

日期: 2009 年 7 月 31 日
行业: 汽车及汽车零部件行业

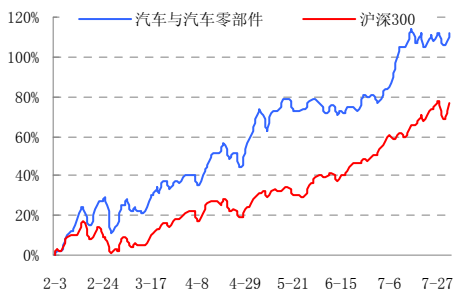


汽车行业研究小组 杨胜
021-53519888-1970
Yangsheng97@gmail.com

行业最新销售数据

6 月份汽车销量 (万辆)	114.2
同比增长	36.5%
09 年累计汽车销量 (万辆)	609.9
同比增长	17.7%

最近 6 个月行业指数与沪深 300 指数比较



报告编号: YS09-MIT08

相关报告:

行业上升周期, 追寻长线品种-09 年下半年汽车行业投资策略-有吸引力-20090630
5 月份汽车行业投资策略-量升持续, 利升开始-有吸引力-200905
4 月份汽车行业投资策略-回暖趋势持续, 关注确定品种-有吸引力-200903
2 月份汽车行业投资策略-基本面探底完成, 期待好转-20090201
09 年基本面见底回升, 行业重新迈入高增长时期-09 年汽车行业投资策略-20081203

可期待的中报超预期

——2009 年 8 月份汽车行业投资策略

■ 主要观点:

6 月份汽车销售继续超预期

受益政策推动及宏观经济前景转好, 6 月份汽车销售继续超预期, 单月销量高达 114.2 万辆, 同比增长 36.5%, 同比增速再创新高。从细分车型来看, 政策结构性推动特征明显, 交叉型乘用车、轿车、微卡和轻卡细分车型销售表现最好, 重卡销售复苏速度开始加快。此外, 中高排量轿车、MPV 等车型销售迅速复苏, 证实宏观经济前景转好对汽车需求的拉动作用开始显现。

重点公司销售表现出色

下半年重点关注组合江淮汽车、上海汽车、一汽轿车和潍柴动力四家公司销售表现出色。江淮汽车、一汽轿车的单月乘用车销量同比增速均超过 90%; 上海汽车中高端车型销售出色, 公司业绩将迅速复苏; 潍柴动力 6 月单月销量同比增长 61%, 环比增长 23%。此外, 长安汽车销量维持同比高增速, 提升其投资评级为“跑赢大市”。

二季度业绩可能超预期正增长

根据汽车工业协会公布的数据, 行业重点工业企业 4 月份和 5 月份利润分别同比大增 33%和 57%, 一举扭转了去年下半年以来的下滑势头, 回暖速度超出预期。且 5 月份单月净利率更是高达 9.1%, 创出近年新高。我们判断汽车行业上市公司业绩二季度很可能大超预期, 实现同比正增长, 推动 09 年业绩超出此前预期, 从而大幅降低行业公司 09 年动态市盈率。

■ 投资建议:

评级: 未来十二个月内, 汽车及汽车零部件行业: 有吸引力

根据贯穿上行周期的长期成长潜力, 关注江淮汽车和一汽轿车。根据下半年业绩超预期可能性, 依次关注上海汽车、潍柴动力、福田汽车、中国重汽和云内动力。综合考虑, 重点关注江淮汽车、上海汽车、一汽轿车和潍柴动力。我们认为江淮汽车 2-3 年内合理股价在 30 元之上, 较目前股价有 300%以上的成长空间。

■ 数据预测与估值:

汽车行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
江淮汽车	600418	6.94	0.04	0.30	0.54	156.6	23.13	12.85	2.29	超强大市
上海汽车	600104	19.39	0.10	0.75	0.90	193.5	25.85	21.54	3.50	超强大市
一汽轿车	000800	18.67	0.67	0.88	1.23	27.94	21.22	15.18	4.46	超强大市
潍柴动力	000338	42.45	2.32	2.40	2.99	18.31	17.69	14.20	4.19	超强大市

资料来源: 上海证券研究所; 股价数据为 2009 年 7 月 31 日收盘价

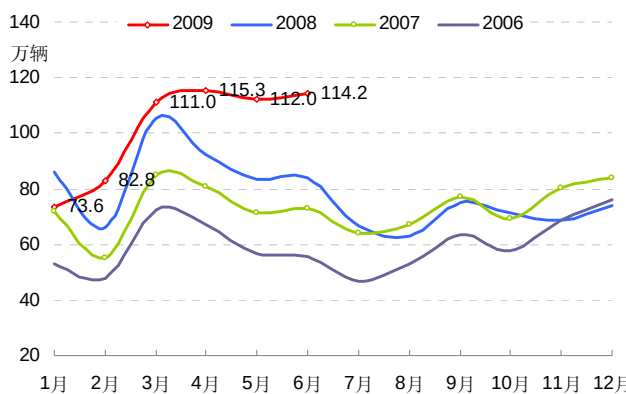
重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和免责条款。

