度销量



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

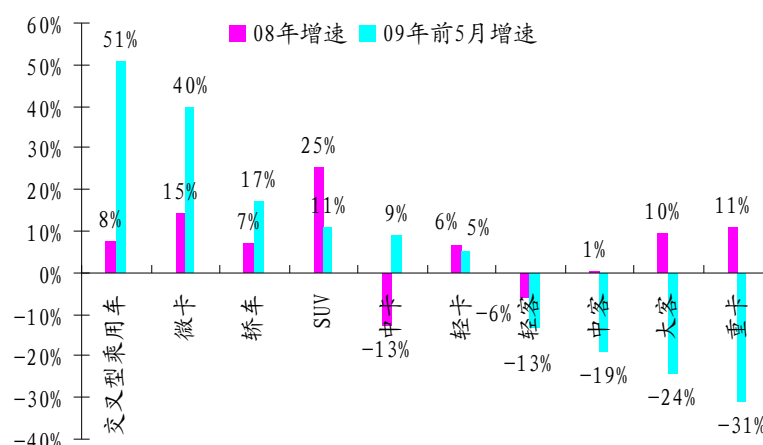
Figure 3 近 4 年我国汽车月度销量同比增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

月度销量的“反季节性”反映了在政策提振下，我国汽车消费需求的大幅释放。除轻卡受换购条件限制遇冷外，受益于购置税下调和汽车下乡两大政策的细分子行业都表现出很强的消费弹性，特别是近年销售一直不温不火的交叉型乘用车（微客），由于同时受益于以上两项政策，前 5 月销量累计实现 51% 的同比增长，其中 5 月增速更是达到了 84%。

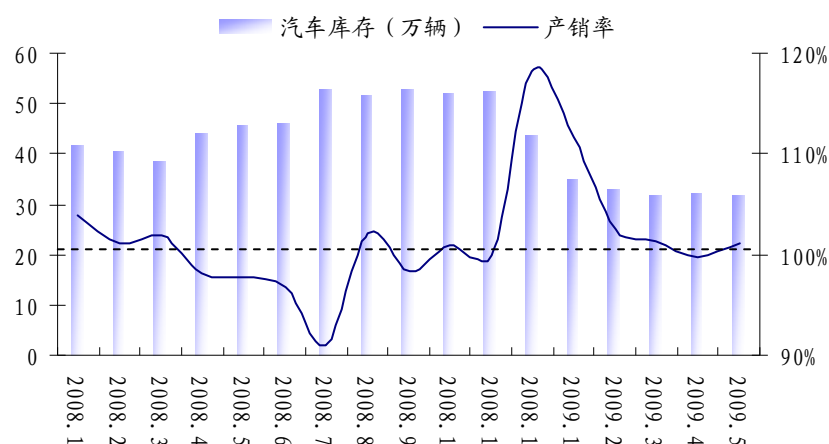
Figure 4 各细分子行业销量增速对比



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

旺盛的需求使产销率维持在高位水平，尤其是乘用车行业，从年初的“去库存”迅速转为“补库存”。部分厂家的产能利用率趋于极限，一些旺销的车型排队代购现象更是屡见不鲜。库存指标的连续低位也预示着行业自 2008 年中期开始的景气度大幅回落已告完结。

Figure 5 国内汽车月度库存变化

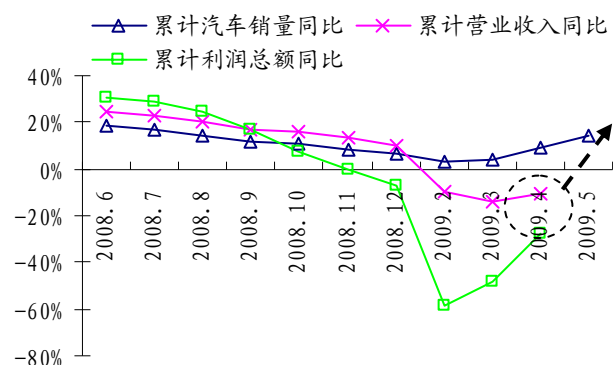


数据来源：世纪证券研究所

行业经济效益好转，向上拐点初现。以具有代表性的 19 家汽车重

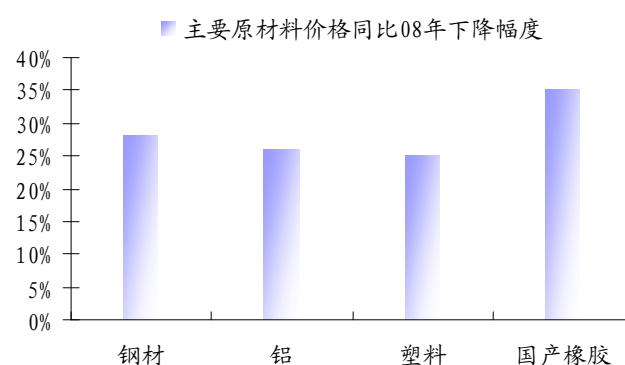
点企业（集团）为例，前 4 月累计营业收入和利润总额分别同比下降 10.74%、27.99%，较 1 季度分别收窄了 3.41、20.37 个百分点。在需求和成本双重持续改善下，行业盈利能力在 1 季度见底，3 季度开始有望同比正增长。

Figure 6 汽车重点企业（集团）经济指标同比增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 7 主要车用原材料价格低位运行



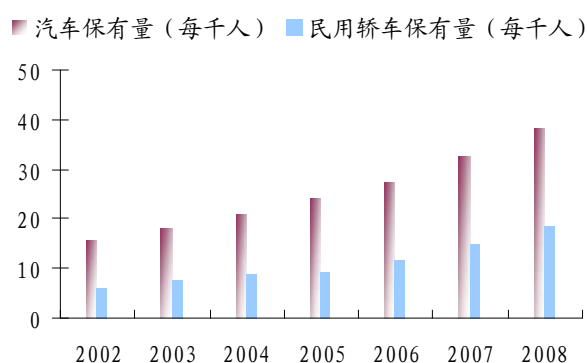
数据来源：WIND、世纪证券研究所

汽车已成为当前为数不多的经济复苏先导产业，这是值得欣喜的。但未来行业的强势能否持续，又如何演变？哪些子行业和公司具备良好的发展机遇和业绩增长空间？这是需要我们思考的重点。

