

汽车行业

2009 年 7 月 23 日

二季度将是全年行业盈利高点

2009 年 7 月汽车行业月度跟踪报告

投资要点:

2009 年 6 月汽车销量继 4 月后再创新高。6 月产量大于销量,但整车库存仍然处于低位。同时行业出口见底好转。即使假设今年三季度和四季度销量比二季度下降 10%左右,全年汽车销量也将超过 1200 万辆,同比增长也将超过 25%。

1-2 月、3 月、4 月和 5 月份 19 家重点企业利润总额分别是 45.2 亿元、62.7 亿元、92.7 亿元和 108.8 亿元。如我们预计,5 月份利润总额和 4 月份相差不大;因此汽车行业 2009 年二季度利润总额将会是一季度的 2~3 倍进一步明确。我们预计三季度汽车销量将比二季度下降 10%以上,同时成本将略有上升。全年来看,二季度将是全年销量和毛利率高点,因此必然是全年行业盈利高点。

经销商库存上升使得 6 月乘用车销量仍维持高位,预计 7 月份将下滑。我们下调乘用车行业评级至“减持”。乘用车上市公司中,我们只推荐具有重组概念的江淮汽车。

6 月商用车销量整体环比略有下降,但大中客、半挂牵引车销量环比上升超过 20%。我们推荐大中客龙头企业宇通客车。

三季度整车厂家将会产大于销,零部件企业将会受益。我们推荐前期涨幅相对较小的中鼎股份。

我们认为二季度将是汽车行业全年盈利高点。2009 年以来,汽车行业涨幅已达 150%以上,远超同期沪深 300 指数涨幅。考虑到下半年行业销量环比继续增长可能性很小,目前行业大多数公司估值已经偏高,我们下调行业评级至“中性”。

研究员: 陈亮

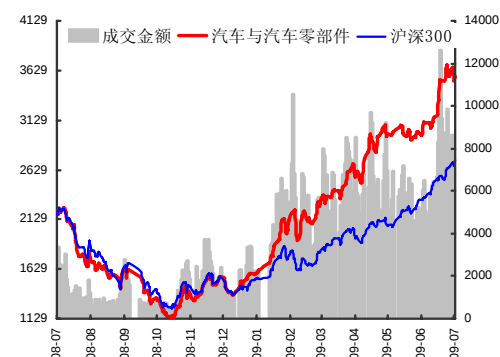
电 话: 025-84457777-894

E-mail: pro7973@hotmail.com

地 址: 南京市,中山东路 90 号

行业评级: 中性

市场走势



相关研究

2009 年 6 月汽车行业月度跟踪报告: 乘用车销售继续火爆 09/06/16

2009 年 5 月汽车行业月度跟踪报告: 火红四月 09/05/26

2009 年 4 月汽车行业月度跟踪报告: 一季报业绩存在风险, 二季度业绩环比增长 09/04/18

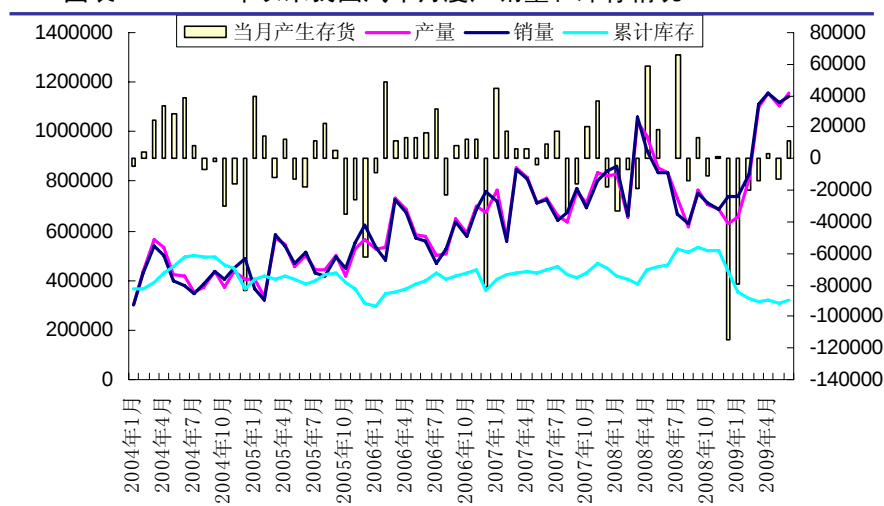
重点公司

股票名称	7/21 收盘价	EPS(元)				P/E				投资评级
		08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
上海汽车	18.31	0.10	0.74	0.72	0.81	183.1	24.7	25.4	22.6	观望
宇通客车	14.06	1.02	0.81	0.87	0.96	13.8	17.4	16.2	14.6	买入
江淮汽车	6.70	0.04	0.17	0.16	0.45	167.5	39.4	41.9	14.9	买入
安凯客车	6.47	0.08	0.11	0.11	0.13	80.9	58.8	58.8	49.8	观望
中国重汽	27.15	1.13	0.86	1.35	1.52	24.0	31.6	20.1	17.9	推荐