一、6 月份汽车销售继续超预期

1、6 月份汽车销售继续超预期

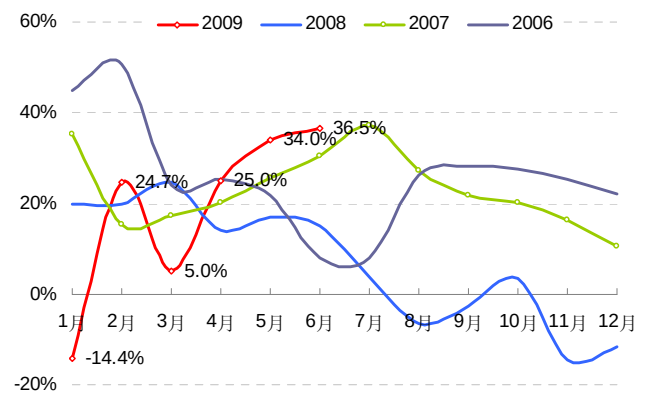
受益政策推动及宏观经济前景转好,6 月份汽车销售继续超预期。单月汽车销量为 114.2 万辆,连续 4 个月单月销量超出 110 万辆(图 1),同比增速更是高达 36.5%,再创新高(图 2)。下半年政策推动效应将继续显现,宏观经济前景或继续好转,同时 08 年下半年同比基数较低,因此下半年汽车销量同比增速维持较高水平将是大概率事件,但单月绝对销量难以维持 110 万辆以上的高位。提升 09 年销量增速预测至 20%,全年预计实现汽车销售超过 1120 万辆,我们认为仍存在较大超预期的可能。

图 1 6 月份汽车销售继续超预期



数据来源: 中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 2 月度销量同比增速创新高



数据来源: 中国汽车工业协会 上海证券研究所

2、政策效应继续维持, 宏观经济拉动效应初显

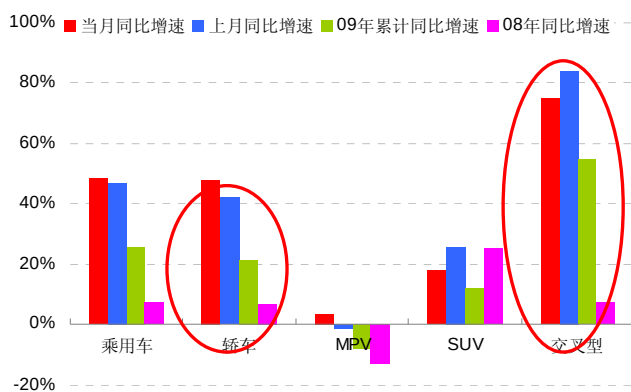
从细分车型销售表现来看,政策效应推动特征明显,乘用车中交叉型车、轿车和商用车中微卡细分车型表现相对突出(图 3 和图 4)。另一方面,我们也注意到中高排量轿车、MPV 和 SUV 等车型销售逐步转好,这说明宏观经济前景向好对汽车销售的拉动效应开始显现。

乘用车中交叉型车表现最好,主要是同时受小排量乘用车购置税减征和“汽车下乡”政策推动(交叉型车绝大部分为小排量车型),但其 6 月份单月销量同比增速 75%较 5 月份同比增速 84%小幅下滑。轿车表现较好主要是小排量轿车销售受购置税减征政策推动,同时中

高排量汽车销售在宏观经济前景向好背景下开始复苏。轿车 6 月销量同比增速较 5 月提升 6 个百分点，达到 48%。此外，乘用车中 MPV 和 SUV 销量增速也开始小幅提升，宏观经济前景向好对汽车销售的拉动效应逐步显现。

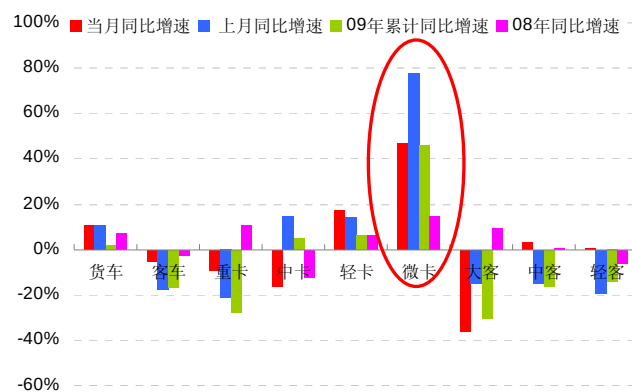
商用车中微卡表现较好主要是受“汽车下乡”政策推动，但单月销量同比增速较 5 月份下滑较多。轻卡受“汽车下乡”政策推动，销售也较快复苏，单月销量同比增速较 5 月份进一步提升。对于重卡而言，随着国家四万亿投资中的基建投资进一步落实，房地产投资开始提升，且物流业逐渐回暖，6 月销量同比降幅较 5 月份收窄较多。此外，中型客车和轻型客车销量也由 5 月份的同比下滑转为 6 月份的同比正增长。

图 3 乘用车各车型销量同比增速变化



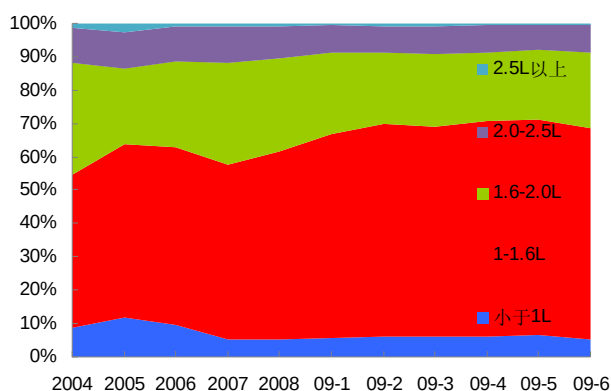
数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 4 商用车各车型销量同比增速变化