总体展望：终端消费重心转移，高景气持续可期

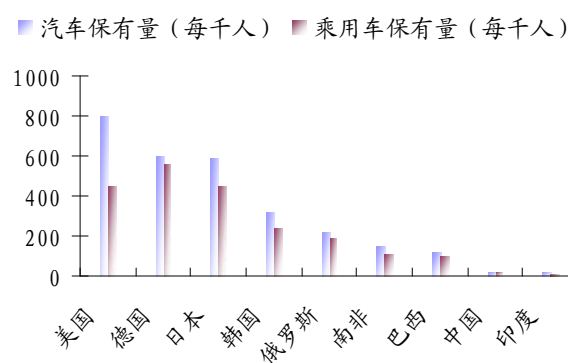
与发达国家以换购和二手车为主的汽车消费特点不同，我国汽车市场处在高速成长期，初次消费占据绝大部分比重（80%~85%），表现为较大的刚性需求。2002 年，随着我国人均国民收入首次突破 1000 美元，汽车开始走进家庭，千人保有量也从 16 辆上升至 2008 年的 38 辆，但与发达国家的差距依然悬殊，人均保有量还存在很大提升空间。

Figure 8 近年我国汽车及民用轿车保有量



数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

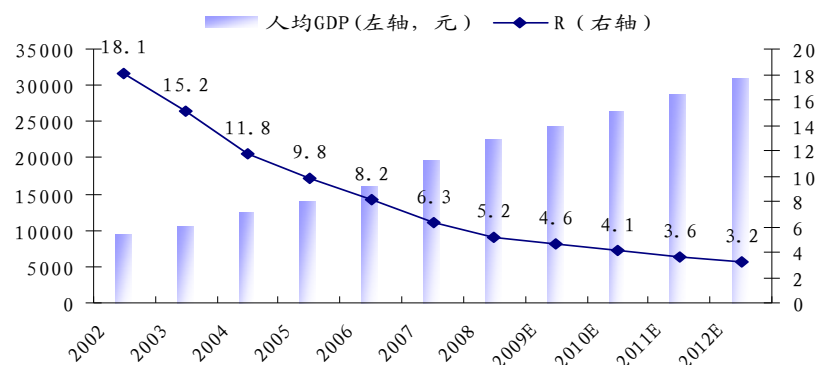
Figure 9 2007 年全球部分国家汽车保有量对比



数据来源：世纪证券研究所

在汽车各子行业中，轿车最具有代表性。参照发达国家汽车市场的经验，R 值（车价/人均 GDP）可被用来衡量轿车市场所处的发展阶段。一般当 R 值在 2~3 时，将进入至少 10 年的轿车大规模普及阶段。

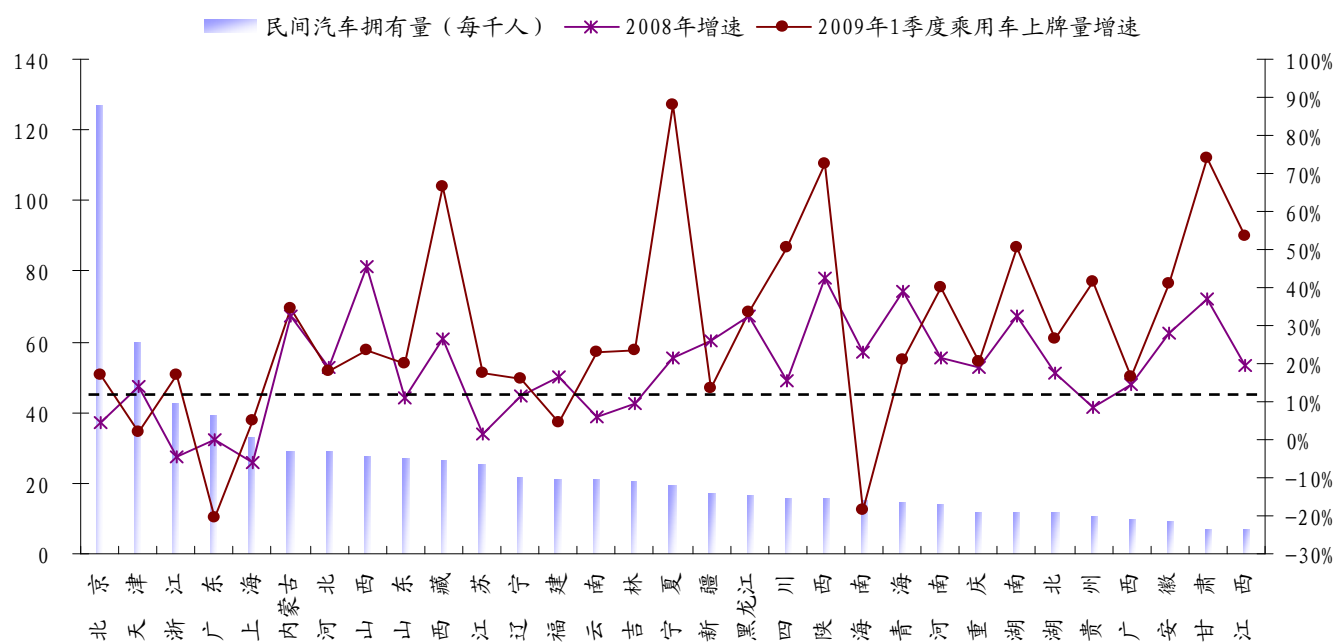
Figure 10 近年我国人均 GDP 与 R 值



数据来源：国家统计局、WIND、世纪证券研究所

我们选取国产轿车均价作为参考，在不考虑政策补贴效用，以及结构变化（小排量份额持续提升导致均价下降）的情况下，假设未来 3 年保持 8% 的 GDP 增长率和 3% 的轿车降价率。尽管从目前来看，R 值尚未到达经验区间，但距离此临界点已渐行渐近。

