

行业动态研究报告

淡季旺销 消费普及趋势明显

汽车工业协会公布 6 月份销量数据

6 月销量：乘用车淡季创销量新高，商用车季节性回落

乘用车 6 月份创出销量新高，达 87.3 万辆，环比增 5.3%、同比高增 48.4%，贡献汽车整体增量的 93%。乘用车的消费需求继续推动并主导着国内汽车市场的发展。

商用车 6 月份销量 26.9 万辆，同比增 8.3%、环比降 7.4%，环比下降与历史季节性趋势一致，同比增速延续 3 月份以来的逐月提高趋势。

汽车消费普及趋势明显，车市繁荣将进入长周期

今年汽车销量一再超出市场预期，其增长幅度、持续性、结构变化已非政策刺激下的阶段性反弹所能解释，也验证了我们“从汽车消费普及而非短期需求反弹的视野把握投资机会”的判断。

所处汽车消费阶段的快速增长基础（伴随消费信心修复）、政策刺激、县域经济发展（推动了微客和微货的高速增长）是销量旺盛的三大原因，前两个因素是主要原因、具有持续性，将奠定国内车市至少 2-3 年内繁荣的基础。

上调 09 全年汽车销量增速预测至 25.6%

我们前期报告中预测国内 09 年汽车销量将达 1125 万辆、同比增速约 20.1%，并表示增速超出我们乐观预期的可能性较大。

5、6 月份的旺销局面超出我们的乐观预期，我们相应调高 09 年国内汽车销量预测到 1176 万辆，增速为 25.6%，乘、商用车增速分别 30%、13%，对应下半年汽车销量 567.5 万辆，同比增速 35%，乘商用车增速分别 36%、33%。

我们同时首次给出 2010 年汽车销量预测为 1370 万辆，同比增速 16%，乘、商用车增速分别 18%、13%。

投资建议：业绩超预期可能性大，维持“增持”评级

截止 7 月 9 日，汽车及零部件重点上市公司对应的 09、10 年平均动态 PE 分别 26.7、20.4 倍，PB 3.28、2.80 倍，PE 估值短期内有明显提高，高出沪深 300 的 22.9、19.0。

我们认为：1) 汽车股中报及全年业绩超预期可能性较大，将成股价表现的催化剂；2) 车市繁荣长周期可以支撑较高的动态估值水平。

维持对汽车及零部件行业的“增持”评级，重点推荐整车行业江淮汽车、一汽轿车、上海汽车、宇通客车、江铃汽车和零部件行业潍柴动力、福耀玻璃、华域汽车、一汽富维。

汽车及零部件

维持

增持

陈政

chenzheng@csc.com.cn

010-85130928

陈夷华

chenyihua@csc.com.cn

010-85130955

分析日期：2009 年 07 月 10 日

股价表现



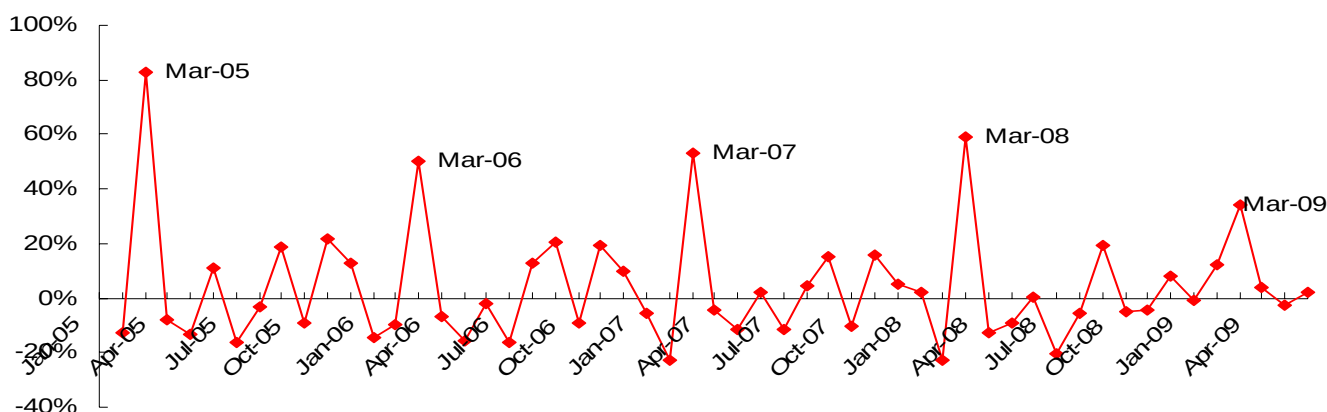
相关研究报告

- | | |
|----------|-----------------------------|
| 09.06.10 | 汽车行业深度研究：汽车消费，方兴未艾 |
| 09.06.29 | TP20 投资组合——江淮汽车：盈利现拐点，转型迎契机 |