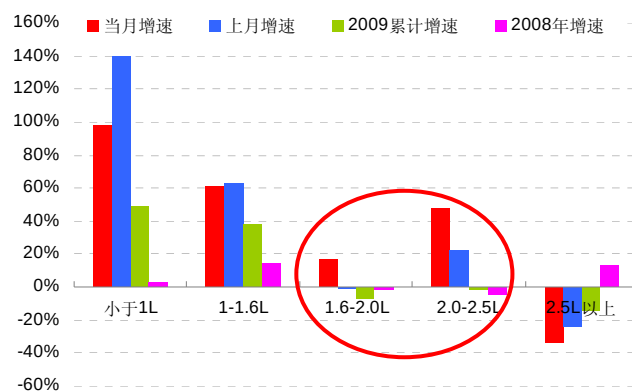
数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 5 1.6 升排量以下轿车市场份额首次下滑



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 6 大排量轿车销量增速开始提高



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

对轿车而言，受小排量乘用车购置税减征政策推动，上半年 1.6 升排量以下轿车市场份额迅速提高（图 5），08 年 1.6 升以下轿车市

场份额为 62%，5 月单月此份额已提高至 71%，但 6 月份此份额开始有所下滑，为 69%。这说明中高排量汽车销售复苏加快，宏观经济景气向好对中高端轿车消费的拉动作用开始显现。

从不同排量轿车销量增速来看（图 6），虽然小排量轿车增速仍最高，但其单月销量增速开始呈下滑走势，而同时 1.6L 到 2.5L 的中高排量轿车单月销量同比增速迅速回升，这也反映了宏观经济前景向好对中高排量轿车需求的拉动。中高排量轿车毛利率相对较高，这将推动汽车行业业绩更快复苏。

7 月 29 日，发改委根据成品油价格改革方案下调了国内成品油价格。但随着国际原油价格的走高，下半年国内成品油价仍可能再次提升，同时小排量乘用车购置税减征政策将持续，且未来国家有可能进一步出台节能减排的鼓励措施（如强制标识实际油耗），因此无论是从下半年还是从更长时间来看，我们都预计小排量轿车仍将销售较好。但另一方面，经济前景持续向好，中高排量车型市场需求将受拉动而持续改善。综合判断，预计下半年小排量轿车市场份额将有所下滑，但仍将大幅高于 08 年 62% 的水平。中高排量轿车市场份额有所上升。这有利于行业业绩更快改善。

预计下半年政策效应将继续维持，宏观经济向好的拉动效应逐步显现，交叉型乘用车、轿车、微卡和轻卡销售将相对更好，重卡在尚未转好的细分车型中可能率先复苏，中高排量轿车市场份额将小幅提升。

3、重卡市场销售将更快反转

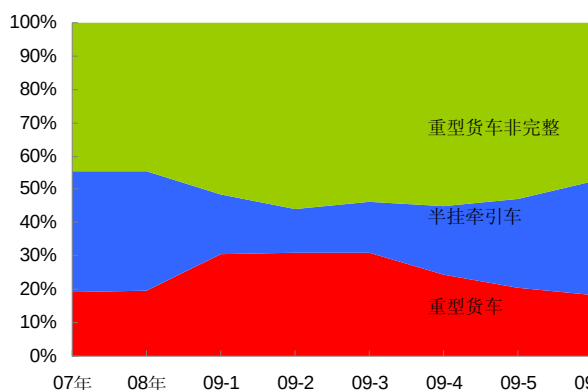
在销售尚未受到政策直接推动而转好的细分车型中，我们预计重卡销售将更快反转。重卡 6 月销量同比下滑 9%，较 5 月销量同比降幅 21%，1-5 月累计销量同比降幅 31% 收窄较多，也比去年四季度销量同比降幅 43% 收窄超过 30 个百分点，重卡市场销量回暖趋势明显。

从重卡不同细分车型的市场份额来看（图 7），在 3 月份之前因为物流需求下降较快，半挂牵引车销售处于底部，而同期四万亿投资中的基建投资拉动重卡底盘和重卡整车销售回暖较快，导致半挂牵引车市场份额明显下降。而从 3 月份开始，宏观经济逐步好转导致物流需求增长，半挂牵引车市场份额迅速回升。从各细分车型销售同比增速（图 8）可以看出，虽然半挂牵引车 1-6 月累计销量仍下滑更多，但 6 月份销量降幅收窄最为迅速。

下半年四万亿投资中的基建项目将进一步落实，房地产投资开始回暖，将带动重卡底盘和整车销售的增长；物流行业持续复苏，将带动半挂牵引车销售的增长。扩大力度的“以旧换新”政策推动重卡销