终端消费重心的区域性转移是近两年国内车市的一大特点，表现为大多数中西部省市销量/上牌量增速显著高于平均水平。

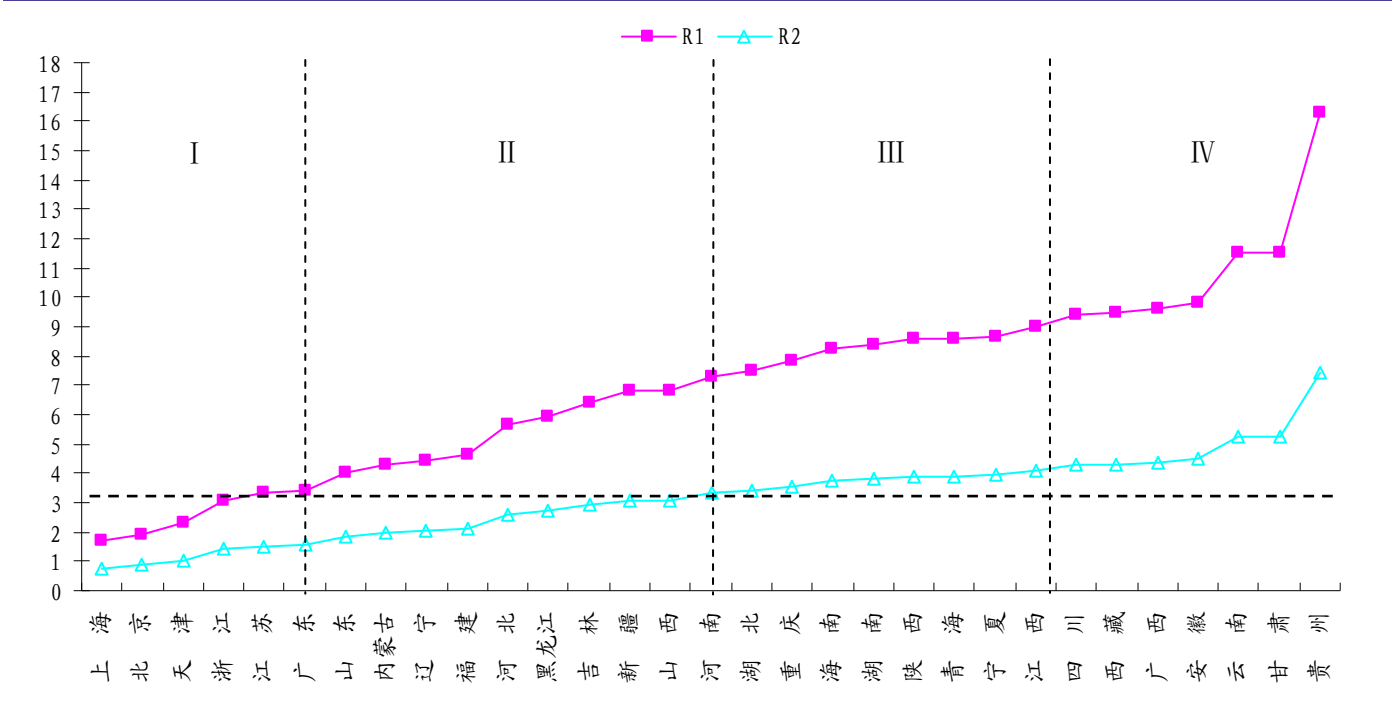
Figure 11 各省市民间汽车保有量及近期增速¹

数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

¹ 此处统计未包括港、澳、台，以下同

如果以同样口径的 R 值（如下图 R1）去衡量，似乎很难解释这种中西部地区汽车消费迅速崛起的现象。若我们参考微、小型车的均价则会发现（如下图 R2），全国已有近 2/3 的省市符合或接近大规模普及的条件。同时，由于微、小型车的消费者对价格最为敏感，在购置税下调、下乡补贴等政策刺激下，这种结构性需求的大幅释放显得符合情理。

Figure 12 以两种口径衡量的 2008 年各省市 R 值对比



数据来源：国家统计局、WIND、世纪证券研究所

Figure 13 不同地区的乘用车消费特征

分类	普及阶段	R1	R2	省（市）数量	人口比重	主要增量市场
I	先期普及	2~3	0~1	6	21%	中级及以上轿车、SUV、MPV
II	结构性普及	3~7	2~3	10	37%	中级及以下轿车、交叉型
III	结构性普及	7~9	3~4	8	19%	紧凑型及以下轿车、交叉型
IV	尚待普及	9~17	4~7	6 ²	23%	小型、微型轿车、交叉型

数据来源：国家统计局、世纪证券研究所

因此，对于 2009 年前 5 月汽车市场的火爆，我们理解为在政策驱动下的结构性增长。短期而言，汽车行业作为内需的重要突破口，同时对上下游具有巨大的辐射和拉动效应，有理由期待诸如减少购置税、“汽车下乡”以及增加以旧换新补贴额度等类似振兴政策在未来 1~2 年延续；从中期来看，国民消费能力的不断提升，以及较低的汽车保有量基

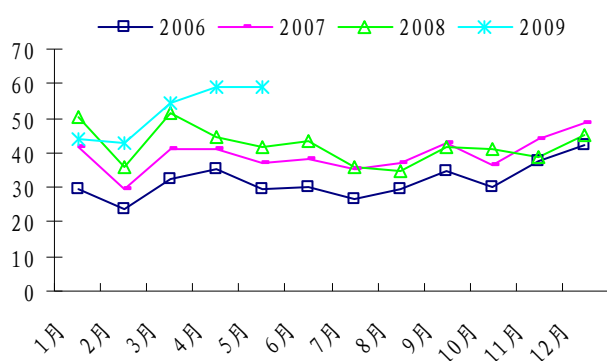
² 西藏地区汽车消费相对特别，故未将其纳入统计范围

数为行业内生性增长提供了坚实的基础，行业的高景气度是可持续的。

乘用车：产业调整新格局，自主品牌大有希望

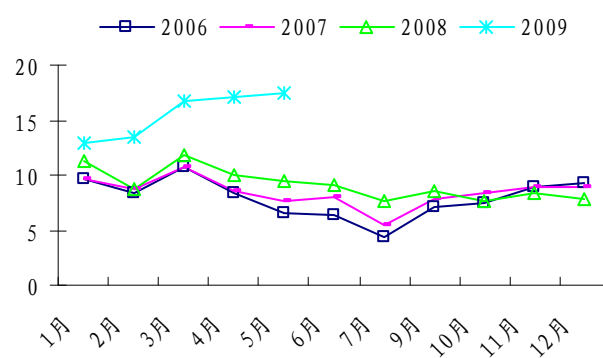
在节能减排、燃油税改革、购置税下调等组合政策引导下，1.6L 及以下排量乘用车是最大的受益者，前 5 月合计份额较 2008 年提升 8.2 个百分点，表现出了极优的价格弹性。

