

兴业证券2009下半年投资策略

已见成历史 关注未见机会

——汽车行业09下半年投资策略

兴业证券研发中心

朱学东

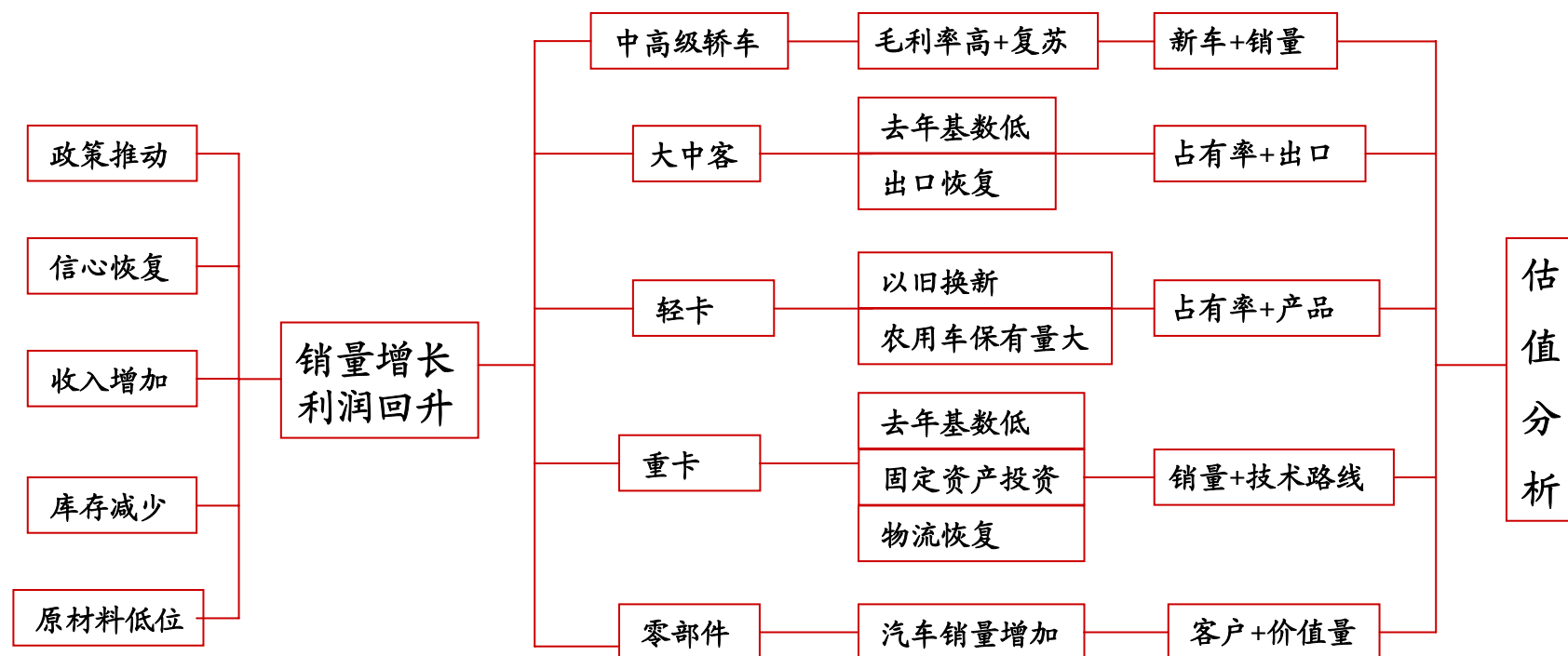
2009年7月



投资要点

- 我国汽车产业面临国内市场扩张和海外产业转移两大机遇，有10年以上的成长期。
- 上半年在政策刺激下，小排量轿车、微客、轻卡增长迅速，下半年则会有所回落，明年同比会变差。中高级轿车继续复苏，盈利能力增强。重卡和大中客由于去年下半年基数较低，同比会出现较大增长。零部件随着行业销量增加而增长。
- 我们认为中高级轿车持续复苏，盈利能力强，值得关注有新车推出的公司。重卡受益于固定资产投资和物流回暖，有较好弹性，可以关注同比增长幅度大的公司。大中客增长相对慢些，可关注出口大单和占有率增加的公司。零部件受益于销量的增长，可关注客户销量大和层级高的公司。
- 行业评级：推荐
- 重点推荐公司：一汽轿车 潍柴动力 华域汽车 宁波华翔 宇通客车

行业投资策略分析框架



行业分析

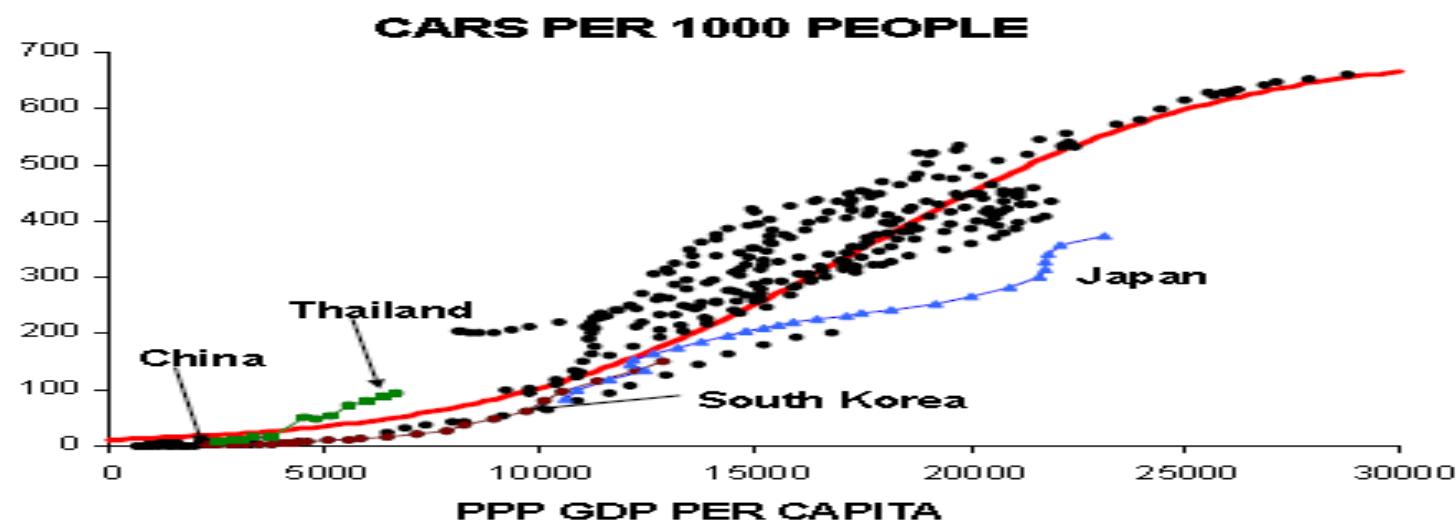
子行业分析

公司分析

目录

- 行业长期趋势判断
- 上半年汽车行业回顾
- 下半年展望和策略
- 重点推荐公司

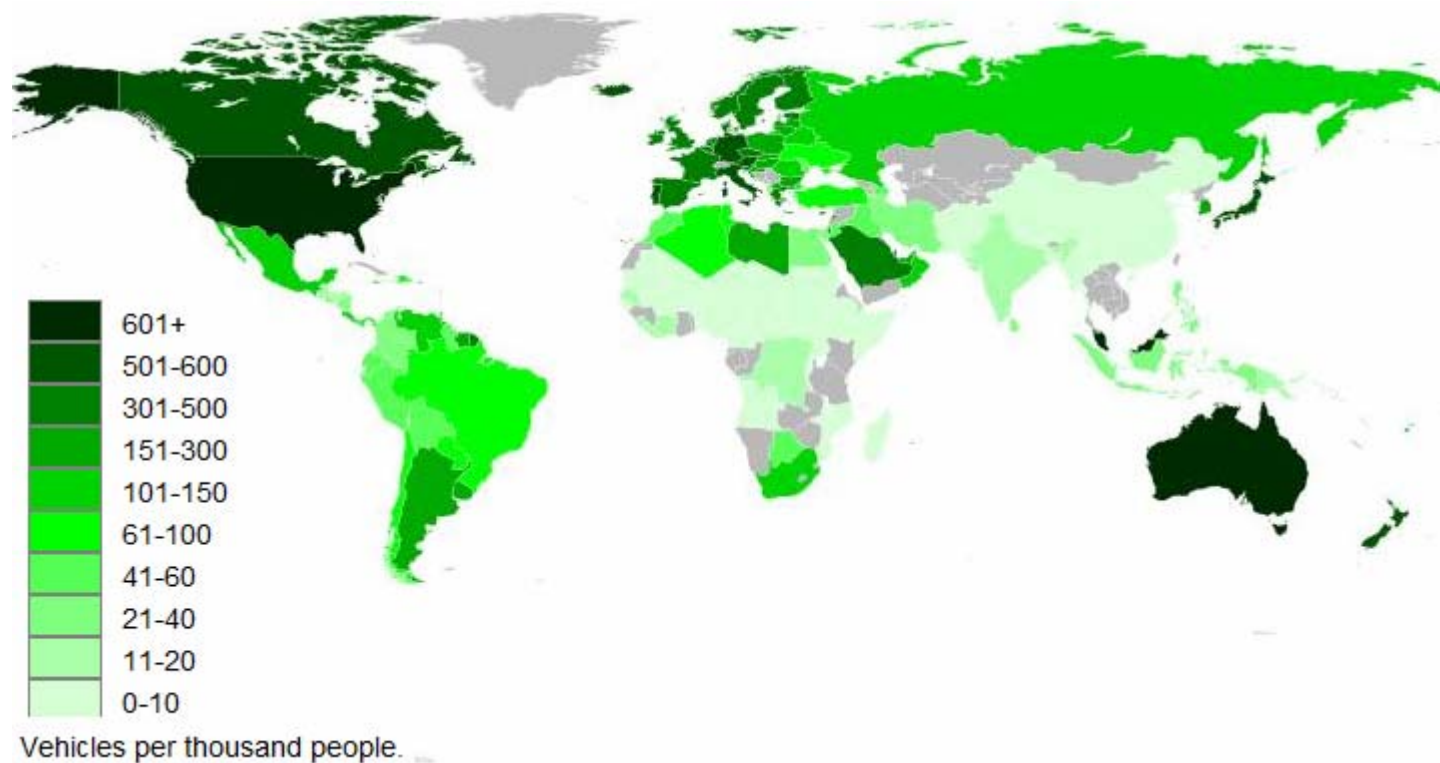
汽车保有量 and 人均GDP 正相关



Regression: Cars / 1000 People = f(PPP GDP per Capita, Population Density, and IMF Debt / GDP)

GDP per capita	1990	2000	2004	2005	2006	2007
China	320	930	1500	1740	2010	2360
Korea, Rep.	6000	9800	14030	15880	17730	19690
Thailand	1550	2010	2470	2700	2990	3400
Japan	26660	34620	36690	38930	38630	37670