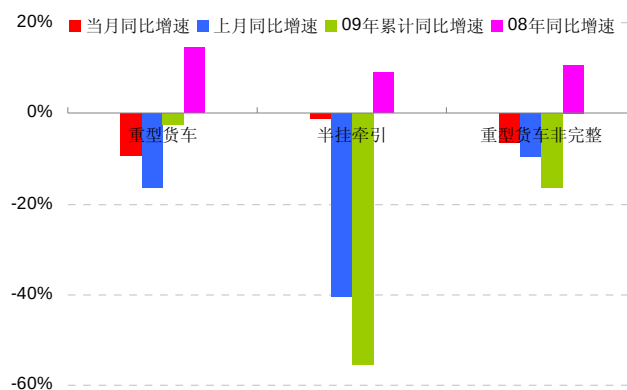
售，同时 08 年下半年销售基数较低，我们预计重卡可能在销售尚未转好的其余车型中率先复苏，从而给潍柴动力、福田汽车和中国重汽等相关公司带来投资机会。

图 7 半挂牵引车市场份额下降后持续上升



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 8 半挂牵引车销售回暖明显



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

二、重点公司销售明显受益政策推动

1、重点乘用车公司销售明显受益政策结构性推动

对重点乘用车公司而言，小排量轿车和交叉型车占比较高的上市公司受小排量乘用车购置税减征政策和“汽车下乡”政策推动，销售表现相对更好（表 1）。

长安汽车交叉型车占比较高，1-6 月累计销量同比增长 48%，6 月单月销量同比增速甚至高达 90%，较上月同比增速 80%再度提升。其本部和南京长安因为大部分为交叉型车，贡献最多销量增速。旗下贡献主要利润的长安福特马自达 1-6 月累计销量改善有限，但随着小排量新车嘉年华市场认可度逐步提高、小排量车马自达 2 和马自达 3 销售逐步转好，销量持续回升，6 月单月销量增速高达 76%。因此长安汽车二季度和下半年业绩均将有较大幅度改善，提升公司投资评级为“跑赢大市”。

表 1 重点 A 股上市乘用车公司销售情况（辆）

上市公司	关联企业	股权占比	当月完成	月度同比	月度环比	年度累计	累计同比
长安汽车	长安福特马自达	50%	29642	75.6%	6.5%	140438	20.0%
	长安铃木	51%	12631	12.4%	3.5%	70033	-5.0%

	长安汽车	100%	49378	101.2%	10.1%	258166	56.2%
	南京长安	73.54%	13424	180.5%	0.8%	72900	185.8%
	江西江铃	50%	721	-11.6%	-14.7%	4140	-40.9%
	加权合计		80873	89.7%	7.5%	419782	48.0%
上海汽车	上海大众	50%	61649	38.2%	8.1%	314011	15.4%
	上海股份	100%	7043	259.7%	21.9%	33424	305.4%
	南汽集团	100%	1200	89.3%	11.3%	6722	83.6%
	上海通用	50%	58871	60.0%	7.1%	280640	16.3%
	上汽通用五菱	50.10%	76865	60.4%	-15.5%	478211	50.0%
	加权合计		107012	59.0%	-1.3%	577055	34.7%
一汽夏利	天津一汽	100%	18552	45.7%	-5.1%	111361	11.3%
	一汽丰田	30%	39932	14.8%	29.3%	166080	-17.0%
	加权合计		30532	31.8%	5.9%	161185	0.7%
一汽轿车	一汽轿车	100%	20120	102.8%	96.9%	75315	27.6%
长丰汽车	长丰汽车	100%	2824	9.2%	12.6%	13738	4.6%
福田汽车	福田汽车	100%	1143	194.6%	7.6%	5113	126.2%
江淮汽车	江淮汽车	100%	10277	90.8%	0.5%	54935	63.9%
海马股份	一汽海马	50%	7391	-0.5%	-17.1%	45905	-12.5%

数据来源：中国汽车工业协会

上海汽车 1-6 月累计销量同比增长 35%，其自主品牌（上海股份和南京汽车）因为新车荣威 550 和 MG 3 的引入，销量增速较高，09 年自主品牌业绩有望改善较多。上汽通用五菱主要生产交叉型车，受购置税减征和“汽车下乡”政策的推动，1-6 月累计销量同比增长高达 50%。旗下合资公司上海大众和上海通用虽然 1-6 月销量累计增速较低，但随着新车型的陆续推出，6 月单月销量同比增速分别高达 38% 和 60%。预计旗下合资公司上海大众和上海通用重新进入快速增长通道，五菱汽车受益政策销售持续提升，自主品牌有望扭亏，上海汽车 09 年和 10 年业绩可能出现超预期的较大幅度改善，维持公司投资评级为“超强大市”。

江淮汽车 6 月销量增速超过 90%，新车型同悦排量为 1.3 升和 1.5 升，受购置税减征政策推动，月销量稳定在 4000 辆以上，特别是 6 月份销量高达 5400 辆，大幅好于竞争对手平均水平，证实公司在乘用车上的研发和销售整合实力开始得到市场认可。江淮汽车今明两年还将上市 B 级和 A0 级共三款新车型，预计收入和业绩将再次步入快速增长通道，公司期待已久的乘用车转型即将收获，维持公司投资评级为“超强大市”，将其作为汽车行业中长线品种重点关注。