Figure 14 近年轿车月度销量



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 15 近年交叉型乘用车月度销量

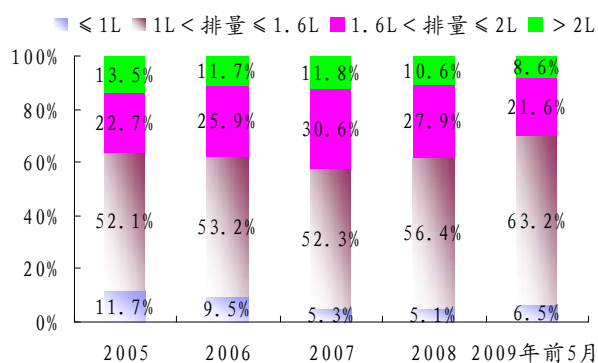


数据来源：中汽协、世纪证券研究所

中高级车在经历 1 季度的惨淡后也出现转机，尤其是 2L~2.5L 排量轿车在 4、5 月同比增速分别达到了 3%、28%。目前中高级车的消费对象主要集中在东部沿海区域和各省会中心城市的企事业单位、中高收入群体，需求对预期较为敏感。下半年在宏观经济形势进一步明朗、股市“财富效应”逐渐显现下，中高级车市有望继续向好，这有利于提升厂商的盈利能力。

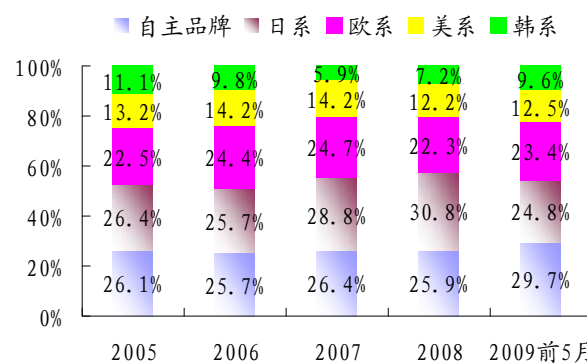
预计下半年行业增势头不减，全年实现销售 830 万辆，同比增长 23%，其中轿车销售 610 万辆，同比增速 22%。

Figure 16 近年轿车按排量市场份额



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

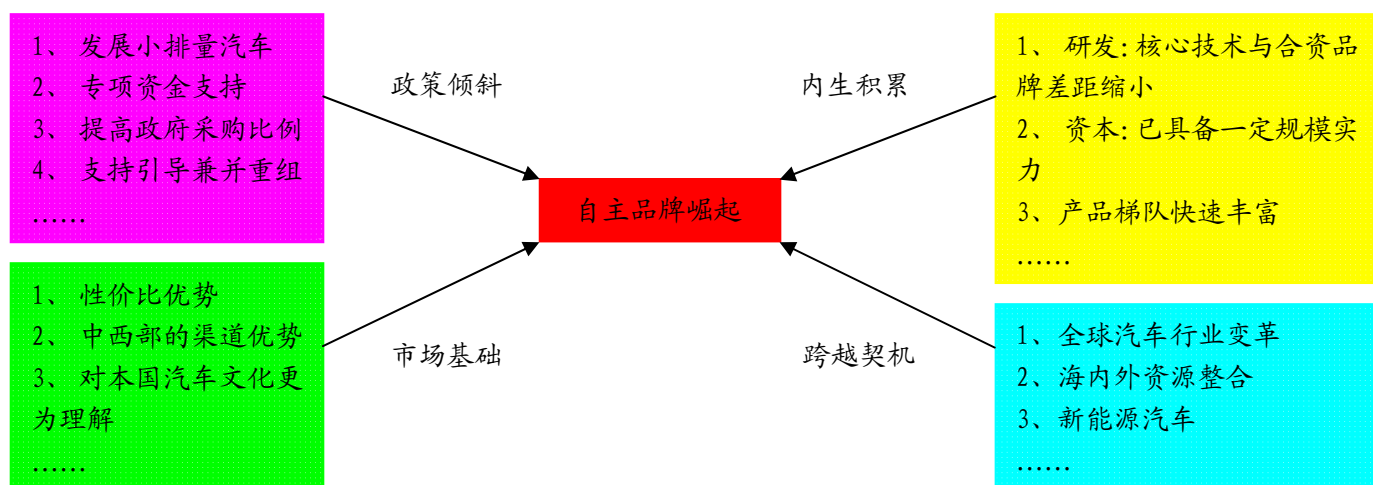
Figure 17 近年轿车按国别市场份额



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

自主品牌渐入佳境，前 5 月占轿车市场份额 29.7%，较 2008 年提升了 3.8 个百分点。政策倾斜是一大因素，但更重要的是，从当前全球汽车产业形势来看，金融危机削弱了美、日等发达国家汽车制造商的整体竞争力，传统的“6+5”格局正朝多极化趋势演变，自主品牌正迎来加速壮大的好时光。

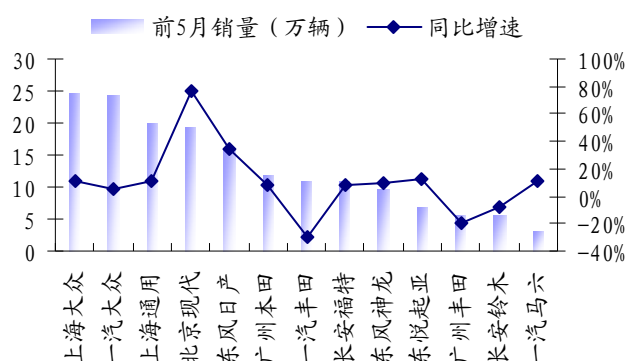
Figure 18 自主品牌驱动要素分析



资料来源：世纪证券研究所

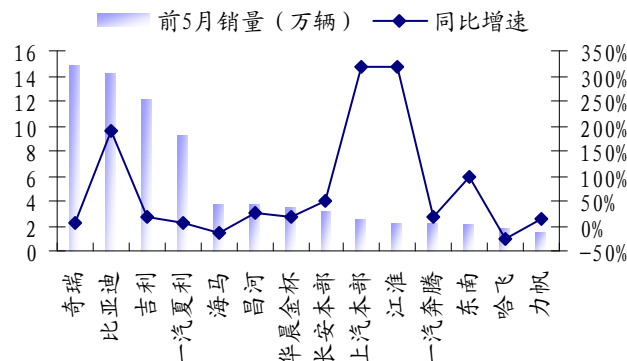
《汽车产业调整振兴规划》提出 2011 年自主品牌乘用车在国内市场份额超过 40%，其中轿车超过 30%，出口占产销量的比例接近 10% 的目标。我们认为，在政策大力倾斜、消费重心转移等有利因素作用下，自主品牌市场实现《规划》目标大有希望，同时存在跨越式发展的契机。

Figure 19 09 年前 5 月主要合资品牌销量及同比增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 20 09 年前 5 月主要自主品牌销量及同比增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