一、 6 月销量再创新高

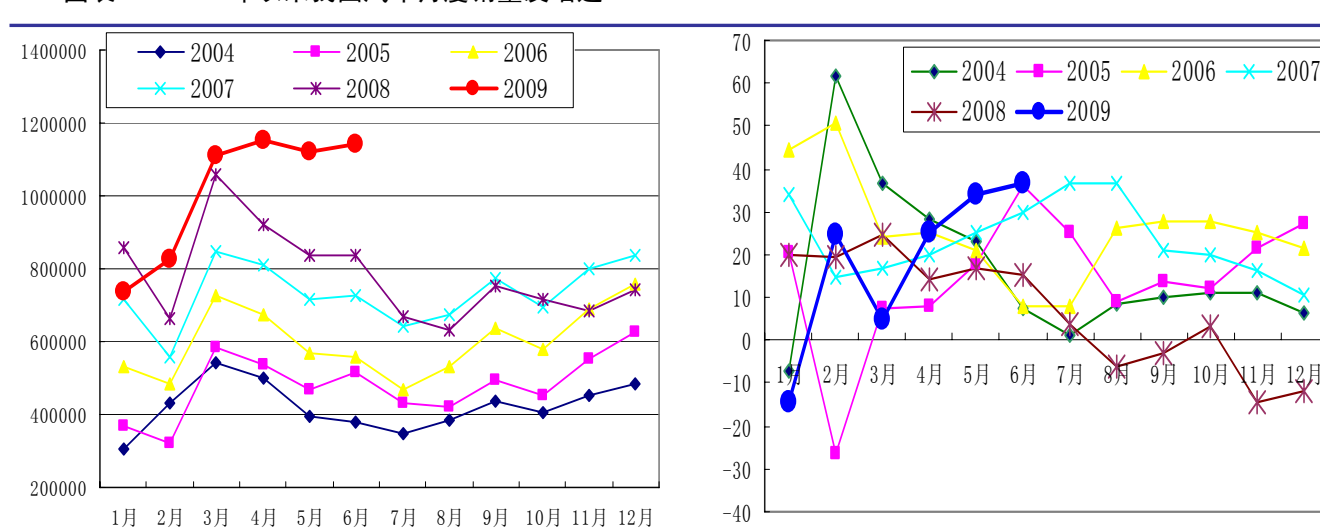
2009 年 6 月，我国共销售汽车 114.21 万辆，同比增长 36.5%，环比增长 2%，继 4 月份后再创历史新高，这超出了市场预期。6 月我国共生产汽车 115.31 万辆，同比增长 37.7%，环比下增长 4.2%。前几个月销大于产的局面在 6 月份得到了改观，6 月产量大于销量，但整车库存仍然处于低位。

图表 1 2004 年以来我国汽车月度产销量和库存情况



数据来源：CAAM

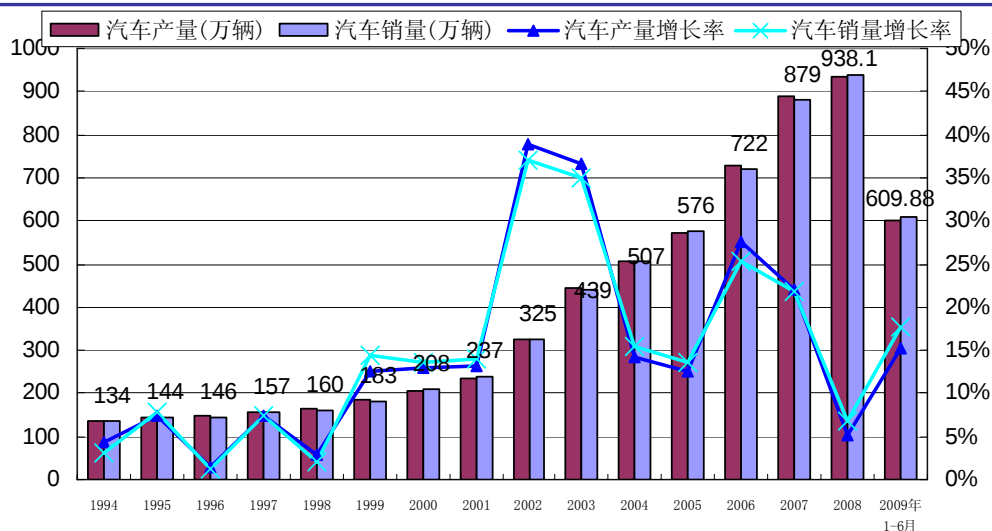
图表 2 2004 年以来我国汽车月度销量及增速



数据来源：CAAM

2009 年 1-6 月，我国汽车销售汽车 609.88 万辆，同比增长 17.7%；同期我国汽车厂商共生产汽车 599.08 万辆，同比增长 15.2%。分季度来看，一季度我国汽车销售 267.88 万辆，同比增长 5.0%；二季度我国汽车销售 342.00 万辆，同比增长 31.4%。由于同比基数的降低，即使假设今年三季度和四季度销量比二季度下降 10%左右，全年汽车销量也将超过 1200 万辆，同比增长也将超过 25%。

图表 3 1998 年以来我国汽车产销量情况



数据来源: CAAM

分车型来看, 6 月份乘用车同比增长了 48.4%, 环比增长了 5.3%; 其中交叉型乘用车(+75.2%)、轿车(+47.7%)和 SUV(+18.1%)同比增速仍然处于高位; MPV(+3.7%)销量开始由负增长变为正增长。商用车同比增长了 8.3%, 但环比下降了 7.4%。造成商用车环比下降的是卡车环比出现下降, 其中中卡环比下降了 26.5%。上半年来看, 汽车销量增长主要来源于乘用车, 特别是轿车和交叉型乘用车, 其对汽车销量增长的贡献度分别为 62.9%和 36.0%。商用车中, 中卡和轻卡的销量增长被其他商用车细分车型所拖累, 使得上半年商用车整体销量和去年基本持平。