6 月份一汽轿车两款新车上市，奔腾 B50 单月销量高达 4400 辆，马自达 6 睿翼单月销量高达 3000 辆，同时原有车型销量基本稳定，公司单月销量高达 20000 辆，环比和同比增速均约为 100%。一汽轿车下半年销量和业绩都将创出佳绩，维持公司投资评级为“超强大

市”。

对于非 A 股上市类乘用车公司（表 2），比亚迪因小排量新车型 F0 上市，长城汽车因新车型绚丽和酷熊上市，广汽本田因新车型锋范 1.5 升上市，一汽大众因新车型速腾 1.6 升和新宝来 1.6 升上市，东风悦达因新车型福瑞迪 1.6 升上市，销售表现均较为出色。东风旗下公司东风渝安因车型均为交叉型车，受政策推动较多，销售表现也较为出色。由此可以看出政策推动和新车型上市对整车公司销售产生了明显的拉动作用。

表 2 行业主要非 A 股上市乘用车公司销售情况（辆）

集团公司	关联企业	当月完成	月度同比	月度环比	年度累计	累计同比
一汽集团	一汽大众	61043	67.8%	5.4%	304427	13.3%
	一汽集团	3813	66.4%	-28.4%	26736	52.5%
东风集团	东风本田	17019	18.8%	19.5%	90378	7.2%
	东风神龙	21763	36.5%	0.7%	117324	13.8%
	东风有限	44753	42.4%	10.2%	225074	41.3%
	东风渝安	12538	69.7%	-0.8%	65044	78.8%
	东风悦达	21006	61.6%	10.4%	90943	21.3%
广汽集团	广州本田	34394	79.3%	13.5%	163364	14.8%
	广州丰田	17656	16.6%	44.3%	78971	-6.1%
比亚迪	比亚迪	34265	125.8%	5.0%	176814	176.0%
长城汽车	长城汽车	11321	92.1%	3.3%	59341	67.7%
吉利汽车	吉利汽车	25036	42.6%	-14.1%	147019	20.8%
奇瑞	奇瑞	37871	-0.3%	3.4%	211224	1.3%

数据来源：中国汽车工业协会

下半年针对乘用车消费的各项扶持政策将继续维持，预计重点乘用车公司销售将继续呈现浓厚的政策推动特征，交叉型乘用车和小排量轿车占比较高的公司将继续表现更为出色。此外，宏观经济前景持续向好，中高排量轿车占比较多的公司销售也将有所改善。

2、商用车中重卡类公司销售呈现复苏势头

受益于“汽车下乡”政策推动，商用车中微卡类公司销售表现最好，上汽通用五菱和哈飞汽车 1-6 月累计销量增长均接近 40%，福田汽车销售表现相对较好也主要因为微卡产品销量大幅增长，此外其重卡销量也持续复苏（表 3）。

重卡类公司受益于四万亿投资中的基建需求，月度销量增速较去年四季度提高较多。其中，重汽集团表现相对较好，1-6 月累计销量同比下滑仅为-2.8%，并且 6 月份销量同比增长 8%。但因为终端销售价格给予了较大折扣，导致旗下上市公司中国重汽上半年业绩复苏较

慢。随着下半年重卡市场需求继续复苏，且 08 年下半年重卡销售基数较低，重卡类企业下半年销售将实现较大幅度同比正增长。

表 3 行业主要商用车公司销售情况（辆）

相关企业	当月完成	月度同比	月度环比	年度累计	累计同比
中国重型汽车集团公司	10012	8.0%	-17.3%	68098	-2.8%
陕西汽车集团有限责任公司	6097	-17.3%	2.2%	36941	-25.9%
包头北奔重型汽车有限公司	1474	-38.7%	-41.0%	13300	-17.5%
安徽江淮汽车股份有限公司	15458	3.3%	-15.1%	96154	-2.2%
北汽福田汽车股份有限公司	50127	56.6%	-4.4%	281582	13.5%
东风汽车公司	35639	-15.2%	-11.2%	201117	-18.5%
郑州宇通集团有限责任公司	2699	6.5%	29.1%	10657	-0.8%
厦门金龙旅行车有限公司	1118	-29.4%	-10.9%	6193	-34.2%
金龙联合汽车工业(苏州)有限公司	1523	-20.2%	65.2%	6210	-31.2%
厦门金龙联合汽车工业有限公司	1323	391.8%	39.1%	5310	1724.7%
丹东黄海汽车有限责任公司	1414	-13.7%	0.9%	7295	-16.1%
中通客车控股股份有限公司	281	-54.2%	89.9%	1031	-22.2%
安徽安凯汽车股份有限公司	239	-67.5%	13.3%	920	-48.0%
江西江铃汽车控股有限公司	9346	4.5%	2.5%	51876	3.4%
金杯汽车股份有限公司	14451	31.8%	0.1%	78158	20.3%
上汽通用五菱汽车股份有限公司	6036	5.9%	-35.3%	46839	41.6%
重庆长安汽车股份有限公司	14116	21.5%	7.3%	79721	23.1%
哈飞汽车股份有限公司	4491	34.5%	-2.2%	26022	39.6%

数据来源：中国汽车工业协会

对于大客类公司，金龙汽车旗下公司销售相对较好，主要因为公司在出口大幅下滑的情况下，重点开拓国内市场，取得较好成效。但鉴于其出口占比较大，国内市场增长难以弥补出口下滑，09 年业绩改善有限。宇通客车国内市场下滑相对较小，其 6 月份销量同比增速已转正，环比增长接近 30%，但其国际市场的大幅下滑将拖累公司 09 年业绩。