相关上市公司中，上海汽车的两大合资公司表现良好，自主品牌荣威实现 300% 以上增速，年内有望首次实现盈利；一汽轿车的新马 6、奔

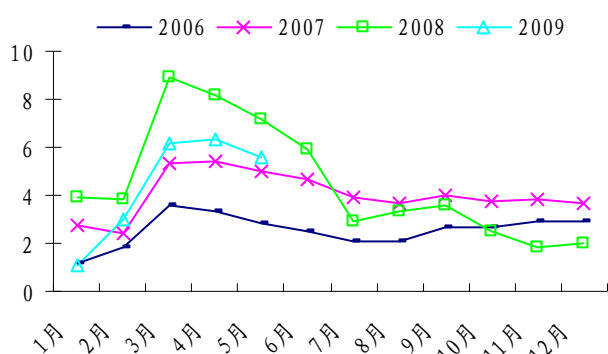
腾 B50 尚处在导入期，增速较 08 年明显放缓，但下半年仍值得期待。

商用车：重卡复苏在即、客车等候黎明

2009 年前 5 月商用车各细分子行业表现不一，主要子行业中：

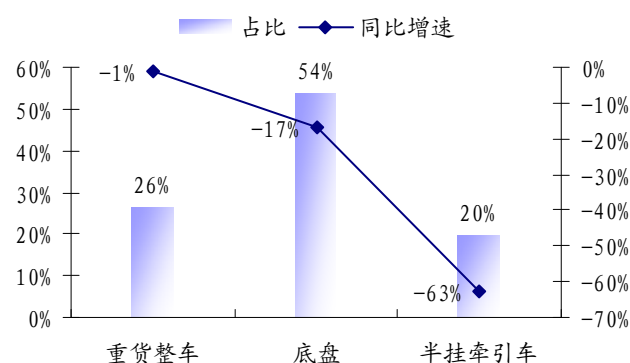
重卡：前五个月累计销量 22.1 万辆，同比下滑 31%。国 III 因素导致 2008 年的需求在上半年就提前透支，因此 2009 年前 5 月的销量同比增速并不能完全真实的反映行业景气度。三大细分行业中，除半挂牵引车受沿海港口运输业拖累同比下滑 63%外，重货整车和底盘下滑幅度都不大，实际运行情况是好于年初大众预期的。

Figure 21 近年重卡月度销量



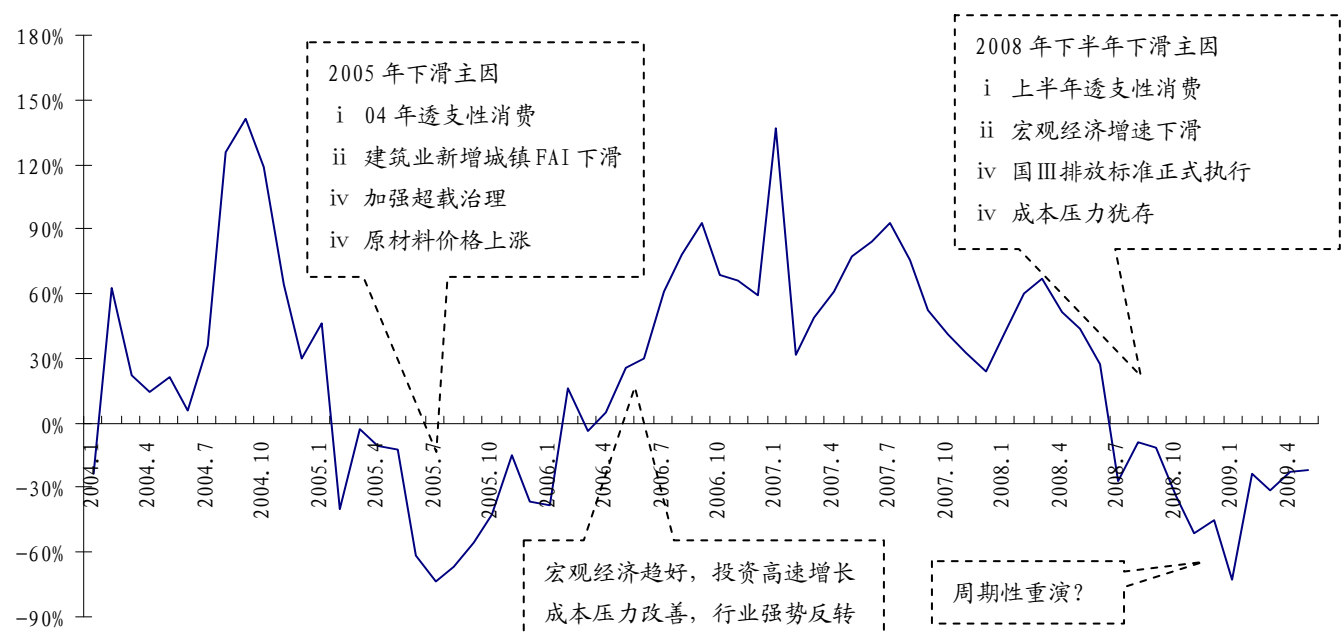
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 22 2009 年前 5 月重卡子行业销量增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

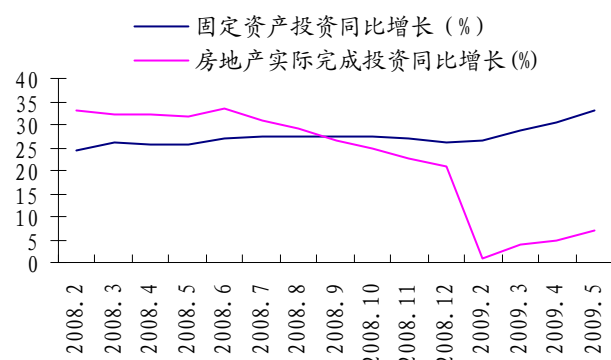
Figure 23 2005 年至今重卡月度销量同比增速走势



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

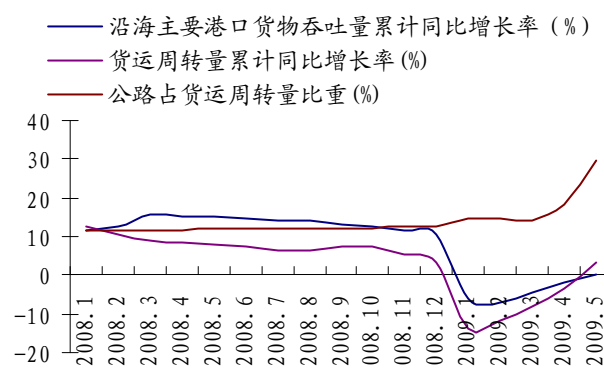
重卡行业具有明显的周期性，与固定资产投资增速正相关性较强。我们注意到，2008 年下半年的行业环境与 2005 年具有较多相似之处。尽管尔后是否会出现类似的反转尚难定论，但在 4 万亿系列投资项目陆续开工，地产、公路货运等主要下游市场逐渐恢复的拉动下，工程类重卡需求具有持续保障。同时，港口货物吞吐量也出现触底迹象，有利于半挂牵引车环比持续改善。总体上看，下半年重卡行业的消费环境明显好于上半年。预计下半年销量可达到 20 万辆，同比增长 24%。