图表 4 2009 年 6 月汽车分车型销量

	本月销量	去年同期销量	上月销量	同比增长	环比增长	累计同比增长
乘用车:	872894	588354	829071	48.4%	5.3%	25.6%
基本型乘用车(轿车)	640563	433592	591261	47.7%	8.3%	21.6%
多功能乘用车(MPV)	18812	18140	17500	3.7%	7.5%	-8.0%
运动型多功能乘用车(SUV)	53341	45178	47661	18.1%	11.9%	12.2%
交叉型乘用车	160178	91444	172649	75.2%	-7.2%	54.5%
商用车:	269182	256705	290645	4.9%	-7.4%	-0.5%
大中型客车(含非完整车辆)	11803	15607	9574	-24.4%	23.3%	-21.2%
轻型客车(含非完整车辆)	19521	24813	17747	-21.3%	10.0%	-14.6%
重卡(含非完整车辆)	53692	59157	56174	-9.2%	-4.4%	-28.0%
中卡(含非完整车辆)	19656	22455	26730	-12.5%	-26.5%	5.0%
轻卡(含非完整车辆)	120232	116711	129324	3.0%	-7.0%	6.0%
微卡(含非完整车辆)	44278	17962	51096	146.5%	-13.3%	45.8%
总计:	1142076	845059	1119716	35.1%	2.0%	17.7%

数据来源: CAAM

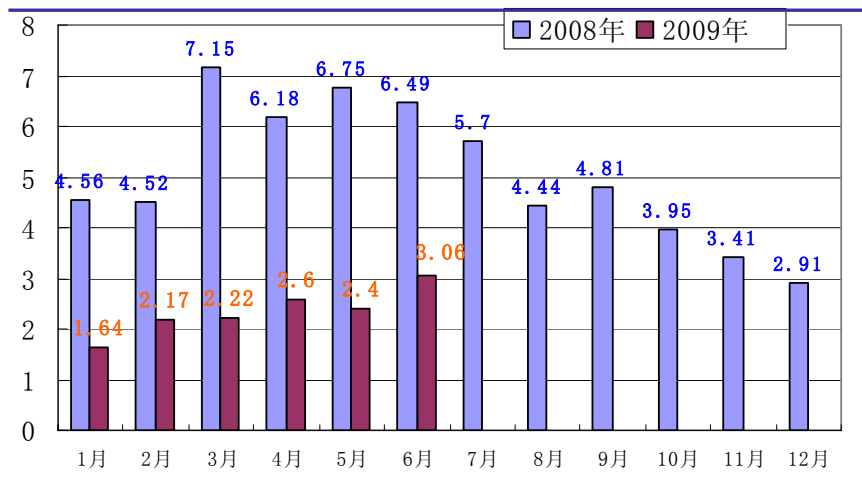
二、 行业出口见底好转

2009 年 6 月, 我国共出口汽车 3.06 万辆, 环比增长 27.3%, 同比仍下滑 52.4%。环比增长的主要车型是轿车(+54%)、MPV(+1185.4%)和客车(+32.9%)。2009 年 1

—6月，我国共出口汽车14.24万辆，同比下降60.2%。其中MPV（-3.3%）、客车（-36.1%）好于行业平均。零部件方面，1-5月汽车零件、附件和车身出口金额同比下降了31.7%，汽车和摩托车轮胎出口金额同比下降了7.7%，其他汽车相关产品出口金额同比下降了31.3%。由于零部件出口数据滞后一个月，因此我们预计6月份开始零部件出口也将见底好转。

分车型来看，2008年乘用车出口占销量比为5%，商用车为10%。我国商用车凭借低成本优势前几年出口取得了一定成果，但2008年下半年以来受到打击也很大。我国预计下半年出口将比上半年有小幅好转，商用车和零部件将受益于此。

图表 5 我国汽车整车月度出口量



数据来源：CAAM

图表 6 我国汽车分车型出口情况

	2008 年			2009 年上半年		
	销量	出口量	比例	销量	出口量	比例
乘用车:	675.6	34.8	5.1%	453.4	5.5	1.2%
基本型乘用车 (轿车)	504.7	26.0	5.2%	324.4	3.9	1.2%
多功能乘用车 (MPV)	19.7	0.5	2.3%	10.2	0.2	1.5%
运动型多功能乘用车 (SUV)	44.8	6.6	14.7%	25.2	1.1	4.2%
交叉型乘用车	106.4	1.7	1.6%	93.6	0.4	0.5%
商用车:	262.5	27.0	10.3%	156.5	8.7	5.6%
客车 (含非完整车辆)	34.1	2.8	8.3%	15.6	1.0	6.5%
货车 (含非完整车辆)	209	22.1	10.6%	134.8	7.3	5.5%
半挂牵引车	19.4	2.1	10.7%	6.2	0.3	5.3%
总计:	938.1	61.8	6.6%	609.9	14.2	2.3%

数据来源：CAAM

三、 二季度将是全年行业盈利高点

根据汽车工业协会统计的19家重点企业集团（营业收入约占全行业的50%）的经济效益情况来看，2009年1-5月营业收入完成5084.5亿元，同比下降了2.3%；利润总额为309.4亿元，同比下降了11.0%；工业增加值为1029.2亿元，同比下降了2.5%。和1-4月的数据相比，各项指标虽然仍是负增长，但降幅进一步收窄。单月来看，1-2月、3月、