6 月销量：乘用车淡季创销量新高，商用车季节性回落

6 月汽车工业协会口径的国内汽车销量 114.2 万辆，同比增 36.5%、环比增 2%，同比增速创 06 下半年来新高，销量距 4 月份的历史最高值 115.3 万辆仅差 1 万辆。与往年汽车销售在 3 月份后进入明显淡季不同（图 1，05-08 年 4-6 月份环比增长率大都为负值），09 年汽车月度销量于 4 月份创出新高并在 5、6 月份维持平稳，同比增速不断攀升，呈明显的旺销延续、淡季不淡的销售态势。

图 1：国内汽车月度销量环比增速

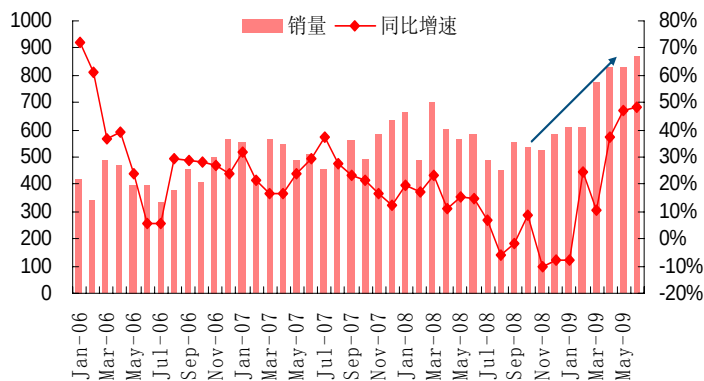


资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

乘用车 6 月份创出销量新高，达 87.3 万辆，环比增 5.3%、同比高增 48.4%，贡献汽车整体增量的 93%。乘用车的消费需求推动并主导着国内汽车市场的发展，与我们前期报告看好国内汽车消费前景的判断一致。

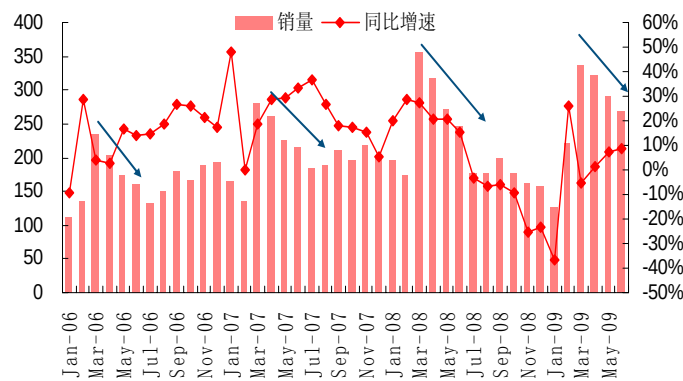
商用车 6 月份销量 26.9 万辆，同比增 8.3%、环比降 7.4%，环比下降与历史季节性趋势一致（图 3），同比增速延续 3 月份以来的逐月提高趋势。如果考虑 2 月份销量增 26% 与春节季节性因素有关，1、2 月份合计的销量增速（剔除春节因素影响）为 -7.2%，则今年 1 月份以来商用车销量同比增速不断改善，反映政府扩大固定资产投资、汽车下乡等政策刺激及农民返乡就业拉动了货车需求的增长。

图 2：乘用车月度销量及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研发部

图 3：商用车月度销量及同比增速



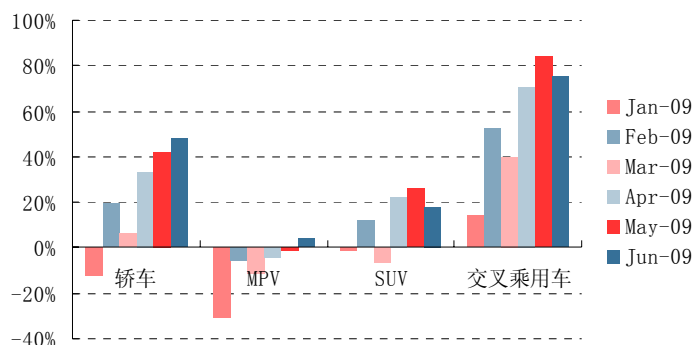
资料来源：CAAM，中信建投证券研发部

乘用车各细分车型 6 月份都录得正增长，轿车、MPV 增速环比提高（图 4，MPV 今年来首次正增长），交叉型乘用车、SUV 的增速较 5 月份有所下降。增速最高的仍然是适合城乡结合部及农村地区客货两用需求的交叉型乘用车，反映农村区域商贸经济快速发展对微客需求的拉动作用。