潍柴动力最近四个月单月销量均接近或超过 2 万台（08 年全年销量 20.6 万台），尤其是 6 月份销量高达 2.4 万台，同比增长 61%，环比增长 23%，销售迅速复苏。随着下半年重卡需求的回升，公司全年销量实现正增长将是大概率事件，维持“超强大市”评级。

表 4 行业主要发动机公司销售情况（台）

相关企业	当月完成	月度同比	月度环比	年度累计	累计同比
广西玉柴机器集团有限公司	39607	-2.9%	-32.7%	356538	2.1%
哈尔滨东安汽车发动机制造有限公司	37175	30.2%	-8.0%	211732	12.4%
哈尔滨东安汽车动力股份有限公司	25009	39.8%	-26.4%	177449	34.6%
潍柴控股集团有限公司	24286	61.4%	23.1%	109470	-22.6%

昆明云内动力股份有限公司	19567	46.5%	-21.5%	146243	23.5%
--------------	-------	-------	--------	--------	-------

数据来源：中国汽车工业协会

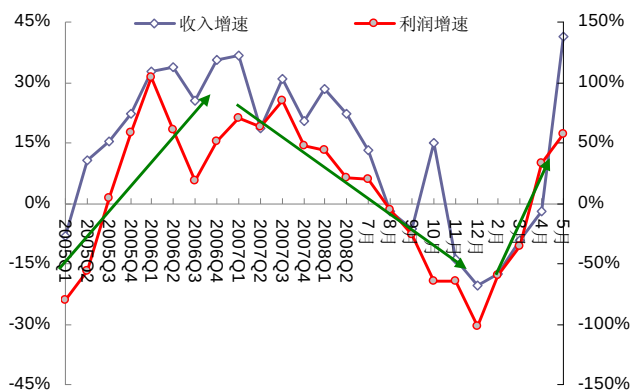
此外，东安动力、东安发动机和云内动力仍保持了较高的销量增速，东安动力公司主要供应交叉型车，东安发动机公司主要供应小排量轿车，云内动力公司主要供应低端轻卡和农用车，终端需求受政策推动较大。下半年三家公司仍应表现较好，这将给东安动力和云内动力两家公司带来投资机会。

三、二季度业绩或超预期正增长

1、行业公司 5 月份收入和业绩同比大增

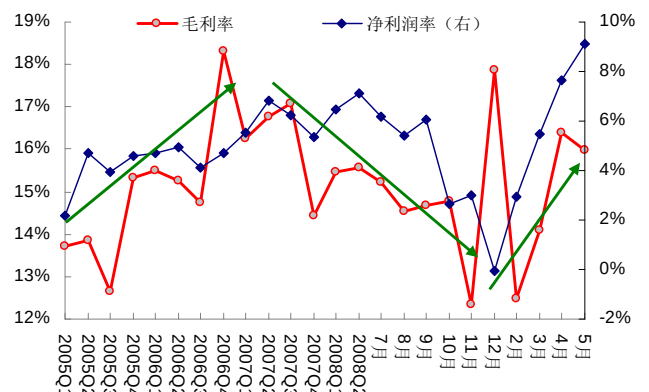
根据汽车工业协会公布的行业重点工业企业业绩数据(图 9)，重点工业企业 5 月份单月收入 and 利润分别同比大增 42%和 57%，在 4 月份利润扭转了去年下半年以来的下滑势头后，收入也扭转了去年下半年以来的下滑势头，回暖速度超出预期。从利润率来看，5 月份单月毛利率继续维持高位，为 16.0%，而净利率更是高达 9.1%。净利率创出近年新高，这预示汽车行业二季度业绩可能大幅超出此前预期。

图 9 行业重点工业企业收入和业绩增速双双转正



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

图 10 行业重点工业企业利润率回升明显



数据来源：中国汽车工业协会 上海证券研究所

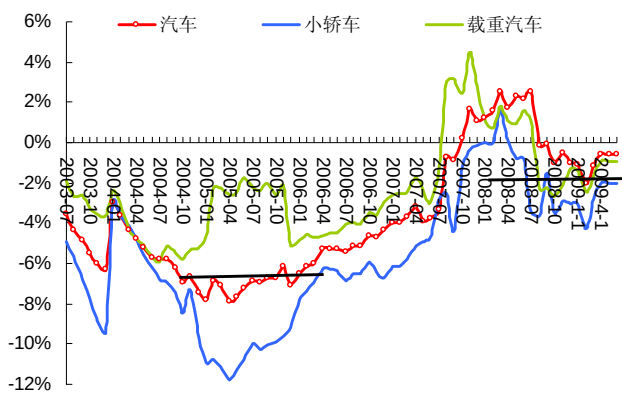
2、上下游价差利好行业业绩

4 月份和 5 月份行业重点工业企业利润迅速回升、毛利率提高较多的最重要因素在于上下游价差维持高位。从终端销售价格来看(图 11)，价格同比降低幅度在去年年底达到低位之后小幅回升，而钢材