4 月和 5 月份 19 家重点企业利润总额分别是 45.2 亿元、62.7 亿元、92.7 亿元和 108.8 亿元。正如我们在 6 月的行业月度跟踪报告中预计的那样：5 月份行业利润和 4 月份相差不大，行业经济效益指标将持续好转，上半年行业盈利能力同比增长可能性正逐步加大，汽车行业 2009 年二季度利润总额将会是一季度的 2~3 倍，中报或将超预期。实际上，汽车股近一个月表现优异，远超同期沪深 300 指数。

图表 7 我国汽车销量和 19 家重点企业经济效益指标对比

	1-2 月	同比	1-3 月	同比	1-4 月	同比	1-5 月	同比
行业销量（万辆）	156.4	2.7%	267.9	3.9%	383.19	9.4%	495.68	14.3%
营业收入（亿元）	1545.0	-17.5%	2685.9	-14.2%	3893.3	-10.7%	5084.5	-2.3%
营业成本（亿元）	1352.0	-14.3%	2331.8	-10.5%	3341.5	-8.4%	4342.4	0.6%
利润总额（亿元）	45.2	-59.3%	107.9	-48.4%	200.6	-28.0%	309.4	-11.0%
工业增加值（亿元）	281.5	-11.7%	560.0	-8.9%	808.1	-6.5%	1029.2	
毛利率	12.5%		13.2%		14.2%		14.6%	

数据来源：CAAM

销量来看，往年一般 3 月是行业高点，4-7 月逐步下降，8 月份后逐渐恢复，11-12 月是月度销量的另一高点。但这种情况出现了反常，4-6 月销量相比 3 月份却仍有增长。主要原因我们认为有三个方面：一是政策刺激效果释放需要一段时间，去年 12 月底实施的成品油价费税改革、今年 1 月底实施的车辆购置税改革、以及今年 3 月和 6 月出台的汽车下乡相关政策效果需要一段时间后才能体现在销量上；二是去年下半年被压抑的需求今年上半年释放；三是我国二三线城市开始陆续步入汽车大规模进入家庭时代。但我们也应该清醒的认识到，汽车需求短期的爆发必将对未来一段时间的销售形成挤压。如果三四季度销量和二季度持平的话，2009 年全年销量将达到 1300 万辆，同比增长将会超过 35%，在目前基数已经近千万辆的情况下，我们认为这是不可能实现的。我们预计三季度汽车销量将比二季度下降 10% 以上。

图表 8 2004—2008 年季度销量占全年销量比例

	1Q	2Q	3Q	4Q
2004	25.22%	25.17%	23.05%	26.52%
2005	21.98%	26.39%	23.38%	28.22%
2006	24.14%	25.03%	22.71%	28.09%
2007	24.13%	25.58%	23.73%	26.54%
2008	27.54%	27.71%	21.85%	22.88%
平均	24.60%	25.97%	22.95%	26.45%

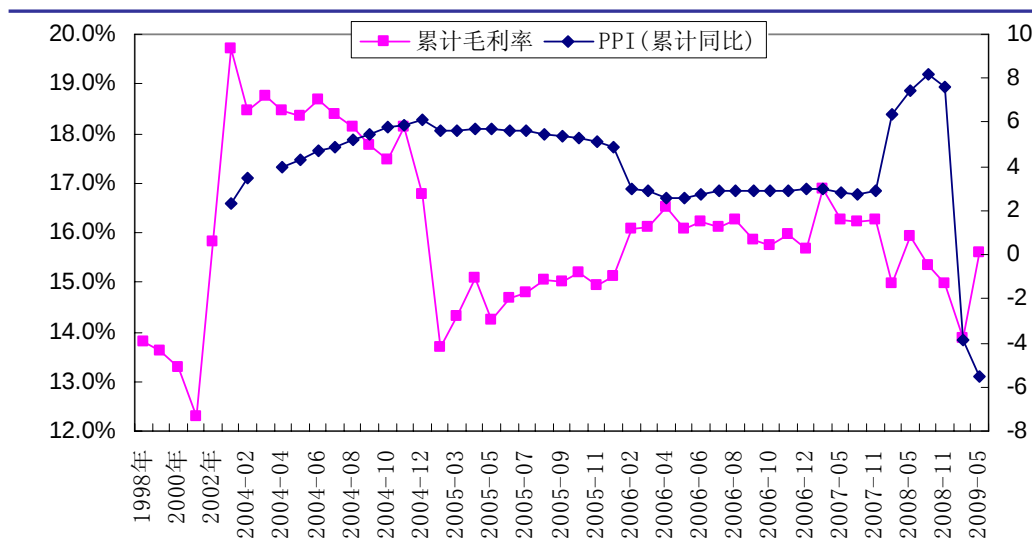
数据来源：CAAM

再来看成本和毛利率。历史数据来看，PPI 升高大都伴随着汽车整车毛利率的降低。这一方面是因为汽车行业在成本上升时无法提价，行业传递成本上升压力的能力很差；另一方面也是因为成本上升往往伴随着油价上涨，而油价上涨会压抑汽车（主要是轿车）需求。目前外围经济已经见底，我们预计下半年原材料价格和原油价格环比将会出现上升。销量下降和成本上升将共同导致汽车行业毛利率低于二季度。换句话说，二季度也将是汽车行业