Figure 24 固定资产投资月度同比增速



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 25 货运周转量、港口货物吞吐量同比增速



数据来源：WIND、世纪证券研究所

轻卡：前 5 月累计销量 51 万辆，同比增长 5%，低于市场普遍预期。主要原因在于原“下乡”方案规定必须以报废三轮汽车或低速货车为换购条件，增加了相关税费，且过程繁琐，对农场市场的吸引力大打折扣。在财政部于 6 月 10 日发布调整方案，给予购买轻微卡直接补贴后，政策效用有望从下半年得到较好体现，但在交叉型乘用车的“挤出效应”下，增速难以期望太高，预计全年同比增长 15%。另外，由于 N1 类（总重量 3.5T 以下）载货车从 7 月开始正式实施国 III 标准，下半年微卡（总重量 1.8T 以下）的高增速也难以维系，3.5T~6T 的轻卡更受益。

Figure 26 主要重卡企业市场份额对比

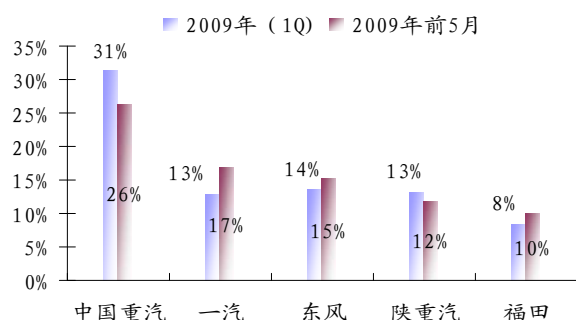
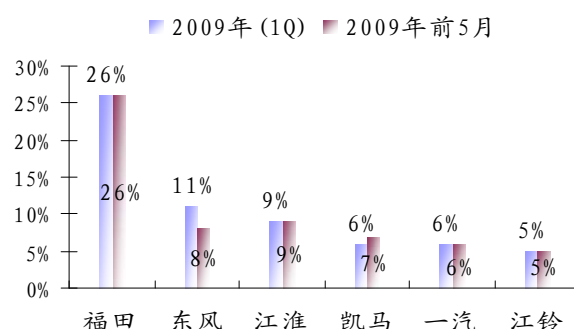


Figure 27 主要轻卡企业市场份额对比



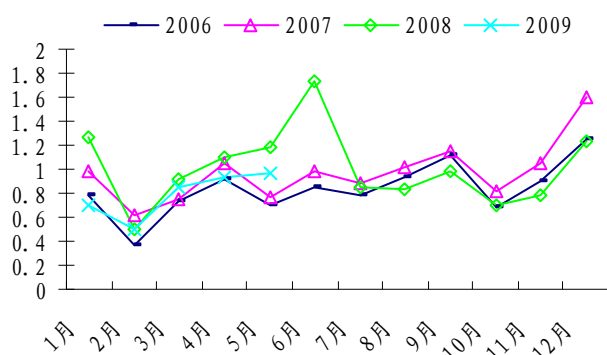
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

数据来源：中汽协、世纪证券研究所

卡车市场格局总体稳定。相关上市公司中，中国重汽的 EGR 优势在 4、5 月削弱，加上共轨系统的降价压力，市场份额出现一定下滑；江铃汽车定位于中高端，市场份额稳定，盈利能力明显强于行业平均水平。

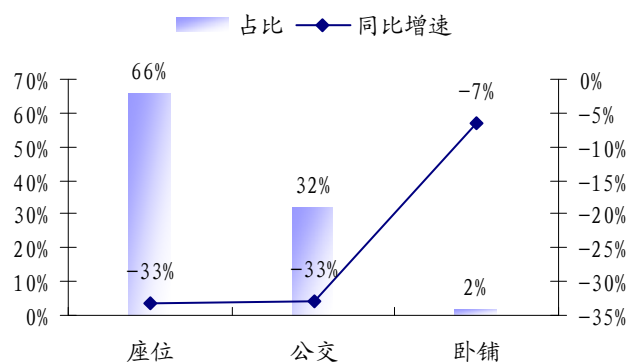
客车：前 5 月累计销量 12.4 万辆，同比下滑 16%。其中大、中、轻客同比分别下降 24%、19%、13%。客运市场需求下滑、公交市场增速不如预期、出口持续低迷等利空密集交织，客车行业正经历着近 5 年最糟糕的时期。

Figure 28 近年大中客月度销量



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 29 2009 年前 5 月大中客下游销售情况



数据来源：中客网、世纪证券研究所

2009 年前 5 月客运量和和周转量均保持了较好的运行态势，但客车市场需求却出现了较大的下滑。对此我们的理解是，客运类客车具有投资品属性，消费者注重购买后的投资回报，在经济增速下滑、企业效益下降的背景下，客运企业的预期趋于谨慎，消费信心不足，从而减少了客车的购买；公交类客车更多表现为公共消费品，被冀望为 09 年拉动市场的重要环节，但前 5 月销售情况也大大低于预期。

Figure 30 客运量月度累计同比增速

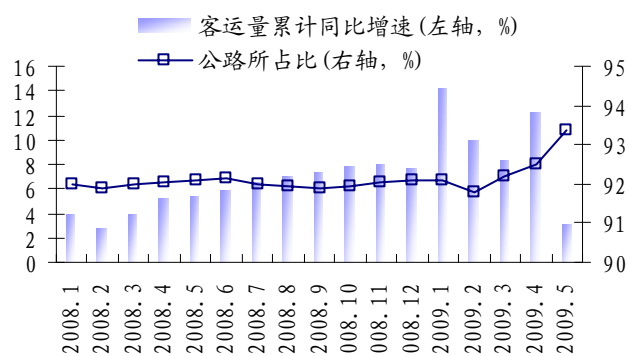
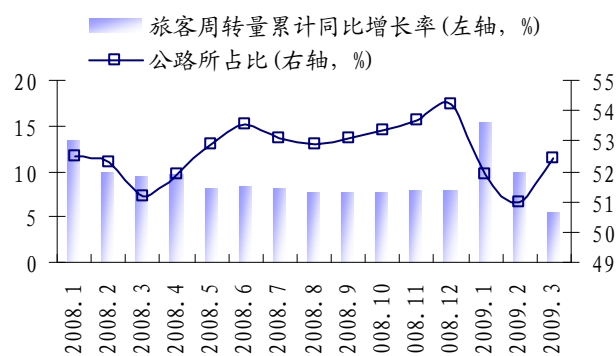