我国汽车保有量有很大空间



08年我国千人汽车保有量为**39**辆，远低于全球平均的**130**辆。

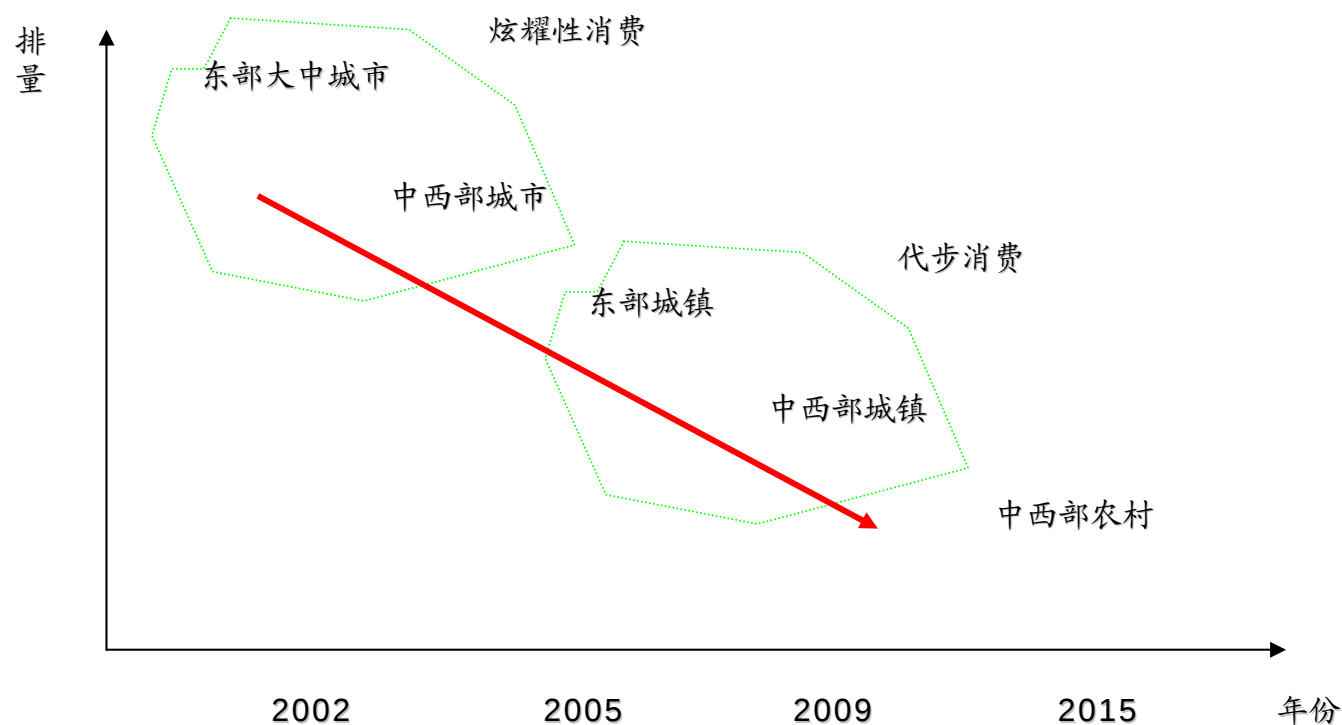
R值达到2时保有量迅速提升

$R\text{值} = \text{车价} / \text{人均GDP}$ ，即车价与人均GDP的比值。

根据日本、韩国、泰国等国家发展经历，当R值为3以前保有量提升很慢，但R值达到2以后保有量迅速地提升。

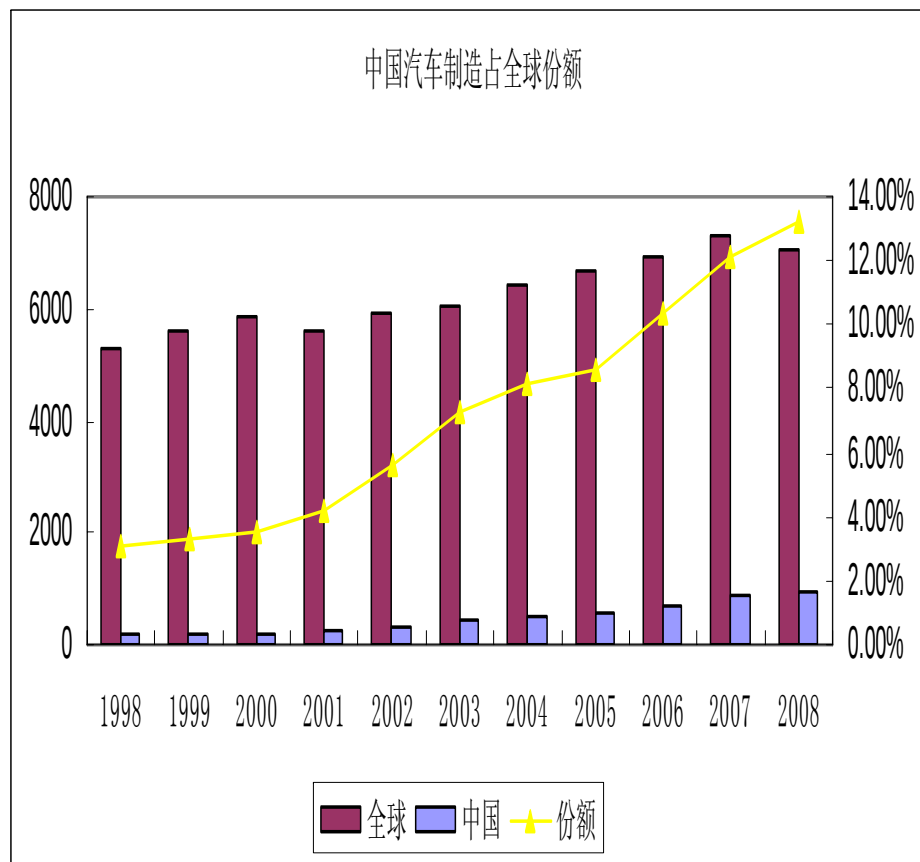
08年我国人均GDP为2.26万元，入门级轿车为5-6万元，我国步入了汽车保有量迅速提升期。

国内轿车消费日趋平民化



消费的平民化意味着客户数量越来越庞大，
增长具有持续性

中国日益成为全球最重要的市场

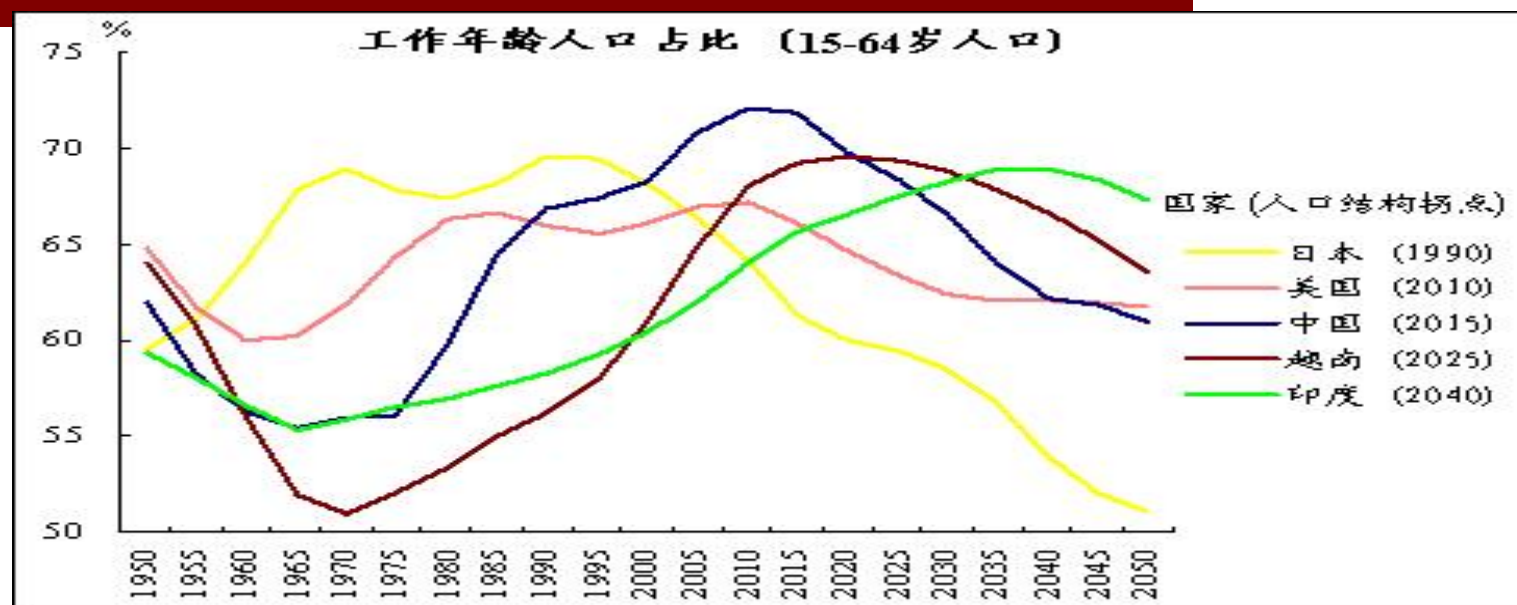


名称	产量 (万辆)	合资方
TOYOTA	923	一汽、广汽
GM	828	上汽
VOLKSWAGEN	643	上汽、一汽
FORD	541	长安
HONDA	391	东风、广汽
NISSAN	339	东风
PSA	332	东风
HYUNDAI	278	北汽
SUZUKI	262	长安