业毛利率高点。

综上，二季度将是 2009 年全年销量和毛利率，因此也必然是全年行业盈利高点。

图表 9 汽车整车当年累计毛利率和 PPI 对比图



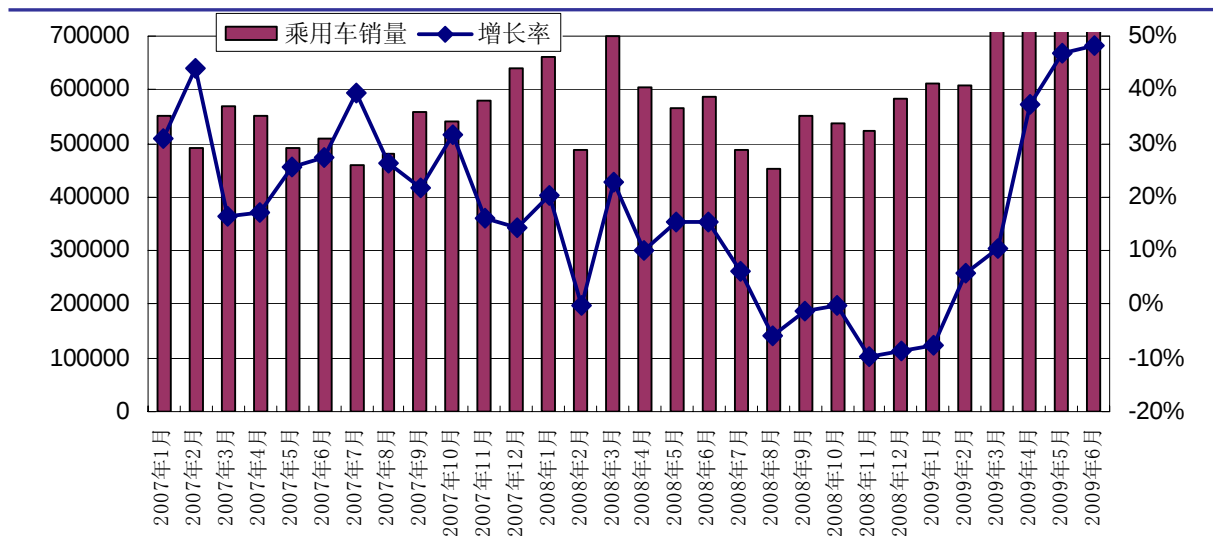
数据来源：CAAM

四、 乘用车销量仍在高位

2009 年 6 月，我国乘用车销售 87.3 万辆，同比增长 48.4%，环比增长 5.3%；其中，1.6L 及以下排量乘用车销售 60.4 万辆，同比增长 66.7%，环比增长 1%；1.6L 及以上排量乘用车销售 26.9 万辆，同比增长 18.9%，环比增长 16.3%；6 月份中高级乘用车销量表现优异。

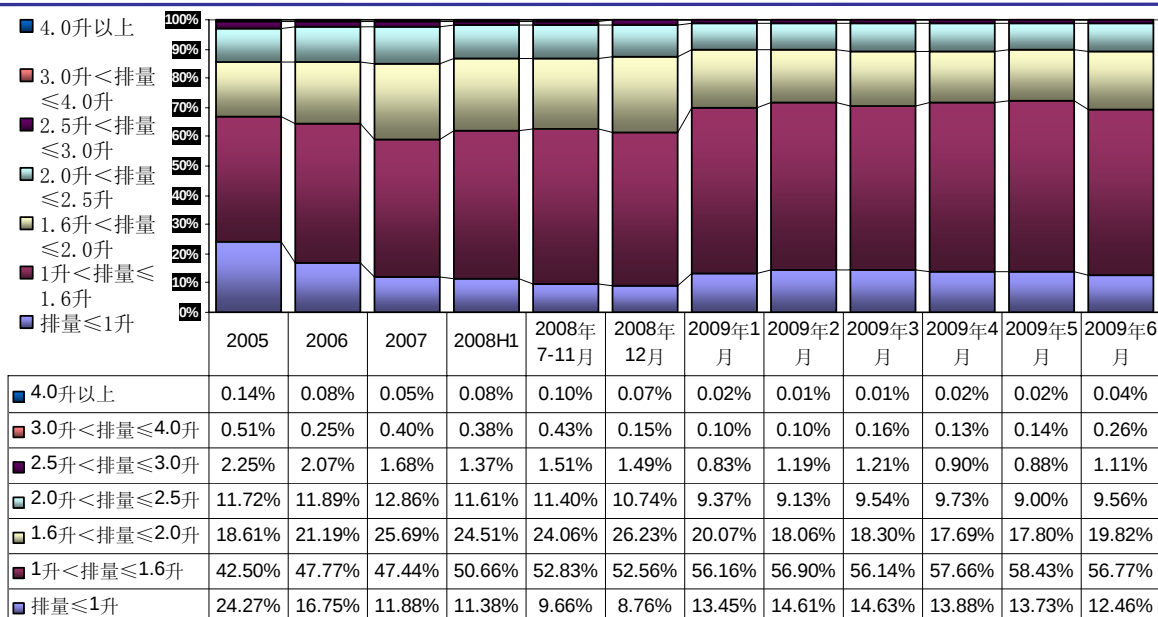
2009 年 1-6 月，我国销售乘用车 453.4 万辆，同比增长 25.6%。其中 1.6L 及以下排量乘用车销售 320.3 万辆，同比增长 43.2%；1.6L 及以上排量乘用车销售 132.0 万辆，同比下降 3.8%。