等上游原材料价格（图 12）在今年上半年仍保持相对低位（原材料价格的传导需要 3-6 个月）。上下游价差加大，导致行业毛利率和净利率走高，同时上半年政策推动之下汽车旺销，两个因素共同推动 4 月份和 5 月份行业重点工业企业利润迅速回升。

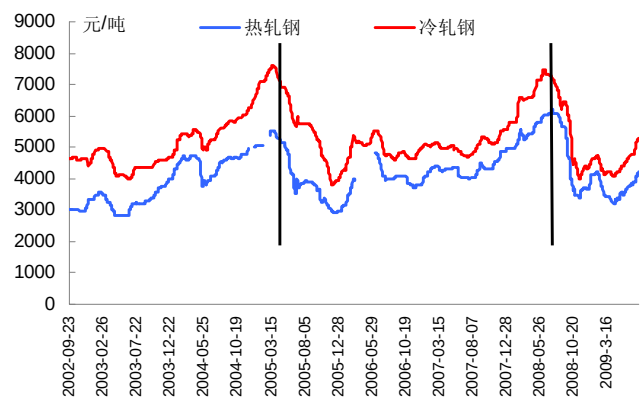
但我们同时也注意到近期钢材等上游原材料价格开始抬头，以冷轧钢为例，目前价格已较最低位上升约 30%。如钢材价格继续走高，可能再次小幅拉低行业毛利率。考虑到原材料价格传递的时滞（3-6 个月），预计钢材价格的上升在年内难以对汽车行业毛利率产生实质性影响。

图 11 两轮周期汽车终端销售价格降幅比较



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

图 12 两轮周期钢材价格变动比较



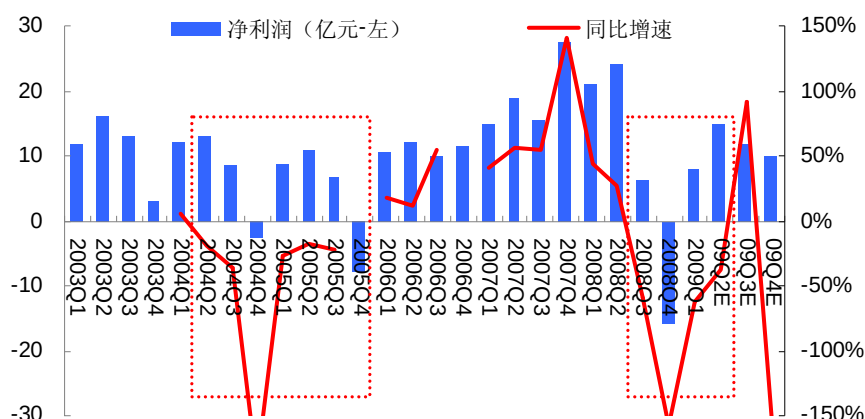
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

3、上市公司二季度业绩或超预期正增长

通过对比上下游价差的走势，我们之前判断行业 45 家可比上市公司从三季度开始业绩同比正增长，二季度业绩仍同比降低，但降幅较一季度收窄较多，预计在 30% 左右，但可能超预期正增长（图 13）。

通过对比行业重点工业企业 5 月份利润走势，以及考虑到长安汽车、江淮汽车和宁波华翔等重点公司公布的业绩快报和中报，二季度业绩均大幅超出此前预期。我们预计上市公司二季度业绩很可能超预期，提前实现同比正增长，这将导致汽车行业上市公司 09 年业绩超出此前预期，从而大幅降低行业公司 09 年动态市盈率。

图 13 行业上市公司业绩或从二季度开始同比正增长



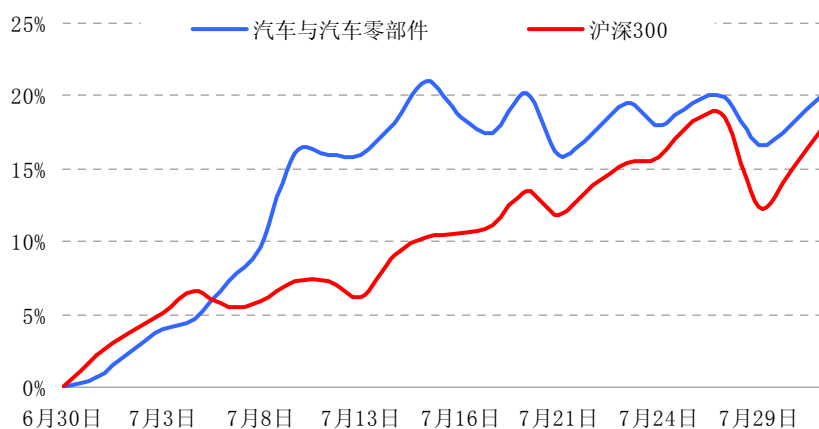
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

四、7 月份汽车行业股票走势同步大盘

1、7 月份汽车行业股票走势同步大盘

7 月份汽车行业股票整体走势同步大盘（图 14）。沪深 300 指数上涨 17.9%，汽车与汽车零部件行业指数上涨 20.2%，超出沪深 300 指数 2.3 个百分点。行业指数走势在上半月跑赢大盘较多，主要因为国际油价下滑，同时 6 月国内汽车销量数据出台，超出预期较多。但下半月国际油价再度上升，汽车行业指数跑赢大盘幅度缩窄较多。