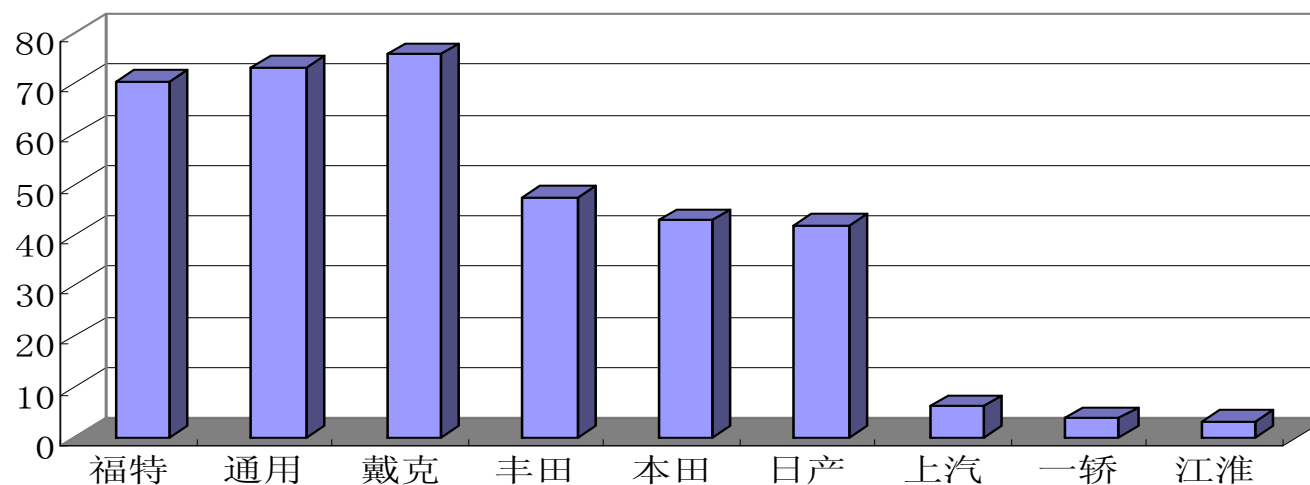
中国占全球份额逐渐增加

全球主要汽车厂家与国内企业成立合资公司

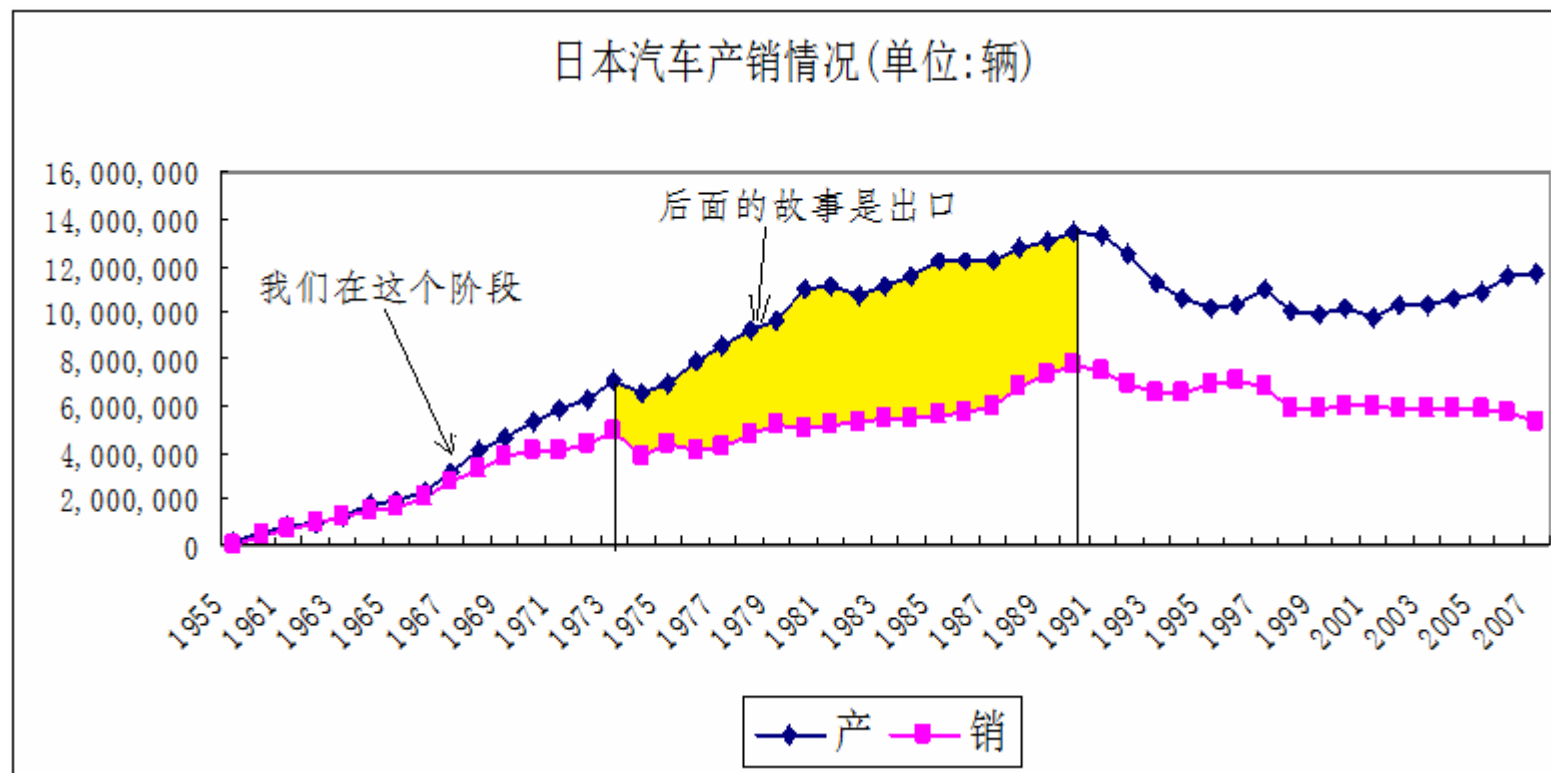
产业转移——劳动成本



各汽车企业小时工资比较(单位:美元)



中国汽车的未来：为全球生产



目前主要为国内生产，未来将为全球生产。汽车业还有很大的发展空间和成长时间。

我国将成为汽车销售场所和制造基地

- 随着收入水平的提高，我国将成为重要的汽车市场。
- 我国劳动力等要素价格低，将成为继日本后的又一全球汽车制造基地。

目录

- 行业长期趋势判断
- 上半年汽车行业回顾
- 下半年展望和策略
- 重点推荐公司

行业回顾：政策刺激行业复苏

主要政策

- 小排量轿车购置税减收
- 燃油税取代养路费
- 汽车下乡
- 汽车报废补贴

政策效果

- 轿车1.6以下同比增长43.12%
- 微客同比增长54.46%
- 微卡同比增长49.57%
- 轻卡同比增长8.58%

行业回顾——销量正增长

类别	2009年6月	YOY	09年1-6月	YOY
汽车总计	1142076	36.48%	6098812	17.69%
乘用车小计	5872849	48.36%	4533805	25.62%
轿车	640563	47.73%	2667614	21.61%
MPV	18812	3.70%	111373	-7.98%
SUV	53341	18.07%	224360	12.20%
交叉型车	160178	75.17%	605666	54.46%
商用车小计	269182	8.34%	1573167	-0.52%
客车整车	23556	-9.07%	119561	-10.80%
货车整车	179066	23.50%	1103081	16.53%
半挂车	18168	-12.78%	61578	-55.50%
客车非完整	7768	8.96%	36020	-32.15%
货车非完整	40624	-18.08%	244767	-18.69%

行业回顾——利润负增长

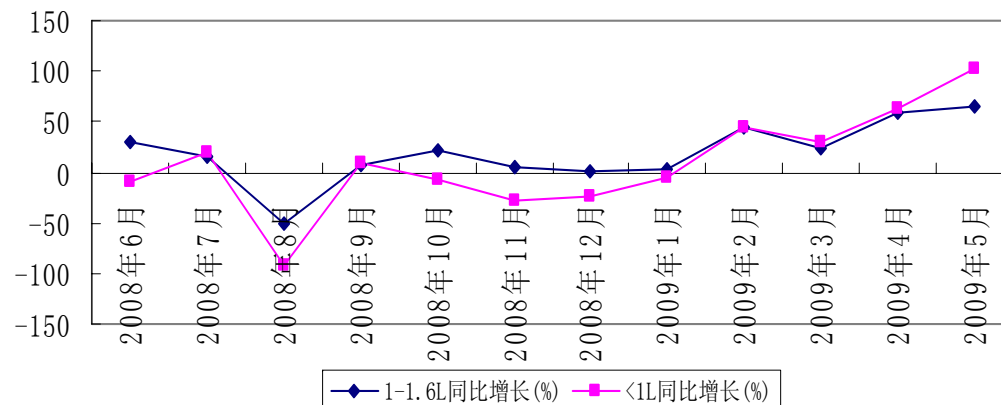
	09年前5月	08年前5月	变动
主营业务收入(万元)	107179339	105568035	1.53%
利润总额(万元)	6015549	6676733	-9.90%
毛利率	14.60%	14.84%	-0.24
三项费用率	8.29%	7.76%	0.53
销售利润率	5.61%	6.32%	-0.71
营业费用率	3.05%	3.01%	0.04
管理费用率	4.64%	4.25%	0.39
财务费用率	0.6%	0.5%	0.1

行业回顾——出口下滑

	前6月出口量	YOY	金额（万 美元）	YOY
汽车总计	127046	-60.91%	190170	-53.90%
客车	13614	-60.84%	23150	-61.83%
其中：大客车	1680	-59.21%	11425	-58.87%
中轻型客车	6971	-41.57%	7888	-50.08%
小型客车	4956	-73.51%	3711	-78.13%
轿车	29802	-74.03%	26852	-67.18%
其中：排量为1.0—1.5L	18677	-72.91%	19064	-62.78%
货车	66709	-47.85%	84789	-40.54%
牵引车	4343	-41.87%	15484	-38.01%
底盘	2366	-83.56%	2413	-67.81%