Figure 31 旅客周转量月度累计同比增速



数据来源：WIND、世纪证券研究所

数据来源：WIND、世纪证券研究所

客车行业下半年销量一般占全年的 60%。当前，宏观经济的持续转好有助于恢复客运企业的信心，尤其是二、三线城市之间客流量的增长将带来新的需求点。同时，进入夏季全国各地多次发生公交自燃情况，对于加速公交客车的更新、提高一线客车企业市场占有率也有一定作用。出口则有待于海外出口目的地国家的经济好转。作为周期性相对较弱的行业，客车近一年面临的恶劣形势是比较少见的，预计 2010 年这种情况将有明显改观。

总体上看，目前客车行业最坏的时候已经过去，但下半年的市场表现也难以有惊喜。需要留意的是政策作用，如“以旧换新”、“公交优先”、“出口退税”等相关政策的执行力度对客车行业景气的恢复速度有着重要影响。在客车持续低迷的背景下，不排除后续政策将更多向客车倾斜。

Figure 32 部分客车类上市公司前 5 月销售情况

上市公司 ³	销售情况	大客	中客	轻客	合计
宇通客车	前 5 月销量（辆）	3299	3916	1257	8472
	同比增速	-32%	-27%	3%	-26%
江铃汽车	前 5 月销量（辆）	—	—	11455	11455
	同比增速	—	—	-6%	-6%
福田汽车	前 5 月销量（辆）	842		8391	9233
	同比增速	-14%		19%	18%

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

相关上市公司中，以大中客为主的宇通客车下滑幅度较大，江铃、福田的轻客业务表现尚可。值得一提的是，尽管福田汽车的大中客业务销量很低，但已率先实现了新能源客车的产业化。公司继年初获取了北京市公交集团的 800 辆混合动力城市客车采购订单之后，6 月 20 日与台湾成云汽车公司正式签订了 75 台混合动力采购意向合同，后续有望增至 700 辆。

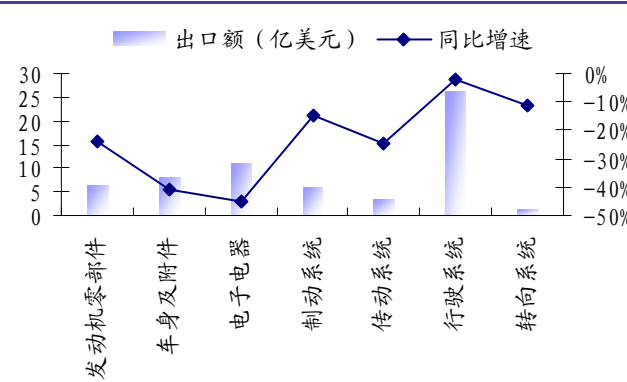
零部件：苦乐不均、危机并存

近年我国零部件产业随整车快速发展，但厂商众多、规模偏小、分布散乱、竞争无序的特征也非常突出。同时，由于大多数零部件厂商的

³ 金龙汽车未公开披露前 5 月销售数据

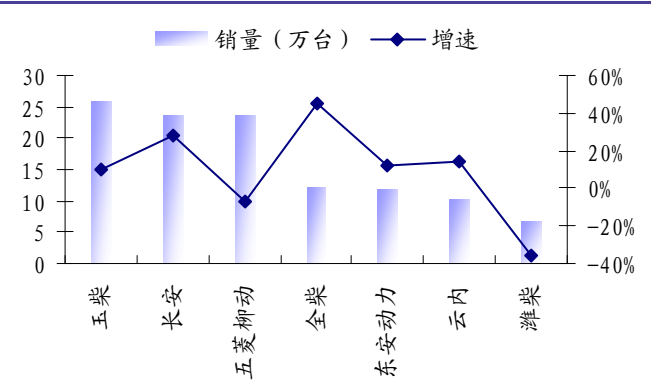
门槛都较低，对整车厂过于依赖，缺乏自主定价权，抗风险能力薄弱。在海外市场萧条、国内市场结构性增长的背景下，行业也呈现苦乐不均的格局。其中，以出口为主的零部件企业总体受金融危机冲击最大；以国内整车市场配套为主，但规模小、技术壁垒低的众多中低端零部件企业也普遍下滑；相比之下，受益于整车结构性增长的部分发动机类企业维持了较好的景气度。

Figure 33 09 年前 4 月主要零部件累计出口额及增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 34 09 年前 4 月部分发动机公司累计销量及增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

从汽车行业的总体发展趋势来看，零部件和整车企业的业务分离仍将继续，零部件企业获得的外包份额进一步增大，但对应的竞争也越来越激烈。目前我国零部件行业危机并存。一方面，国内市场需求空间巨大，同时全球汽车产业的重心转移将使跨国汽车企业更加注重国内市场，对应的零部件采购有望更多向具有成本优势的本土企业倾斜。另一方面，国内零部件企业在与整车企业的配套关系中一直处于弱势地位，整车企业对其订单响应、模块集成、质量控制等核心能力要求越来越高，企业之间的优胜劣汰势必加剧，具备技术、规模优势和先进管理能力的企业有望脱颖而出。

Figure 35 零部件上市公司分类及相关特征分析

类别	特征描述	代表性上市公司	行业竞争程度	短期景气度	短期业绩弹性	主要关注点
i	隶属或脱胎于主机厂，配套紧密 具备一定规模或技术实力	华域汽车 一汽富维 宗申动力	较弱	较好	一般	主机厂竞争力；产品线延伸和下游客户拓展
ii	独立于主机厂，但配套关系紧密 具备一定的壁垒和定价能力	潍柴动力 云内动力	较弱	较好	较好	技术积累；新产品；政策导向
iv	主要定位于中低端类产品 但具有规模优势，市场份额大	万向钱潮 福耀玻璃	激烈	一般	较好	市场占有率；成本改善；外延式扩张

iv	以出口为主，技术壁垒较低 竞争优势主要体现在成本	黔轮胎	风神股份	激烈	差	较好	海外市场；政策导向；业务转
		S 佳通					型

数据来源：世纪证券研究所

下半年投资策略：首选重卡龙头，继续关注行业整合

2009 年上半年，汽车板块在众多利好带动下受到市场热烈追捧，持续强于大市。截止到 2009 年 6 月 26 日，天相汽车及配件指数年度涨幅达 122.5%，其中 2 季度内的涨幅为 27.8%，分别超越沪深 300 指数 47、3 个百分点。个股呈大幅普涨态势，以收盘价计算，已有 35 家上市公司股价在年内实现翻番，占 60 家统计样本比例近 60%。我们重点关注的公司中，上海汽车、福田汽车、一汽轿车表现较好，中国重汽、江铃汽车涨幅相对落后。