最能反映家庭汽车消费需求的轿车和 SUV 合计销量 6 月份同比增长 45%、环比增 8.6%，同比增速较 5 月份提高 4 个百分点。考虑政府部门和企事业单位公商务轿车需求受财政和成本压力影响，上半年增速应较低，则实际家用的轿车销量增速更高，估计在 50%-60%之间。

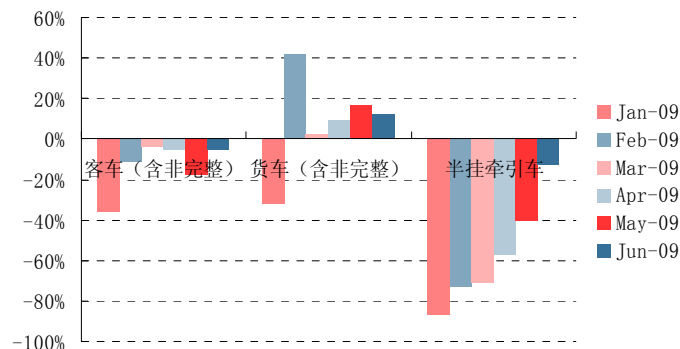
虽然暂时缺乏乘用车分排量的详细数据，但汽车工业协会表示“1.6 升-3.0 升排量区间的车型比上月增长速度要好于 1.6 升及以下车型，与上年同期相比，也出现了较快的增长速度”，估计 6 月份中高排量乘用车的销售应该有明显回升，这也与我们前期报告的判断一致，背后的推动力是经济进一步复苏及资产价格回升后大中城市中高收入阶层的购车需求（第一次购车及换购新车）开始释放。

图 4：乘用车分车型月度销量同比增速



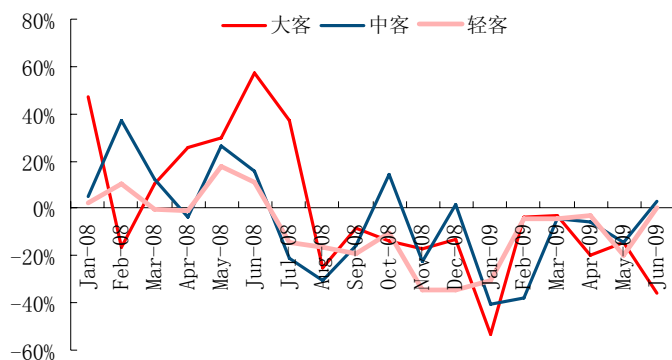
资料来源：CAAM，中信建投证券研发部

图 5：货车分车型月度销量同比增速



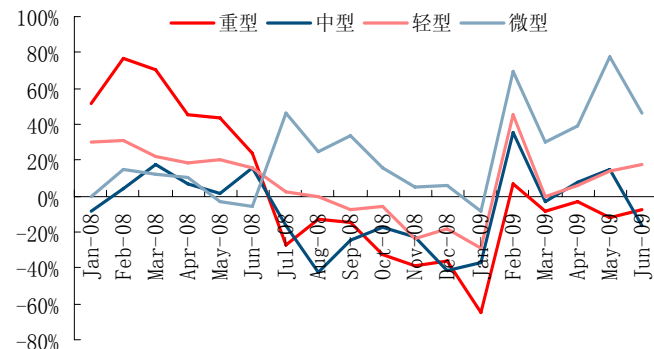
资料来源：CAAM，中信建投证券研发部

图 6：客车（含非完整车辆）月度销量同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研发部

图 7：货车（含非完整车辆）月度销量同比增速



资料来源：CAAM，中信建投证券研发部

商用车细分车型中，客车（含非完整车辆）、半挂牵引车 6 月销量分别 3.1、1.8 万辆，同比下降 5%、13%，降幅明显收窄（图 5），环比增长 15%、21%，销量回升反映经济整体的复苏逐渐传导到客车和半挂牵引车市场。我们预计下半年客车和半挂牵引车的需求将进一步复苏，销量将超出上半年，原因包括客车传统的季节性是下半年强于上半年、客车出口市场下半年有望逐渐回升、整体经济出口的复苏将带动半挂牵引车需求上行。