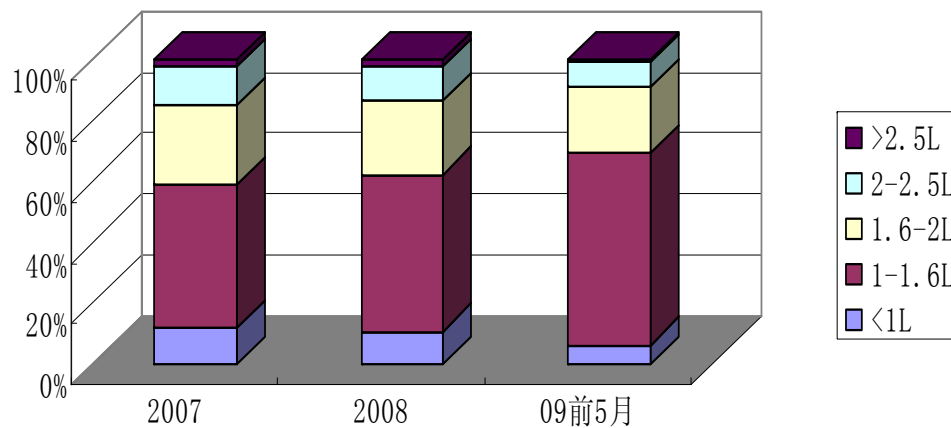
行业回顾：小排量轿车快速增长

小排量轿车上半年增速很高



小排量轿车销量
同比增长迅速

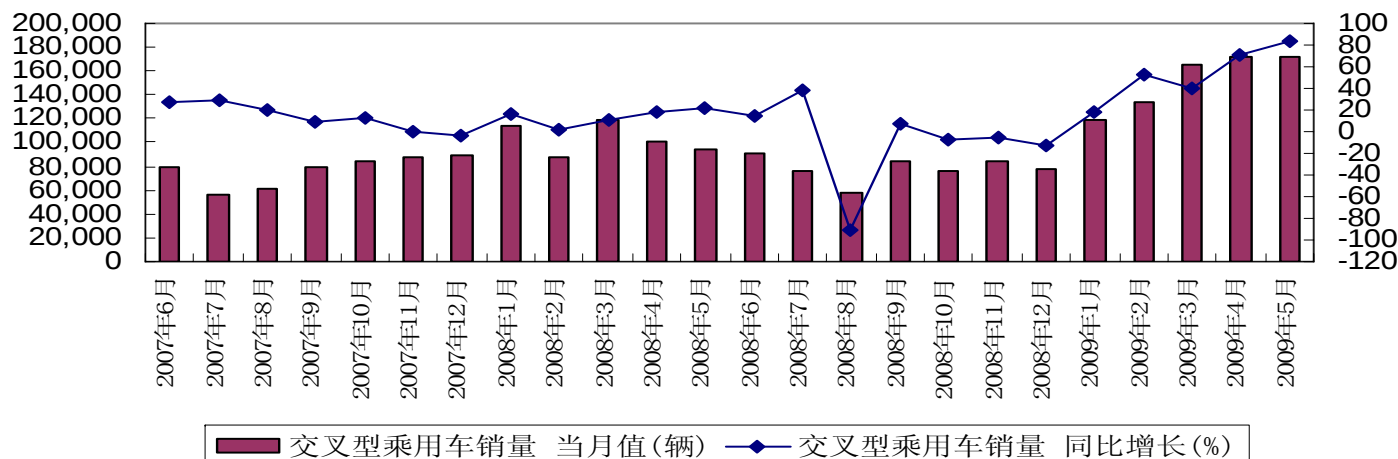
小排量占比增大



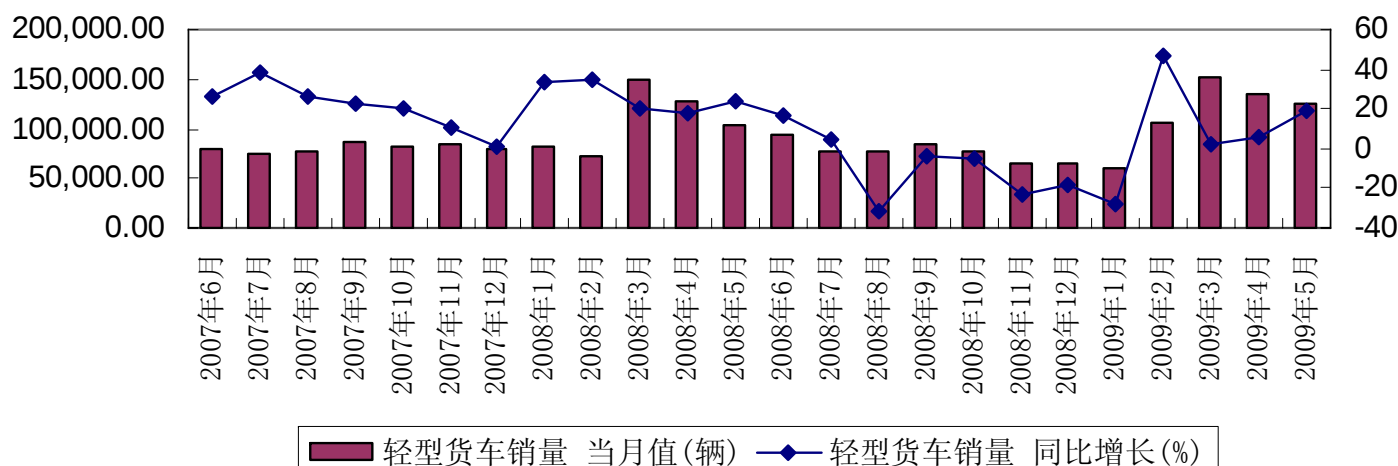
小排量销量占比逐步增加

行业回顾：微客、轻卡受益最明显

交叉型乘用车增长迅速

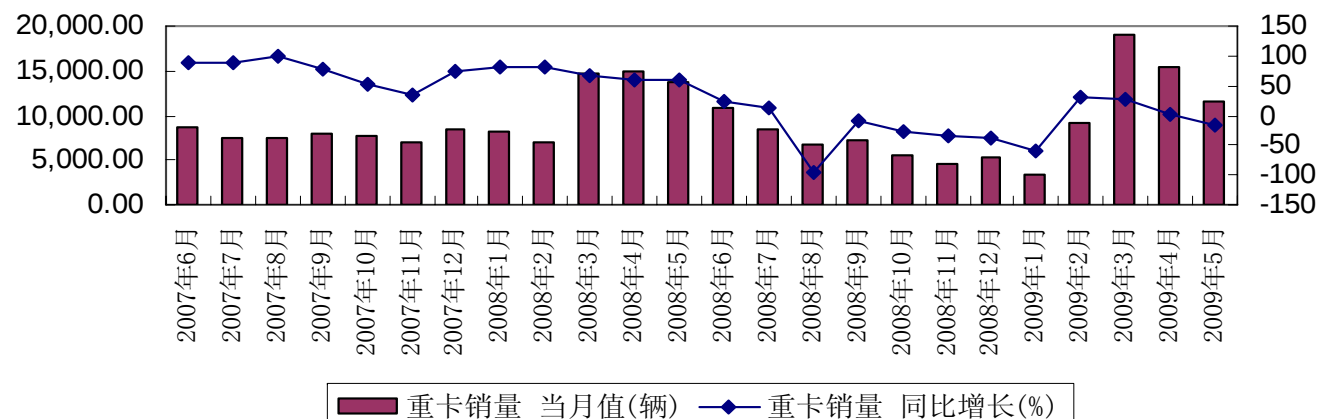


轻卡月度销量和增速

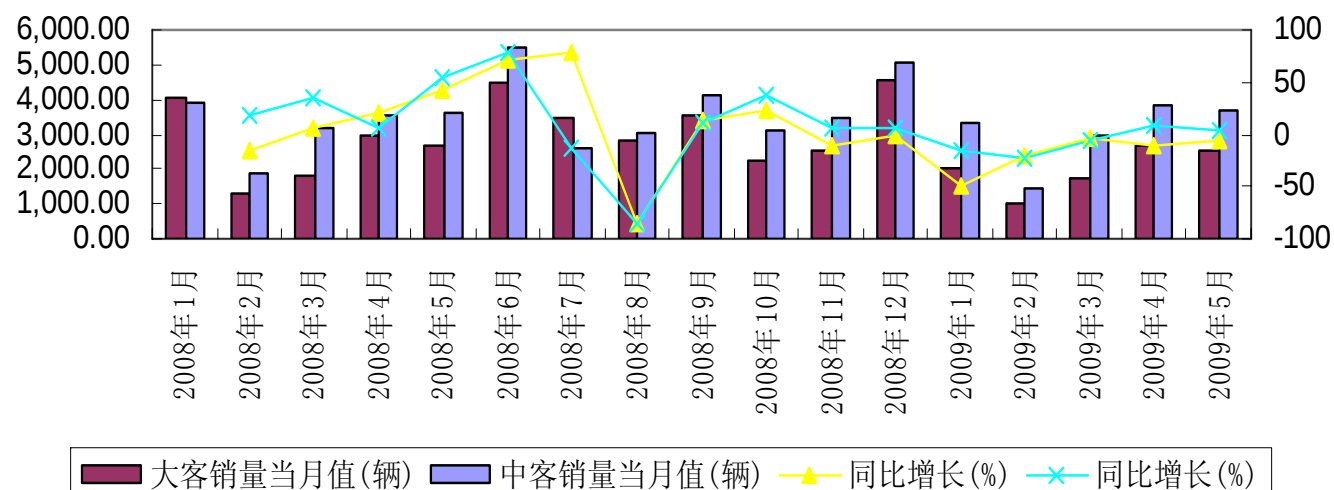


行业回顾：中重卡、大中客依旧低弥

重卡月度销量和增速



大中客车月度销量和增速



行业回顾：主要上市公司情况

公司	6月累计	累计同比
宇通客车	10657	-0.85%
金龙汽车	36348	-5.44%
重汽集团	68098	-2.77%
江铃汽车	51876	3.39%
陕汽集团	36941	-25.91%
江淮汽车	96154	-2.17%
福田汽车	281582	13.46%
一汽轿车	75315	27.59%
马自达6	42106	21.57%
奔腾	32597	42.33%
上汽股份 上汽汽车	33424	305.43%
上海通用	264827	24.97%
上海大众	306231	15.56%
长安汽车 长安股份	258166	56.15%
南京长安	72900	185.82%
长安福特马自达	140438	19.97%
重庆长安铃木	70033	-5.01%

目录

- 行业长期趋势判断
- 上半年汽车行业回顾
- 下半年展望和策略
- 重点推荐公司

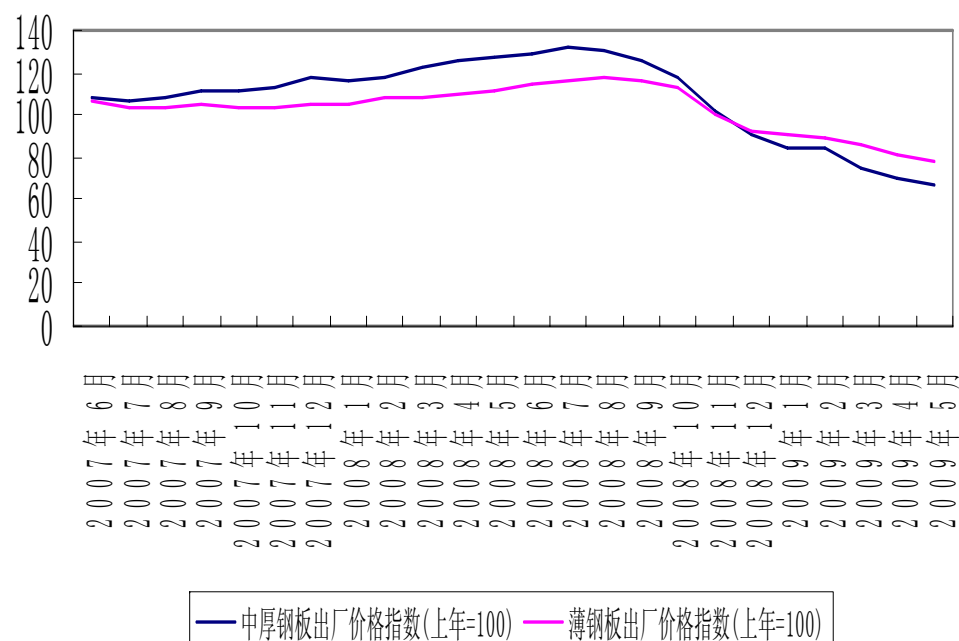
下半年政策依然向好

《汽车产业振兴规划细则》实施时间表

工作任务	牵头单位	实施时间
研究制订促进新能源汽车消费的支持政策	财政部	2009年6月
促进二手车市场发展	商务部	
规范二手车市场秩序	工商总局	
制订实施汽车产品出口战略	商务部	
修订政府公务用车配备更新管理办法	国管局	2009年7月
制订城市停车设施建设规划及管理办法	住房和城乡建设部、公安部	
落实和完善《汽车产业发展政策》	工业和信息化部	
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	2009年10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	
制订汽车消费信贷管理条例	法制办	2009年12月
制订新能源汽车基础设施建设规划	发展改革委	
完善汽车标准法规体系	工业和信息化部、标准委	