图表 10 我国乘用车月度销量和增长率



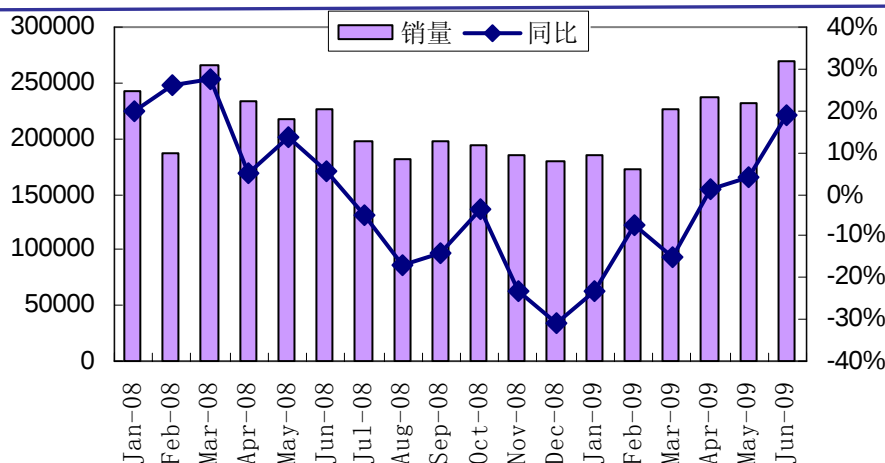
数据来源：CAAM

图表 11 我国乘用车分排量销量占比



数据来源：CAAM

图表 12 我国 1.6L 以上排量乘用车月度销量和增长率



数据来源：CAAM

6 月，销量排名前十位的轿车生产企业依次为：一汽大众、上海大众、上海通用、北京现代、东风日产、比亚迪、广汽本田、一汽丰田、奇瑞和长安福特。分别销售 6.10 万辆、5.94 万辆、5.53 万辆、4.33 万辆、4.02 万辆、3.43 万辆、3.29 万辆、3.18 万辆、3.10 万辆和 2.92 万辆。6 月，上述十家企业共销售 41.84 万辆，占轿车销售总量的 65%。上半年，销量排名前十名的轿车生产企业依次为：上海大众、一汽大众、上海通用、北京现代、东风日产、奇瑞、比亚迪、广汽本田、吉利和一汽丰田，分别销售 30.62 万辆、30.44 万辆、26.48 万辆、23.56 万辆、19.84 万辆、18 万辆、17.68 万辆、15.10 万辆、14.70 万辆和 14.24 万辆。上半年，上述十家企业共销售 210.66 万辆，占轿车销售总量的 65%。

我们注意到，6 月份乘用车产量为 89.86 万辆，超过销量 2.57 万辆；其中轿车产大于销 1.14 万辆，交叉型乘用车产大于销 1.45 万辆。产大于销将会体现为整车厂商库存。6 月份为中期结算时间，经销商为了争取更高的返点往往在 6 月底提前去整车厂提车，这使

得6月份经销商处库存增加。这两个因素将会压抑7月的销量。由于乘用车上市公司近一个月涨幅较大，已经充分反应了销量上涨的预期，后续一旦销量出现下滑，现有股价将难以支撑，鉴于此，我们下调乘用车子行业评级至“减持”。乘用车上市公司中，我们只推荐具有重组概念的江淮汽车。

图表 13 轿车前十家生产企业销量排名(单位: 辆、%)

当月排名	企业名称	6月销量	占有率	累计排名	企业名称	累计销量(1-6月)	占有率
1	一汽大众	61043	9.53	1	上海大众	306231	9.44
2	上海大众	59439	9.28	2	一汽大众	304427	9.38
3	上海通用	55265	8.63	3	上海通用	264827	8.16
4	北京现代	43319	6.76	4	北京现代	235607	7.26
5	东风日产	40188	6.27	5	东风日产	198416	6.12
6	比亚迪	34265	5.35	6	奇瑞	180019	5.55
7	奇瑞	32905	5.14	7	比亚迪	176814	5.45
8	吉利	31814	4.97	8	吉利	151019	4.66
9	广州本田	30965	4.83	9	广州本田	147019	4.53
10	长安福特	29204	4.56	10	一汽丰田	142417	4.39
前十家企业销量合计		418407	65.32	前十家企业销量合计		2106796	64.94