6 月份货车（含非完整车辆）销量 22 万辆，同比增 13%、环比下降 12%，增速环比回落 4 个百分点，其中微型、中型货车增速回落，轻型、重型货车增速环比上升，但增速最快的仍是微型货车。

微货旺销甚至轻卡正增长的原因很大程度上与微客类似，即上半年县域以下的农村区域经济尤其是商贸服务型经济的较快发展拉动了需求。

中重型货车继续处于负增长状态，原因包括去年实施国 3 标准带来的高基数影响、煤炭石油等重工业复苏较缓慢、房地产新开工建设面积滞后销售、货车出口市场大幅下滑，预计下半年相关因素将趋好转，拉动中重型货车市场步入 20% 以上的正增长区间。

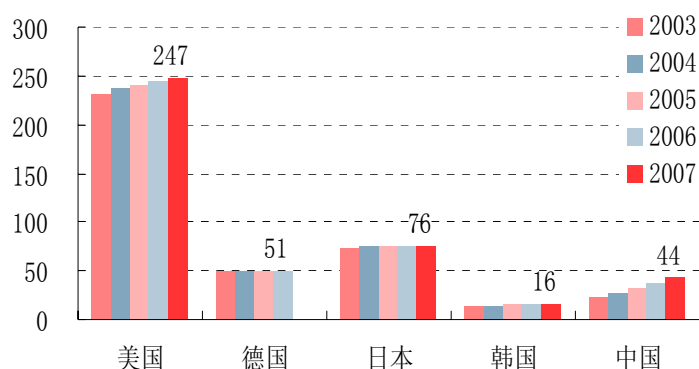
汽车消费普及趋势明显，车市繁荣将进入长周期

今年初以来汽车月度销量一再超出市场预期，其反弹幅度、持续性、结构变化已完全非“政策刺激下的阶段性反弹”所能解释，事实上反映了三方面因素的综合影响：

- 宏观经济渐触底、复苏带来的消费信心修复和国内正处于家庭汽车消费快速普及的早期阶段（见我们前期报告《汽车消费 方兴未艾》）是车市率先触底、并很快转为快速高增长的主要原因；
- 购置税减征、汽车下乡及以旧换新补贴等政策拉动及 08 年底以来的燃油税改革，使汽车购置和使用成本降低。我们预期在政府努力扩大国内消费的宏观背景下，支持汽车消费的政策将得到延续、加强。
- 农民工返乡就业促进了中西部地区县域及农村商贸经济的快速发展，并拉动了适应他们创业需求的微型客车、微型货车需求高增长。

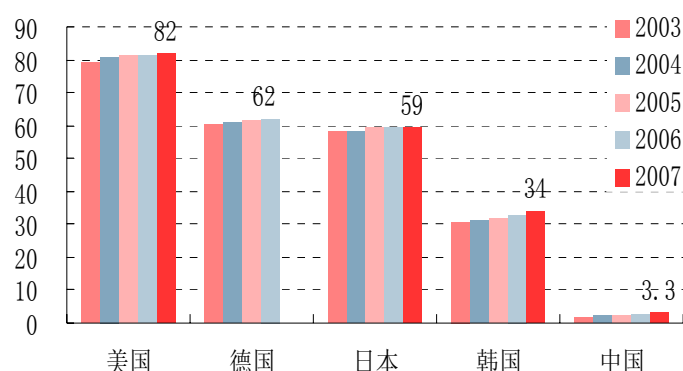
我们认为第一和第二个因素具有明显的持续性，将奠定国内车市至少 2-3 年内繁荣的基础（借鉴日韩经验，国内未来 10 年都将处于汽车消费的较快速增长期），第三个因素具有阶段性、下半年微客和微货的销量可能逐渐减速。