Figure 36 汽车板块年内涨跌幅前十（截止 6 月 26 日）

涨幅前十	涨幅（%）	涨幅后十	涨幅（%）
博盈投资	216	贵航股份	39
上海汽车	191	特尔佳	39
福田汽车	187	宇通客车	42
ST 黄海	162	金马股份	43
华域汽车	162	银轮股份	53
宁波华翔	160	东风汽车	67
特力 A	156	成飞集成	71
风帆股份	156	海马股份	71
凌云股份	152	金杯汽车	76
亚星客车	152	江铃汽车	77

数据来源：天相 2008、世纪证券研究所

Figure 37 汽车板块 2 季度涨跌幅前十

涨幅前十	涨幅（%）	涨幅后十	涨幅（%）
博盈投资	94	贵航股份	-5
特力 A	76	中通客车	-4
上海汽车	57	风帆股份	2
青岛双星	55	中国重汽	2
长丰汽车	53	安凯客车	2
万丰奥威	55	凌云股份	3
亚星客车	47	金马股份	4
一汽夏利	46	风神股份	6
S 佳通	45	西仪股份	6
福田汽车	45	威孚高科	8

数据来源：天相 2008、世纪证券研究所

经历大幅上涨以后，汽车板块整体动态市盈率现已接近 28 倍，市净率超过 3 倍，处在历史较高水平。应该说目前行业整体估值已充分包含了对未来的乐观预期。我们注意到，2 季度汽车板块的涨幅相对 1 季度已快速趋缓，个股分化加剧，预计下半年这种分化的特征将更明显。对于累计涨幅过大、缺乏业绩和成长性支撑的公司，高估值的状态难以中长期维系，我们提醒投资者注意其中的风险。

在“行业向左，估值向右”的情形下，我们对汽车板块下半年的看法由乐观偏向谨慎，具体到各细分子行业：

➤ 乘用车：下半年增速和盈利能力继续向好。2009 年的高增速具有

政策透支成份， 2010 年继续实现两位数的同比增速难度不小。尽管我们非常看好国内乘用车市场的中长期增长空间，但短期估值已近合理，下调行业评级为“中性”。个股方面，关注一汽轿车、上海汽车。

➤ 卡车：重卡、轻卡下半年向好，需求和成本的双重改善，具备较大的业绩弹性空间。目前估值水平相对偏低，维持对行业“强于大市”评级。个股方面，产业链完善、主营突出的重卡龙头是首选，推荐中国重汽，同时关注潍柴动力、江铃汽车。

➤ 客车：最坏的时期已经过去，预计下半年好于上半年，但起色不大。行业随板块上涨后，短期估值也得到了充分修正，维持对行业“中性”评级。

➤ 零部件：整体估值水平压低行业吸引力，维持对行业“中性”评级。相关上市公司中，关注产品以国内替换市场为主，同时受益于汽车保有量提高和成本改善的黔轮胎。

产业整合是我们中期持续关注的另一主题。我们在 2 季度策略报告《精选个股、关注整合》中曾提出，《汽车产业调整振兴规划》明确提出了到 2011 年行业兼并重组的目标，并鼓励“4 大 4 小”积极参与。在政策引导下，2009 年以来整合明显提速，行业暗流涌动。从投资的角度，一般被整合方的基本面存在更大的改善预期，在重组前股价往往具有持续性的好表现。

Figure 38 09 年以来我国汽车行业已发生的重大重组事项

重大重组事项	核心内容	相关上市公司
中国航空汽车工业有限公司挂牌成立	中国航空工业集团公司整合旗下哈飞、昌河、东安等汽车类资产	东安动力
广汽集团重组长丰汽车	广汽收购长丰汽车 29%股份成为第一大股东	长丰汽车
山东重工集团有限公司挂牌成立	潍柴控股集团、山东工程机械集团、山东汽车工业集团共同组建山东重工集团	潍柴动力 山推股份 潍柴重机

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

结合公司、地域特点以及已披露的信息，我们认为上市公司中，江淮汽车、中通客车等公司参与下一步整合的可能性较大。

Figure 39 具备较高整合预期的汽车企业及相关上市公司

相关政策	整合可行性分析	相关上市公司
《安徽省汽车产业调整和振兴规划》提出通过	奇瑞、江淮、星马同处安徽省，产品	江淮汽车

联合重组和调整, 到 2020 年培养 1 个百万级产销规模的整车制造集团	具有较好互补性, 重组符合安徽省汽车产业战略	星马汽车
《山东省汽车产业调整振兴规划》提出支持中国重汽实施区域性兼并重组。	中国重汽和中通客车同处山东省, 产品互补性强	中通客车
《汽车产业调整振兴规划》鼓励“4 大 4 小”参与行业整合	公司大股东福建汽车目前是被重组的热门对象; 同时公司旗下“三龙”具有内部整合可能	金龙汽车
《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》提出积极支持资产或主营业务资产优良的企业实现整体上市	一汽集团改制已基本全部结束, 理论上具备整体上市的条件	一汽轿车 一汽夏利

数据来源: 世纪证券研究所整理

下半年我们推荐的投资组合包括: 中国重汽、一汽轿车、潍柴动力、江铃汽车和黔轮胎, 同时留意具有较大整合预期的个股机会。

Figure 40 下半年重点推荐上市公司 (参考市盈率对应 2009 年 6 月 26 日收盘价格)

上市公司	股票代码	投资评级	每股收益 (元)			市盈率 (倍)		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中国重汽	000951	买入	1.13	0.96	1.4	20	23	16
一汽轿车	000800	增持	0.67	0.72	0.85	23	22	18
江铃汽车	000550	增持	0.91	0.82	1.01	16	18	15
潍柴动力	000338	增持	2.32	2.1	2.46	15	17	14
黔轮胎	000589	增持	0.2	0.58	0.67	45	15	13

数据来源: 公司年报、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.