原材料处于低位

钢价大幅回落

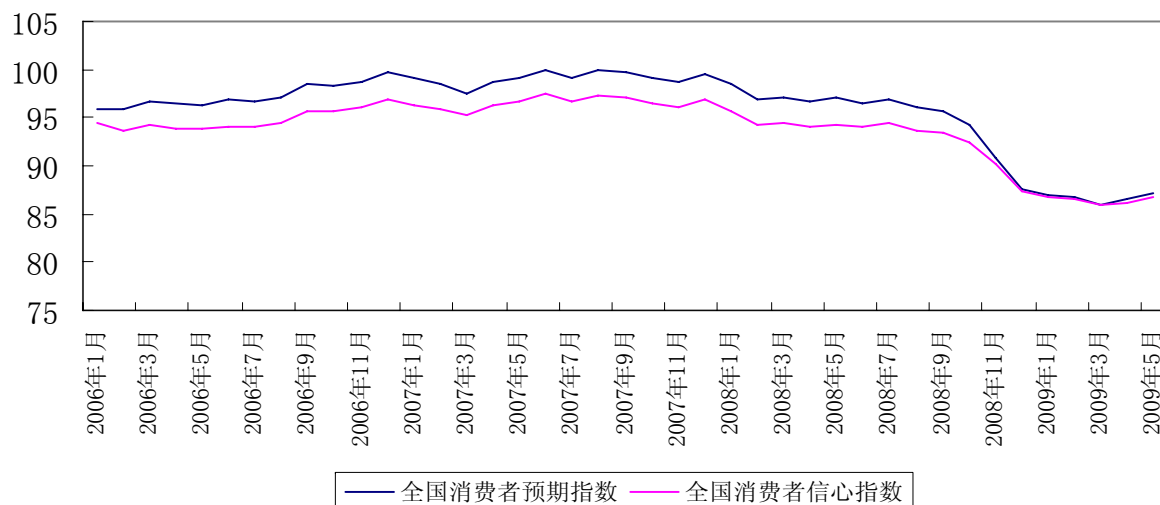


钢价大幅回落，下半年预计反弹，但依然处于低位

橡胶期货价格处于低位

收入增加、消费者信心指数回升

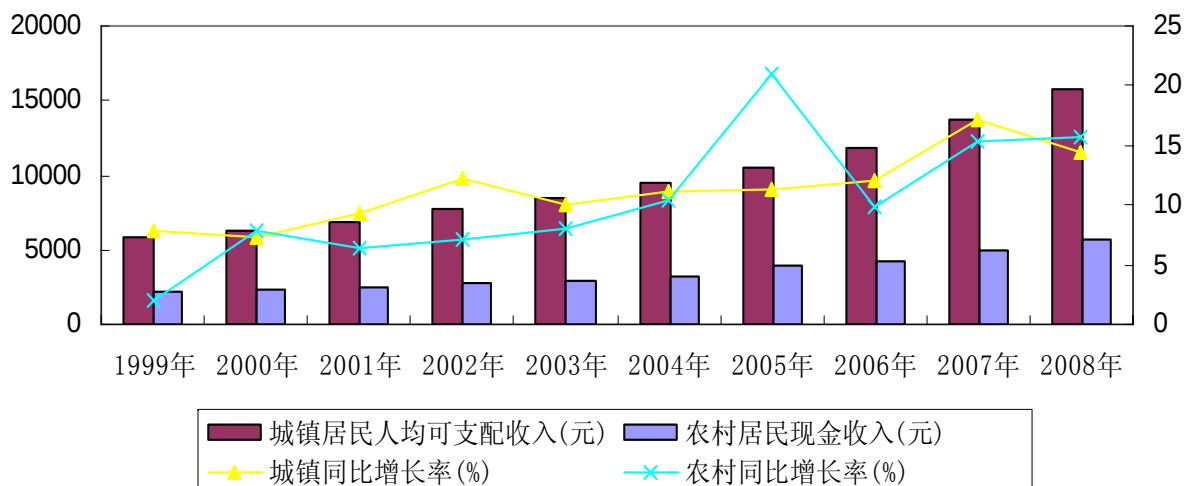
消费者信心指数和预期指数好转



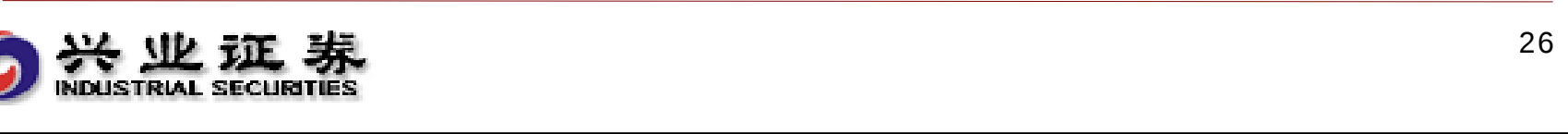
消费信心指数回升

信心指数的先行
指标消费预期指
数也回升

城乡居民收入稳定增长



轿车销量与居民实
际可支配收入水平
密切相关



销量继续增长：预计全年增速17 %

	2008	YOY	2009H	YOY	2009E	YOY
汽车行业	9,363,306	6.59%	6098812	17.69%	10,958,721	17.04%
乘用车小计	6,747,460	7.14%	4533805	25.62%	8,176,997	21.19%
基本型	5,040,397	6.63%	3244059	21.61%	5,947,668	18.00%
MPV	197,394	-12.54%	102487	-7.98%	187,524	-5.00%
SUV	446,109	24.83%	251742	12.20%	499,642	12.00%
交叉型	1,063,560	7.67%	935517	54.46%	1,542,162	45.00%
商用车小计	2,615,846	5.19%	1565007	-0.52%	2,781,724	6.34%
重型货车	541,510	11.80%	212103	-12.26%	530,680	-2.00%
中型货车	212,311	-9.09%	133162	5.05%	220,803	4.00%
轻型货车	1,171,292	6.81%	744846	6.04%	1,241,570	6.00%
微型货车	360,259	11.47%	257737	45.85%	486,350	35.00%
大型客车	42,851	7.33%	15727	-30.74%	37,709	-12.00%
中型客车	75,980	-1.00%	34655	-15.99%	69,902	-8.00%
轻型客车	211,643	-8.95%	105199	-14.58%	194,712	-8.00%