图 8： 汽车保有量比较，单位：百万辆



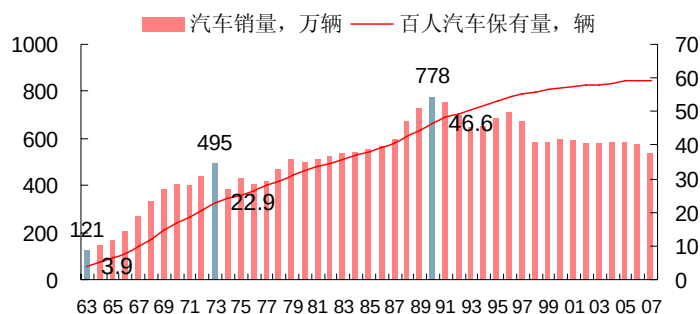
资料来源：CAAM，中信建投证券研发部

图 9： 百人汽车保有量比较，单位：辆/百人



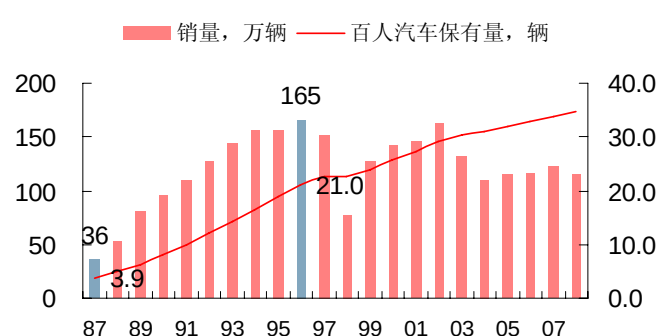
资料来源：CAAM，中信建投证券研发部

图 10: 日本 3.9 辆/百人后的汽车消费普及轨迹



资料来源: CAAM, 中信建投证券研发部

图 11: 韩国 3.9 辆/百人后的汽车消费普及轨迹



资料来源: CAAM, 中信建投证券研发部

上调 09 全年汽车销量增速预测到 25.6%（原值 20.1%）

我们前期报告中预测国内 09 年汽车销量将超过 1125 万辆、同比增速约 20.1%，并表示增速超出我们乐观预期的可能性较大。5、6 月份的旺销局面继续超出预期，我们相应调高 09 年国内汽车销量预测到 1176 万辆，增速为 25.6%，乘、商用车增速分别 30%、13%，对应下半年汽车销量 567.5 万辆，同比增速 35%，乘商用车增速分别 36%、33%。

我们同时首次给出 2010 年汽车销量预测为 1370 万辆，同比增速 16%，乘、商用车增速分别 18%、13%。

表 1: 国内汽车销量 09、10 年预测

		乘用车					货车合计					客车合计					半挂 牵引	商用 车合 计	汽车 合计
		轿车	MPV	SUV	Cross	合计	重型	中型	轻型	微型	合计	大型	中型	轻型	合计				
销量, 千辆	2006	3812	190	229	918	5149	212	203	949	288	1653	32	65	193	289	93	2035	7184	
	2007	4727	226	357	988	6298	307	234	1097	323	1960	40	77	232	349	178	2487	8785	
	2008	5040	197	446	1064	6747	347	212	1171	360	2091	43	76	212	330	194	2616	9363	
	2009E	6410	214	518	1661	8802	389	241	1390	471	2490	37	72	214	324	147	2961	11763	
	H1 09	3236	102	252	933	4523	213	133	735	267	1348	16	35	105	155	62	1565	6088	
	H2 09E	3174	111	266	727	4279	176	107	654	205	1142	22	38	109	168	85	1396	5675	
	2010E	7696	246	609	1805	10356	439	260	1556	542	2797	44	81	235	361	184	3342	13697	
同 比 增速	2007	24%	19%	56%	8%	22%	44%	15%	16%	12%	19%	27%	19%	21%	21%	91%	22%	22%	
	2008	7%	-13%	25%	8%	7%	13%	-9%	7%	11%	7%	7%	-1%	-9%	-5%	9%	5%	7%	
	2009E	27%	8%	16%	56%	30%	12%	13%	19%	31%	19%	-13%	-5%	1%	-2%	-24%	13%	26%	
	H1 09	21%	-8%	12%	54%	25%	-12%	1%	7%	42%	8%	-27%	-15%	-10%	-14%	-55%	0%	18%	
	H2 09E	34%	29%	20%	59%	36%	66%	34%	35%	19%	35%	2%	8%	15%	12%	52%	33%	35%	
	2010E	20%	15%	18%	9%	18%	13%	8%	12%	15%	12%	18%	12%	10%	11%	25%	13%	16%	

资料来源: 中信建投证券研究发展部

投资建议：业绩超预期可能性大，维持“增持”评级

6 月份汽车销售尤其是轿车销售的超预期表现，进一步验证了我们对国内家庭汽车消费普及趋势的乐观看法，国内汽车尤其是乘用车下半年及明年的增长前景仍然乐观。

截止 7 月 9 日收盘，汽车及零部件重点上市公司对应的 09、10 年平均动态 PE 分别 26.7、20.4 倍，PB 3.28、2.80 倍，PE 估值短期内有明显提高，较沪深 300 的 22.9、19.0（市值加权平均）略高。