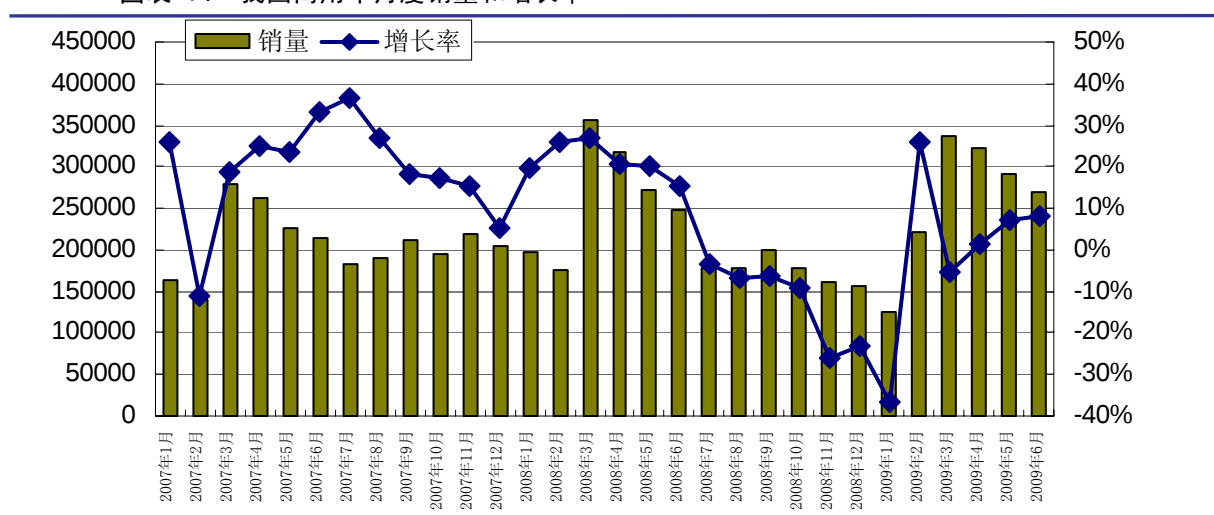
数据来源: CAAM

五、商用车下半年将好于上半年

2009年6月，我国商用车共销售26.9万辆，同比增长8.3%，但环比下降7.4%。2009年1-6月，我国商用车销售156.5万辆，同比仍下降0.5%。分车型来看，大型客车、中型客车和半挂牵引车销量环比上升明显，分别比5月增长了23.1%、23.3%和21.1%；中型货车和微型货车环比下降幅度较大，分别下降了26.5%和13.3%。

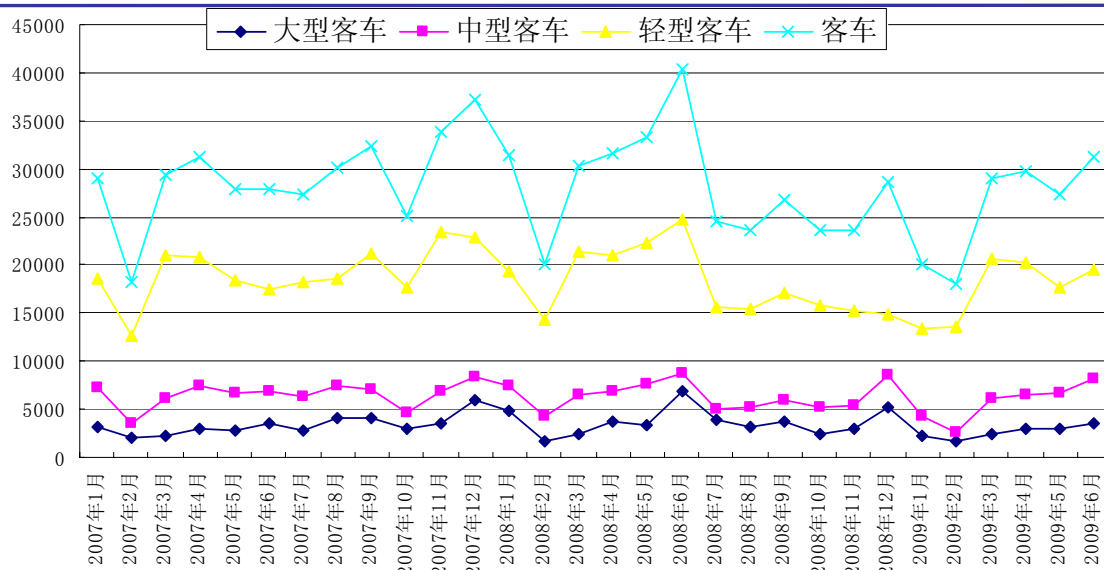
商用车往年一般上半年好于下半年，但我们认为今年情况将会有所不同。上半年整体经济还处于恢复途中，国家大型基础设施建设对经济拉动作用比较大；下半年来看，民间经济和房地产投资为代表的民间投资将开始活跃，这对商用车需求的拉动作用将更加明显；基于此，我们判断今年下半年商用车销量将好于上半年。推荐大中客龙头宇通客车。