行业盈利能力回升 给予推荐评级

政策效应释放后，下半年轻卡、微客增速有所放缓；

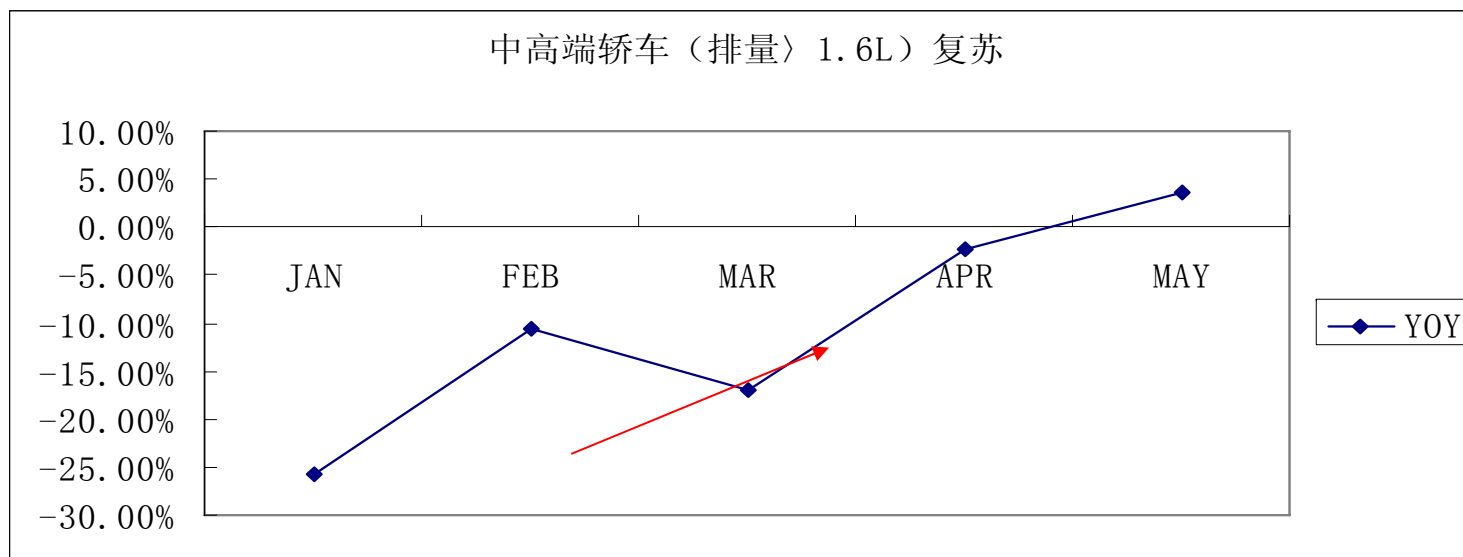
小排量轿车增速将放缓但中高端轿车销售继续复苏；

大中客、重卡由于去年7月1日国三实施，下半年同比有所增长；

由于销售结构改善、高盈利能力的中高端车型复苏，预计行业利润将由“量增利不增”走向“利润回升阶段”。

由于销量增长利润回升，给予行业推荐评级。

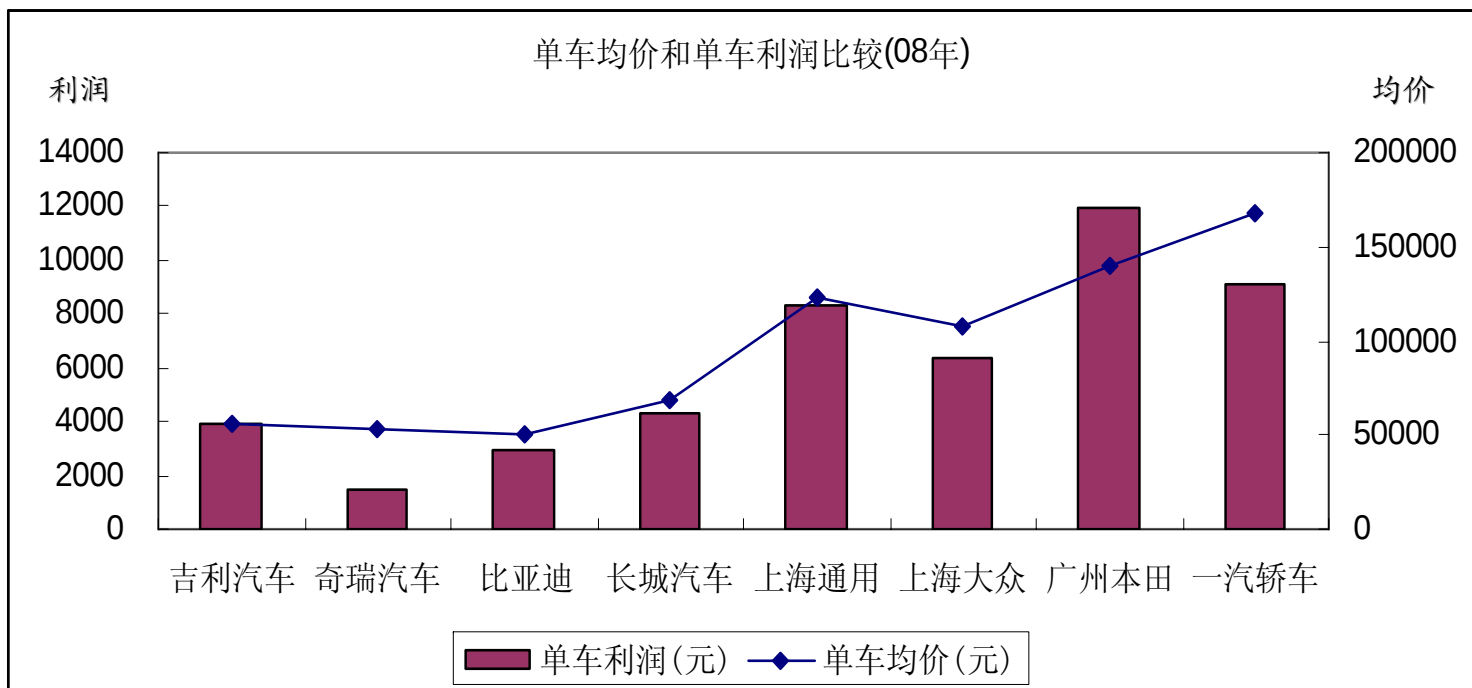
中高端轿车：换车需求使增长稳定



2008年末，民用轿车保有量2438万辆，1.6L以下排量轿车占存量的50%以上。老车主一般会购买较高一档轿车，换车需求使中高端轿车销量增长比较稳定。

与政策刺激不同，其增长更具稳定性，下半年将延续增长趋势。

中高端轿车盈利能力强



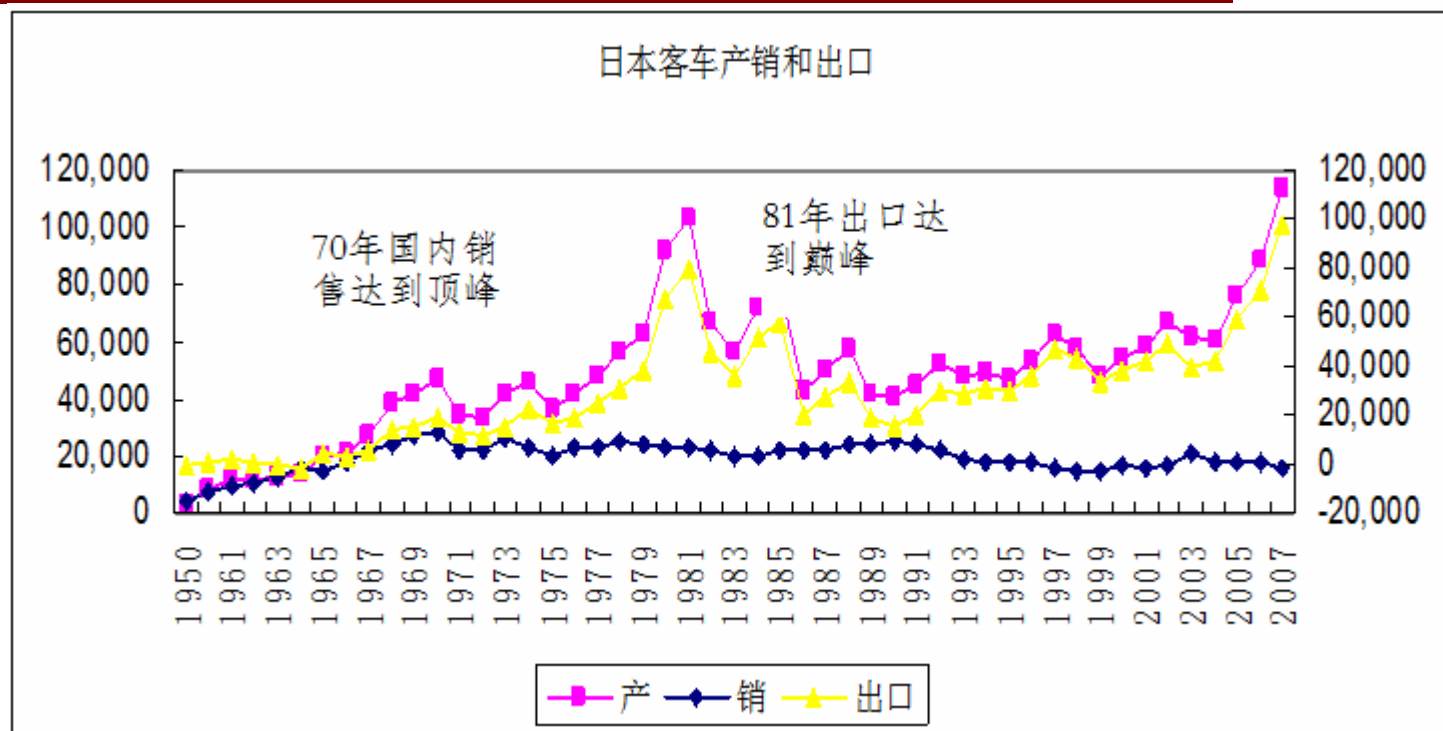
中高端轿车单车利润为入门级轿车的 2 - 3 倍。

中高端轿车企业：下半年新车型

厂家	新车型	级别
上海通用	新君悦	B
上海通用	新君威	B
上海通用	凯迪拉克SRX	C
上海通用	新林荫大道	C
上海大众	斯柯达昊瑞	B
一汽轿车	睿翼	B
一汽大众	高尔夫A6	B
一汽丰田	新皇冠	C
北汽现代	现代EFC	B
北汽现代	雅科仕	C
广州本田	新奥德赛	B
东风本田	思铂睿	B
东风雪铁龙	雪铁龙C5	B
东风标致	标致308SW	C
奇瑞	瑞麟G6	B
比亚迪	比亚迪M6, S8	B

可以关注上汽股份、一汽轿车

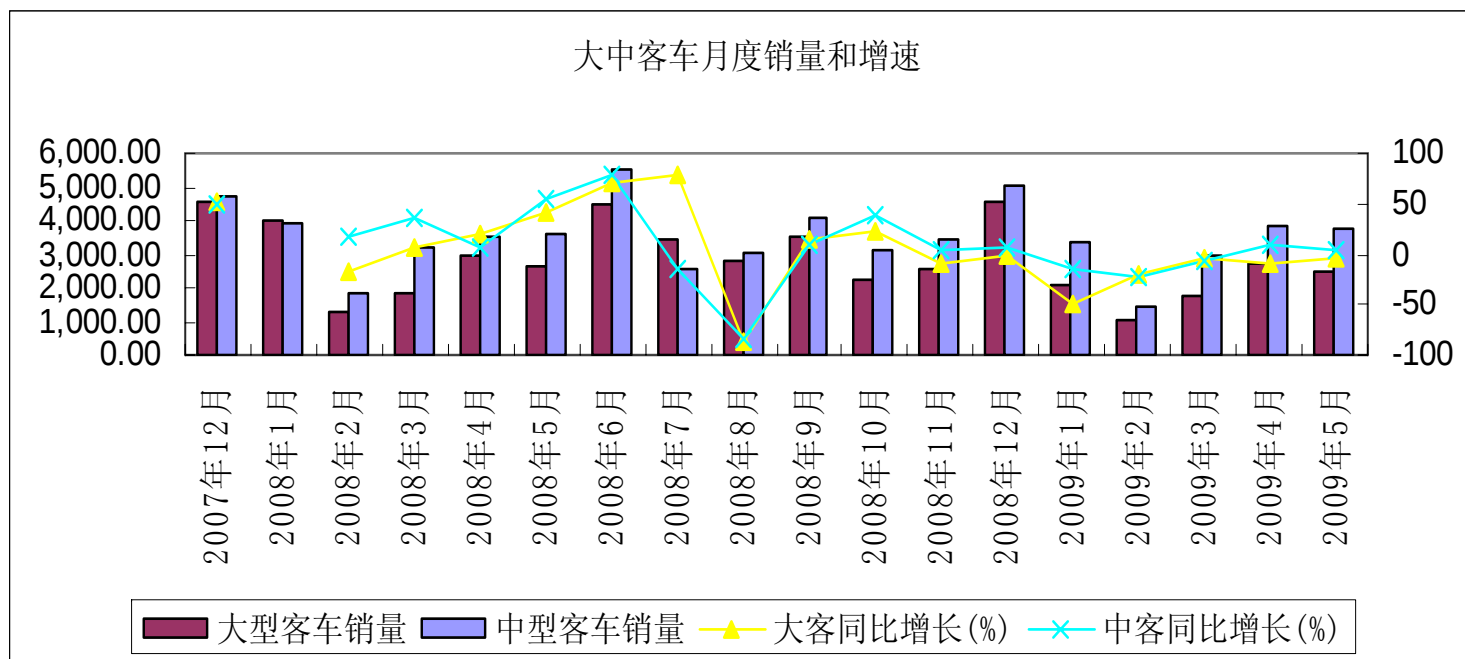
大中客车：出口是延续增长的途径



日本历史：
国内下滑出口
起到重要作用。

轿车快速进入家庭意味着客车国内需求的顶峰将要来临，出口是该行业扩张的途径。

去年基数低和出口回暖:



08年7月1日国三标准实施,上半年销量大增,而下半年销量减少,低基数导致下半年同比增长。

6月客车出口1624辆,同比下降19.88%,环比增长32.90%,与5月相比同比环比都好转。

大中客车：关注占有率提高和出口订单

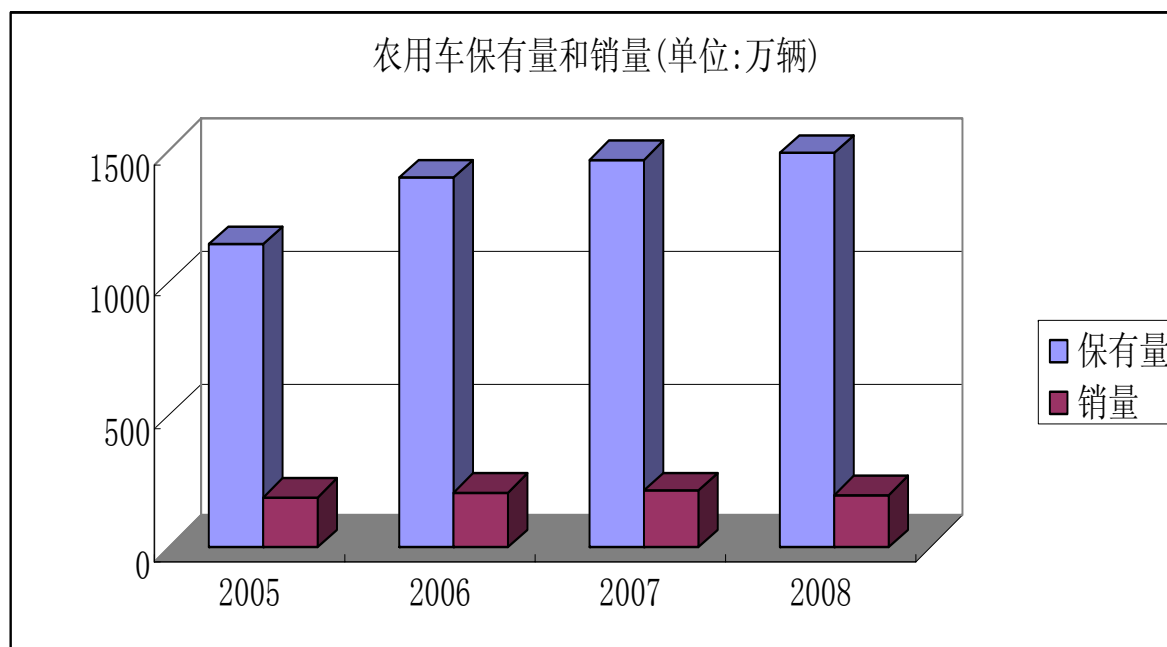
	09年前6 月销量	市场占有率	08年前6 月销量	市场占有率
宇通客车	11361	18.45%	15247	16.43%
金龙合计	17713	28.76%	26114	28.13%
苏州金龙	6210	10.08%	9023	9.72%
大金龙	5310	8.62%	7673	8.27%
小金龙	6193	10.06%	9418	10.15%
中通客车	2653	4.31%	3825	4.12%