基于 Q2 超预期的销量表现和对国内汽车消费快速增长将持续较长时间的判断，我们认为：1）汽车股中报及全年业绩超预期可能性较大，将成为股价表现的催化剂；2）车市繁荣长周期可以支撑较高的动态估值水平。

维持对汽车及零部件行业的“增持”评级，维持对整车行业江淮汽车、一汽轿车、上海汽车、宇通客车、江铃汽车和零部件行业潍柴动力、福耀玻璃、华域汽车、一汽富维等的增持评级。

表 2：汽车及零部件上市公司盈利预测、估值及投资评级，7 月 9 日

股票代码	公司名称	股价， 元	EPS，元			BPS，元			PE			PB			投资评 级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08A	09E	10E	
乘用车															
600104	上海汽车	19.00	0.10	0.65	0.80	5.48	6.13	6.93	189.69	29.23	23.75	3.47	3.10	2.74	增持
000800	一汽轿车	18.23	0.67	0.78	1.03	4.04	4.82	5.85	27.28	23.37	17.70	4.52	3.78	3.12	增持
000625	长安汽车	9.95	0.01	0.28	0.39	3.26	3.54	3.93	952.53	35.54	25.51	3.05	2.81	2.53	增持
000927	一汽夏利	9.02	0.06	0.18	0.30	2.10	2.28	2.58	143.83	50.11	30.07	4.30	3.96	3.50	中性
商用车															
600166	福田汽车	15.09	0.38	0.75	0.79	3.31	4.06	4.85	39.98	20.12	19.10	4.56	3.72	3.11	增持
000951	中国重汽	24.70	1.13	1.07	1.20	5.94	7.01	8.21	21.91	23.08	20.58	4.16	3.52	3.01	中性
000550	江铃汽车	17.80	0.91	0.82	0.92	4.69	5.51	6.43	19.59	21.71	19.35	3.80	3.23	2.77	增持
600006	东风汽车	5.24	0.16	0.19	0.25	2.61	2.80	3.05	33.22	27.58	20.96	2.01	1.87	1.72	中性
600418	江淮汽车	6.89	0.04	0.19	0.43	3.11	3.30	3.73	155.64	36.26	16.02	2.22	2.09	1.85	增持
600066	宇通客车	14.38	1.02	0.73	0.82	3.43	4.16	4.98	14.08	19.70	17.54	4.19	3.46	2.89	增持
600686	金龙汽车	9.09	0.44	0.28	0.40	3.12	3.40	3.80	20.47	32.46	22.73	2.91	2.67	2.39	中性
零部件															
000338	潍柴动力	37.16	2.32	2.25	2.48	9.70	11.95	14.43	16.03	16.52	14.98	3.83	3.11	2.58	增持
600741	华域汽车	8.91	(0.01)	0.46	0.54	3.77	4.23	4.77	(636.36)	19.37	16.50	2.36	2.11	1.87	增持
600660	福耀玻璃	9.32	0.12	0.31	0.43	1.63	1.94	2.37	75.87	30.06	21.67	5.72	4.80	3.93	增持
000887	中鼎股份	10.36	0.26	0.43	0.51	1.47	1.90	2.41	39.63	24.09	20.31	7.03	5.44	4.29	增持
000581	威孚高科	11.58	0.34	0.39	0.52	4.42	4.81	5.33	33.96	29.69	22.27	2.62	2.41	2.17	中性
600178	东安动力	11.83	0.35	0.52	0.62	4.13	4.65	5.27	34.12	22.75	19.08	2.86	2.54	2.24	增持
600742	一汽富维	15.80	0.90	0.78	0.92	6.28	7.06	7.98	17.63	20.26	17.17	2.52	2.24	1.98	增持
002048	宁波华翔	10.83	0.29	0.39	0.48	2.23	2.62	3.10	37.14	27.77	22.56	4.86	4.13	3.49	增持
000559	万向钱潮	7.95	0.22	0.32	0.38	1.43	1.75	2.13	36.93	24.84	20.92	5.56	4.54	3.73	中性
合计平均									63.66	26.73	20.44	3.83	3.28	2.80	

资料来源：中信建投证券研究发展

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

陈 政 中信建投证券 汽车及零部件行业分析师
陈夷华 中信建投证券 电力设备行业分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010