图表 14 我国商用车月度销量和增长率



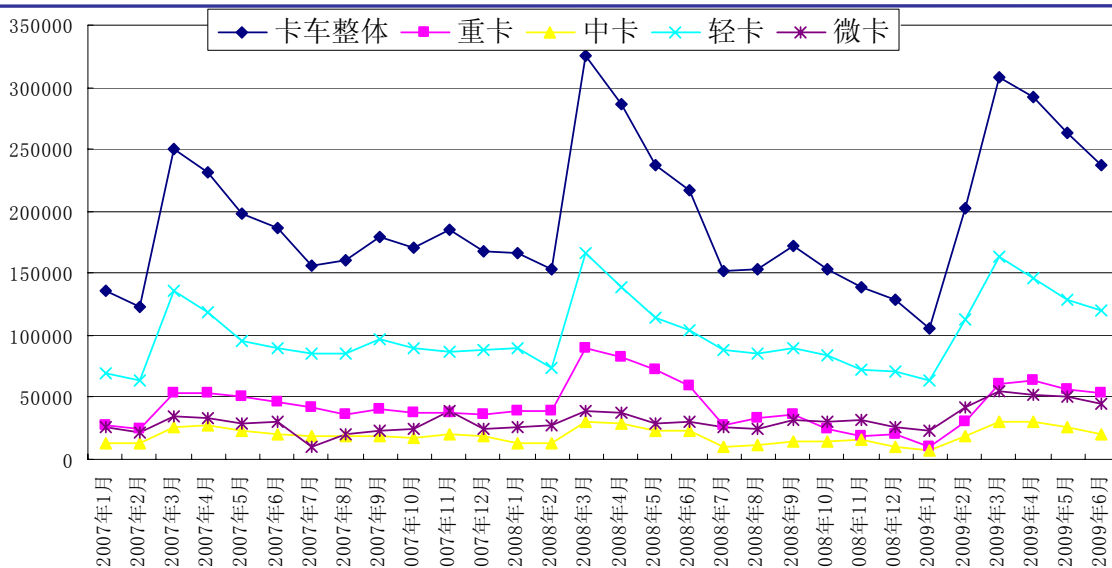
数据来源: CAAM

图表 15 我国客车产品月度销量



数据来源：CAAM

图表 16 我国货车产品月度销量



数据来源：CAAM

六、汽车零部件三季度效益将会好于整车

由于年初的排产谨慎和销售超预期，今年 1-5 月整车厂家（主要是乘用车生产厂家）销大于产。6 月份后各厂家纷纷开始上调产量目标，加大生产力度，这种局面预计三季度将会持续；也就是说，三季度整车厂家将会产大于销。我们推荐涨幅相对较小的中鼎股份。

七、行业评级

如前所述，我们认为二季度将是汽车行业全年盈利高点。2009 年以来，汽车行业涨幅已经达 150%以上，远超同期沪深 300 指数涨幅。考虑到下半年行业销量环比继续增长可能性很小，目前行业大多数公司估值已经偏高，我们下调行业评级至“中性”。

图表 17 整车企业发布的月度销量数据整理

企业	产品/分部	6 月销量	同比	1-6 月销量	同比	一季度销量	二季度销量	二季度环比
宇通客车	大型客车	1138	-19.7%	4437	-29.4%	1514	2923	93.1%
	中型客车	1359	-27.4%	5275	-27.4%	1776	3499	97.0%
	轻型客车	392	-30.9%	1649	-7.5%	506	1143	125.9%
	客车合计	2889	-25.1%	11361	-25.9%	3796	7565	99.3%
中国重汽	重卡	10330	-25.5%	42426	-19.2%	15270	27156	77.8%
江铃汽车	福特品牌商用车	2,755	6.6%	14,210	-3.5%	7270	6940	-4.5%
	JMC 品牌卡车	3,926	-7.9%	22,655	7.7%	7456	15199	103.8%
	JMC 品牌皮卡及 SUV	2,904	21.9%	16,462	1.4%	9012	7450	-17.3%
	合计	9,585	3.8%	53,327	2.6%	23738	29589	24.6%
福田汽车	中重卡（含非完整车辆）	8,501		31,938	-16.8%	8982	22956	155.6%
	轻卡（含微卡）	39,392		238,178	18.7%	109155	129023	18.2%
	轻客	1,920		10,311	29.8%	4347	5964	37.2%
	大中客（含非完整车辆）	314		1,155	-9.6%	285	870	205.3%
	其他（SUV、蒙派克、迷迪）	1,143		5,113	126.2%	1881	3232	71.8%
	合计	51,270		286,695	14.5%	124650	162045	30.0%
江淮汽车	轿车	5819	327.2%	28322	319.0%	11948	16374	37.0%
	MPV	3455	5.0%	21581	6.7%	10147	11434	12.7%
	SRV	1003	37.0%	5032	-23.0%	1933	3099	60.3%
	轻卡	12108	3.1%	77819	6.5%	33250	44569	34.0%
	重卡	1126	18.3%	5490	-26.5%	1871	3619	93.4%
	底盘	1555	-19.0%	7421	-46.4%	2914	4507	54.7%
	合计	25066	25.3%	145665	13.9%	62063	83602	34.7%
	发动机	5779	11.9%	36115	-7.3%	15280	20835	36.4%
东风汽车	轻型车	10676		67679	-16.2%	32137	35542	10.6%
	SUV、MPV 和皮卡	5456		27218	1261.0%	10867	16351	50.5%
	汽车总计	16132		94897	-9.6%	43004	51893	20.7%
	发动机总计	8538		49661	-52.9%	22541	27120	20.3%
长安汽车	重庆长安（本部）	37,881	109.8%	193,898	59.0%	88362	105536	19.4%
	河北长安	22,389	46.8%	126,934	35.5%	60863	66071	8.6%
	南京长安	13,424	180.5%	72,900	178.2%	32868	40032	21.8%
	长安福特马自达	29,642	75.6%	140,438	20.0%	57075	83363	46.1%
	重庆长安铃木	12,631	12.4%	70,033	-5.0%	33168	36865	11.1%
	江铃控股有限公司	10,067	3.2%	56,016	-2.0%	25412	30604	20.4%
	合计	126,034	65.9%	660,219	34.8%	297748	362471	21.7%

数据来源：公司公告、公司网站

华泰证券行业投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

—投资建议的评级标准

增持：超越大盘；

中性：基本与大盘持平；

减持：明显弱于大盘。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。