宇通客车市场占有率
提高了2个百分点。

宇通客车出口到古巴的
2300辆订单车获批准。

轻卡：换购+农用车存量

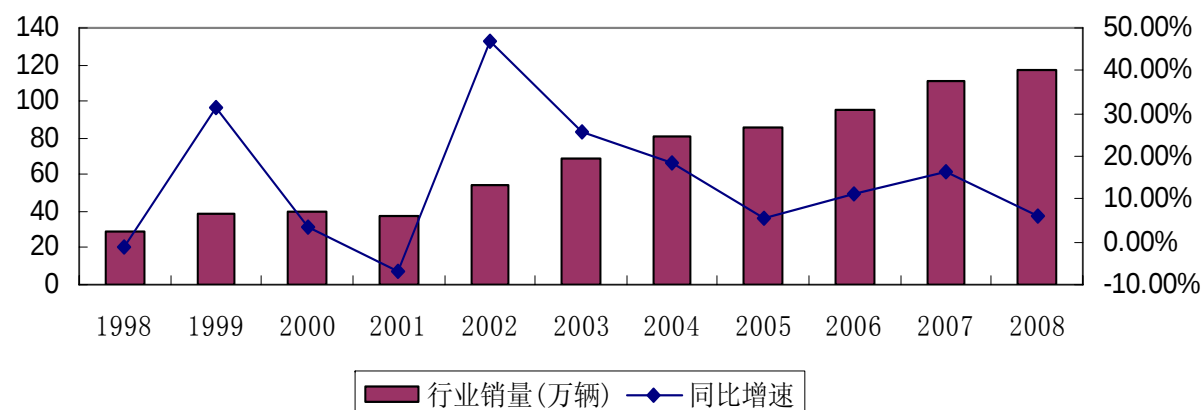
在2009年6月1日至2010年5月31日期间，报废使用不到8年的老旧微型载货车、老旧中型出租载客车，使用不到12年的老旧中、轻型载货车、出租车以外的老旧中型载客车以及提前报废“黄标车”，并换购新车的，根据报废车型可享受3000-6000元不等的补贴。



农用车存量巨大，全部更换要
8-10年

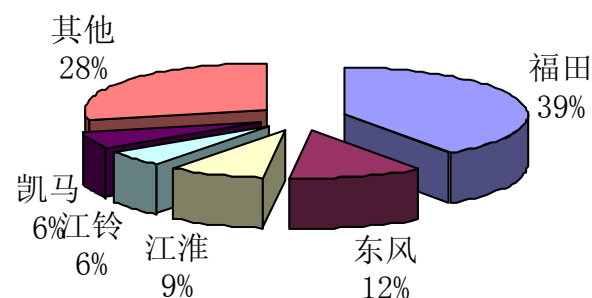
轻卡：占有率靠前面向农村企业受益明显

轻卡行业销量和增速

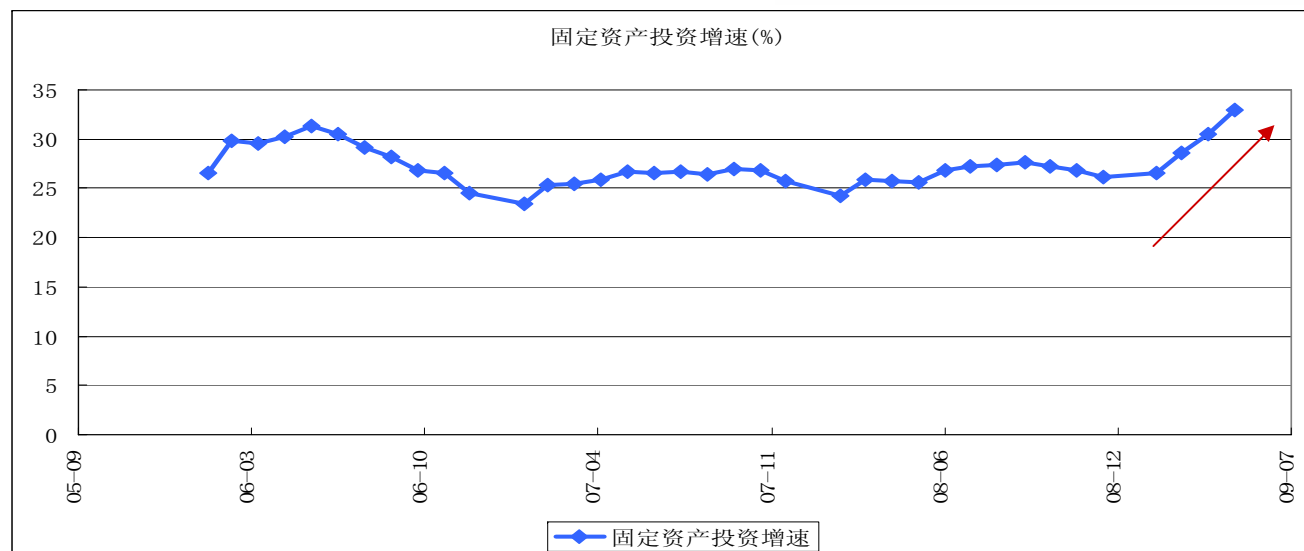
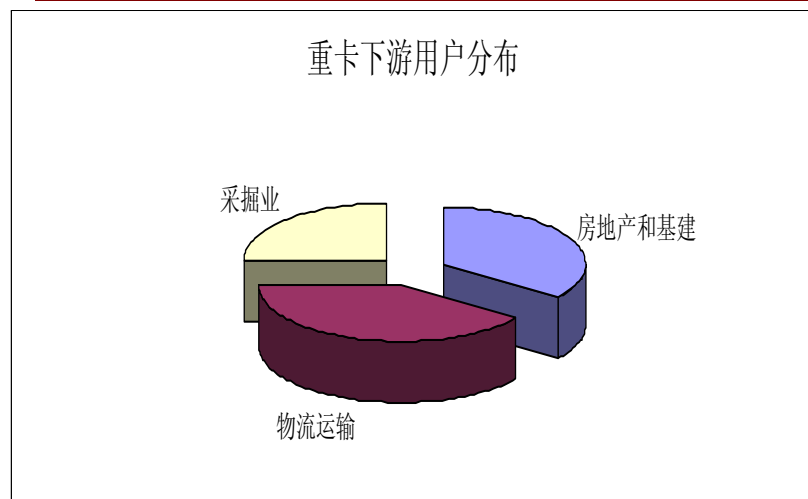


福田汽车和江淮汽车占有率高，产品面向农村市场受益最多。

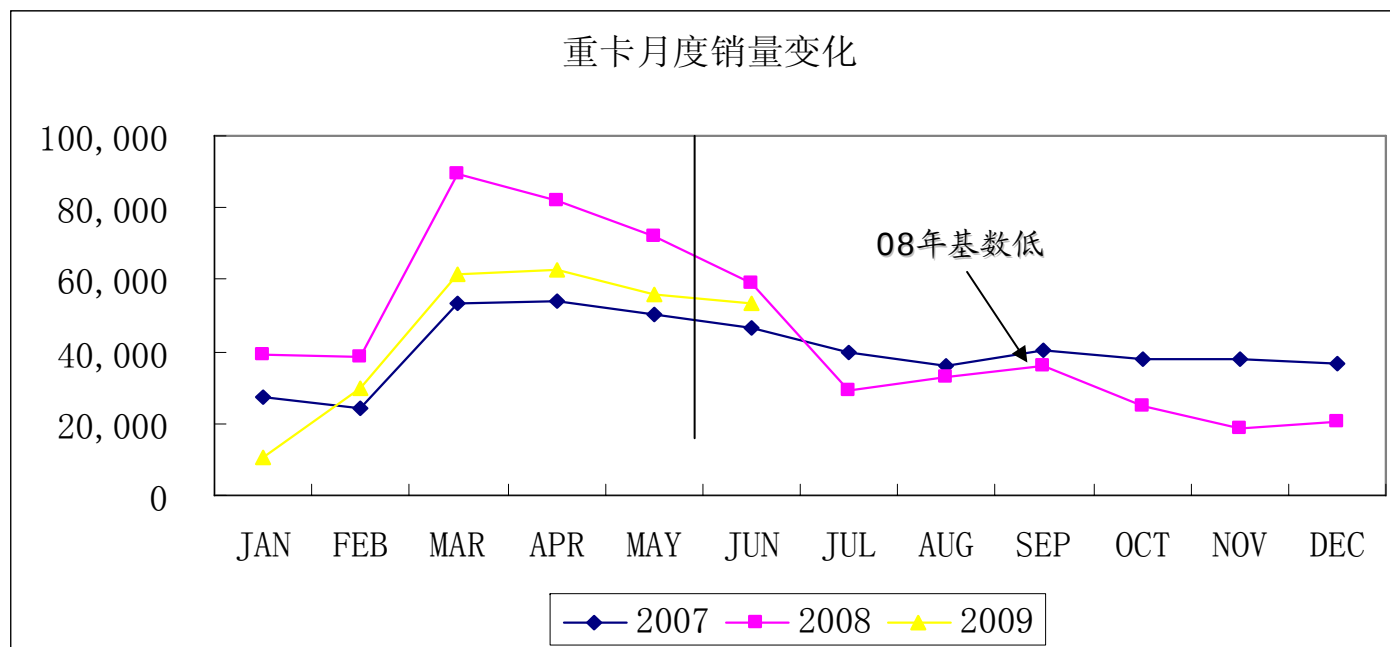
轻卡占有率(08年)



重卡：固定资产投资增加 运价指数企稳



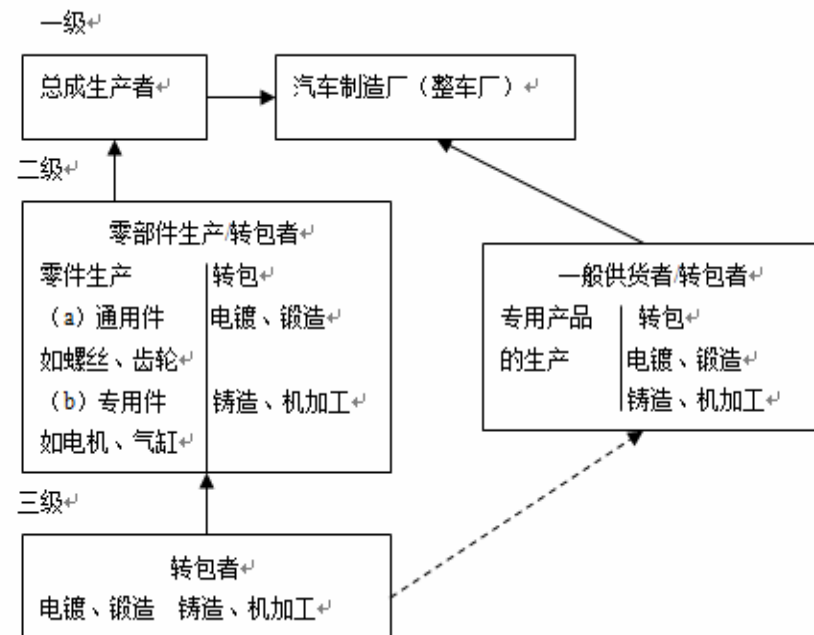
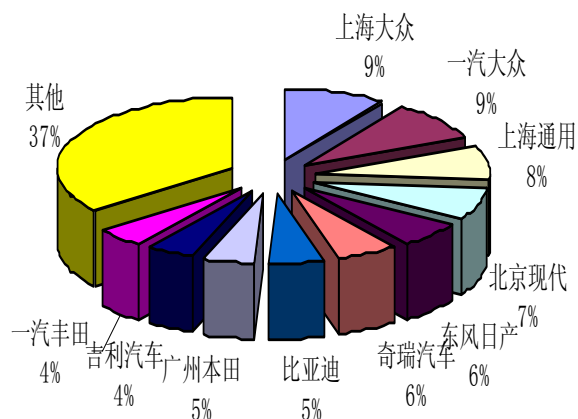
重卡：基数 EGR 高压共轨



高压共轨和EGR之争：高压共轨价格高使08年基数更低，意味着同比增加更多，潍柴动力同比更好。

零部件：关注客户销量 自身层级

各轿车厂家销量份额



客户的销量要足够大，伴随客户成长

成为总成供货商成为盘剥者

关注宁波华翔、华域汽车、一汽富维

零部件：全国性客户 一级供货商

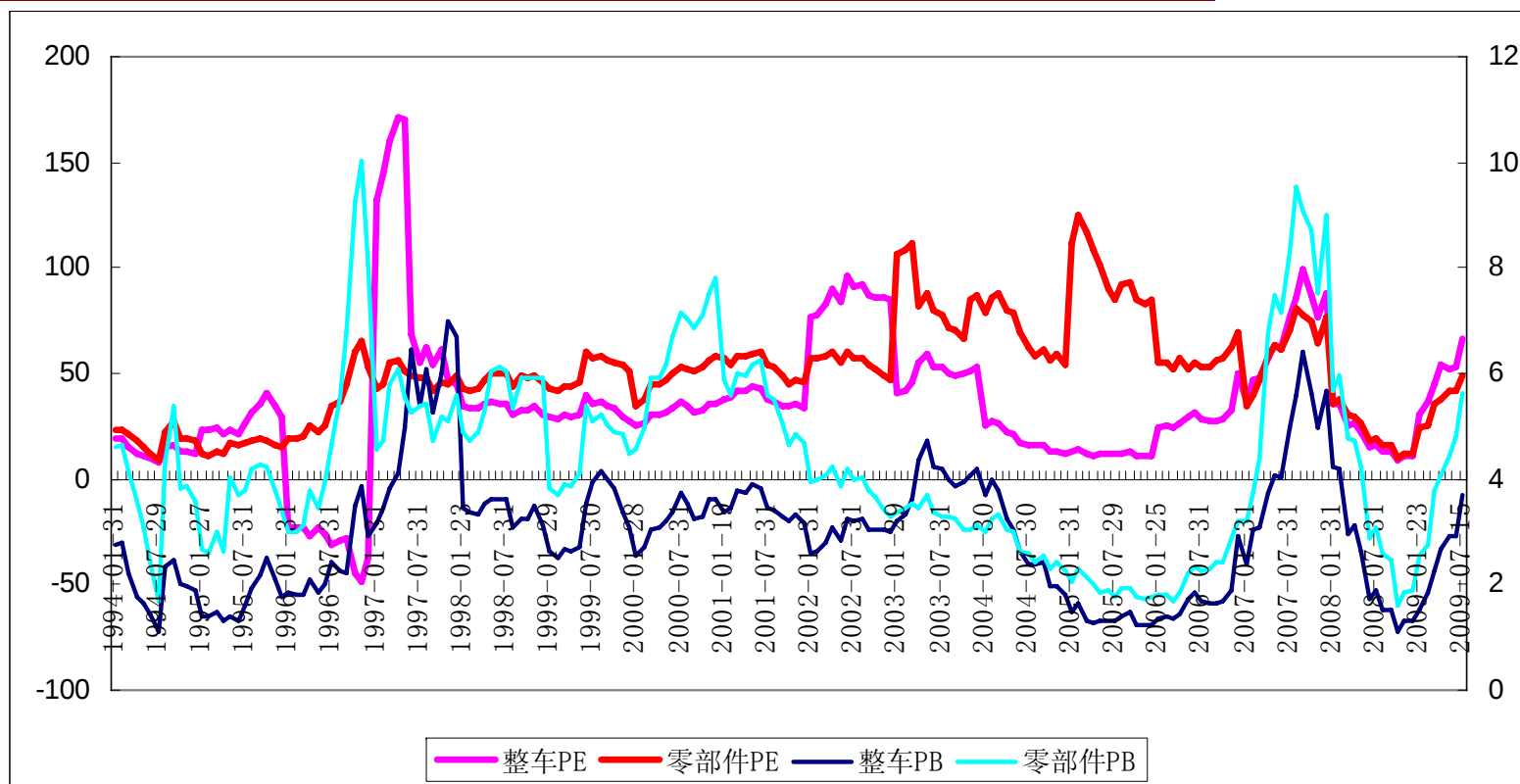
公司	层级	客户
华域汽车	一级供货商	以上汽集团为主的整车厂
一汽富维	一级供货商	以一汽集团为主的整车厂
宁波华翔	一级供货商	上汽传统关系, 一汽新进入

关注公司的估值水平

上市公司	EPS (元)			PE/PB			评级
	2008	2009E	2010E	09PE	10PE	PB	
上海汽车	0.10	0.58	0.82	33.7X	23.8X	3.5	推荐
一汽轿车	0.67	0.76	0.94	26.2X	21.0X	4.7	推荐
潍柴动力	2.32	2.25	2.67	19.4X	16.3X	4.3	强烈推荐
华域汽车	-0.02	0.49	0.56	19.5X	17.1X	2.4	强烈推荐
宁波华翔	0.29	0.42	0.59	25.5X	18.0X	4.7	强烈推荐
宇通客车	1.02	0.81	0.95	17.8X	15.1X	4.1	强烈推荐
一汽富维	0.90	0.85	1.06	21.0X	16.9X	2.8	推荐
江淮汽车	0.04	0.18	0.30	39.0X	23.4X	2.3	推荐
福田汽车	0.40	0.46	0.56	33.9X	27.8X	4.4	中性
中国重汽	1.13	0.88	1.19	30.7X	22.7X	4.4	中性
金龙汽车	0.44	0.37	0.4	24.8X	19.1X	3.0	中性
江铃汽车	0.91	0.80	0.96	22.9X	19.1X	3.7	中性

按7.15收盘价计算

汽车行业历史估值水平



从历史上看，零部件估值水平要高于整车。顶峰时整车PE为50-70倍，PB为6倍左右。

目录

- 行业长期趋势判断
- 上半年汽车行业回顾
- 下半年展望和策略
- 重点推荐公司

一汽轿车（000800）：业绩 + 整体上市

- 新车睿翼、B50销售情况良好，目前月销量达到7000辆以上，整体毛利率有所提升。
- 随着振兴规划的出台，一汽集团整体上市的步伐将加快，上市后能增厚EPS 30%以上。
- 风险点：整体上市时间不好把握

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(百万元)	13617	22904	26855	31870
净利润(百万元)	1087	1282	1521	1816
净利润增长率 (%)	89.65	18.00	19.00	19.43
EPS(元)	0.67	0.78	0.94	1.11

潍柴动力（000338）：同期低基数 + 低估值

- ❑ 08年下半年国三标准实施，公司高压共轨发动机因价格高销售受影响很大，去年下半年基数很低。
- ❑ 随着高压共轨逐步得到认可，公司也能生产EGR发动机，受4万亿投资拉动，工程机械和重卡出现复苏，拉动发动机销量增长，预计同比会出现较大幅度增长。
- ❑ 山东政府对以潍柴为核心的山东重工的整合
- ❑ 风险点：重卡销量不达预期

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(百万元)	33128	30154	35976	43140
净利润(百万元)	1931	1879	2227	2584
净利润增长率 (%)	-4.36	-2.68	18.50	16.05
EPS(元)	2.32	2.25	2.67	3.10

华域汽车（600741）：汽车零部件蓝筹

- ❑ 公司通过向上汽集团购买23家独立汽车零部件制造企业已成为我国最大的独立汽车零部件制造商。
- ❑ 主要客户上海大众、上海通用、上海汽车在国内占有率比较高，公司将受益这些企业的成长。
- ❑ 商用车零部件配套、售后市场及出口市场将是未来公司的三大增长点。

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(百万元)	5425	8150	9360	11050
净利润(百万元)	-36	1255	1456	1733
净利润增长率 (%)	-114.23	na	16.00	19.00
EPS(元)	-0.02	0.49	0.56	0.67

宁波华翔（002048）：自身+富奥 业绩弹性大

- ❑ 管理团队比较优秀，经营效率比较高，能够提供有竞争力的产品。
- ❑ 主要客户上海大众、一汽大众销售情况良好。模块化供货能够使客户数量不增加情况下，增加收入水平。
- ❑ 富奥收入规模比较大，管理效率的提高能够改善盈利能力。
- ❑ 风险点：富奥整合的情况

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(百万元)	2683	3062	3701	4712
净利润(百万元)	144	206	290	380
净利润增长率 (%)	1.96	43.11	41.12	30.63
EPS(元)	0.29	0.42	0.59	0.77

宇通客车（600066）：占有率提高+出口

- 国三标准去年7月1号实施，导致下半年基数低，今年下半年同比有好转。今年上半年销售不佳，明年同比将出现正增长。
- 公司在行业下滑时市场占有率提高了2个百分点，说明公司竞争力比较强。古巴大单使得出口业务下半年好转。
- 风险点：销量下滑幅度超过预期。

	2008A	2009E	2010E	2011E
收入(百万元)	8335	7125	8460	9800
净利润(百万元)	531	414	494	614
净利润增长率 (%)	37.42	-22.01	19.20	24.30
EPS(元)	1.02	0.81	0.95	1.18

欢迎交流

兴业证券研发中心 朱学东

zhuxd@xyzq.com.cn

021-38565946