图 14 7 月份行业指数同步大盘



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所

按照 Wind 统计, 目前汽车与汽车零部件行业 08 年静态市盈率为

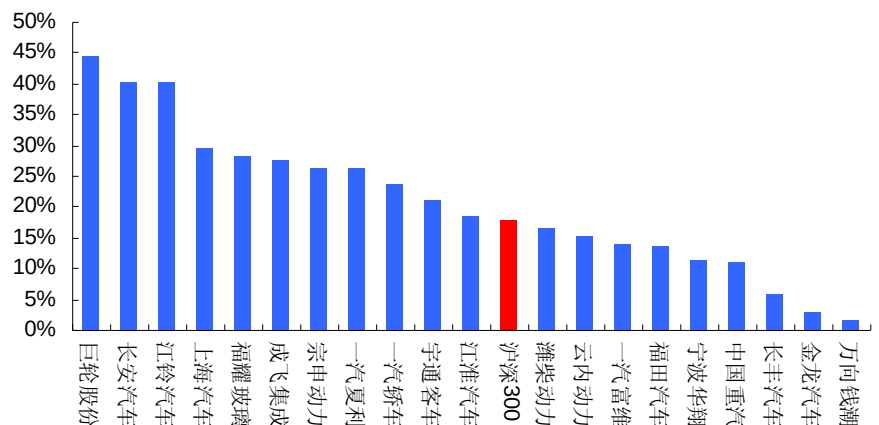
90 倍，市净率为 3.8 倍，09 年动态市盈率为 30.9 倍，09 年市盈率高出沪深 300 指数 48%，但市净率略低于沪深 300 水平。汽车行业处于上升周期，销量和业绩同步上升，09 年和 10 年业绩有可能大幅超出市场预期，因此我们判断汽车行业估值在短期内须略谨慎，但中长期内仍相对合理。

2、重点上市公司大部分跑赢大盘

7 月份行业重点上市公司大部分跑赢大盘（图 15），主要因为重点上市公司作为行业龙头在 6 月份销售业绩更好，且二季度业绩预期较好。

其中巨轮股份、福耀玻璃、成飞集成和宗申动力等零部件企业涨幅较多，主要在于其今年以来涨幅相对整车企业更小，存在补涨需求。长安汽车和江铃汽车涨幅也较大，主要在于其中期业绩可能超出预期较多。下半年重点关注组合江淮汽车、上海汽车、一汽轿车和潍柴动力平均涨幅 22%，超过沪深 300 指数约 4 个百分点。

图 15 7 月份行业重点上市公司大部分跑赢大盘



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所

五、8 月份行业评级、策略及重点股票

1、维持汽车行业“有吸引力”评级

受政策利好推动，6 月份汽车销售延续了去年 12 月份以来的回暖趋势。下半年汽车销售将继续受到各项政策推动，同时行业上下游价格变动趋势较为有利，行业业绩将持续复苏。根据 08 年报和 09 一

季报数据，08 年四季度应为行业上市公司业绩的周期底部，行业上市公司业绩一季度已环比改善，预计三季度将同比正增长，二季度业绩则存在超预期实现同比正增长的较大可能性。

汽车行业周期上升趋势已经确立，作为周期性行业，在上升周期行业公司股票将持续跑赢大盘。相对于宏观经济的不确定性，汽车行业受政策推动呈现结构性复苏迹象，如下半年经济持续转好，更可能实现全面复苏。虽上半年行业指数涨幅相对较大，但长期仍应看好。从 8 月份短期来看，7 月 29 日国内成品油调价调低，行业中报可能超预期，这都将推动行业公司股价表现。因此，我们维持汽车行业评级为未来十二个月内“有吸引力”。

2、贯穿上行周期的长线品种

在从 05 年到 07 年的上一轮上行周期中，我们对汽车行业涨幅更大的股票进行了分析。其中，宗申动力、风帆股份、宁波华翔、宇通客车和中国重汽都因为收入规模扩大较多（2-3 倍），同时利润率基本维持稳定或小幅增长，业绩增长较多；一汽轿车和云内动力收入规模增幅较小，但因为利润率提高较多而业绩改善较多；中鼎股份和上海汽车因为资产重组而受益。

因此，为寻求贯穿上行周期的长线品种，我们同样遵循如下历史规则：1）收入规模扩大；2）利润率提升；3）潜在资产重组题材。

作为长线品种，我们认为江淮汽车和一汽轿车更为符合上述规则。江淮汽车从商用车向乘用车转型即将成功，去年年底上市的新车型同悦销量已经稳超竞争对手，随着下半年和明年初三款新车型的上市，收入将呈现快速增长势头。并且轿车产销规模扩大和发动机自供将推动毛利率持续提升，公司业绩将进入为期 3-5 年的快速增长期。此外，国家政策鼓励下的江淮和奇瑞的潜在重组也可能进一步提升其长期股价表现（具体请参见深度报告-华丽转型，三年三十-200090714）。一汽轿车近期两款新车型上市，车型总数已从 08 年的两款变为四款，6 月销量大幅增长。明年预计还将上市两款新车型，10 年和 11 年总共将具有六款车型，新车型的上市将带动收入规模扩大 2-3 倍，推动业绩增长。此外，一汽集团整体上市具有较大的确定性，将进一步提升长期股价表现。

3、追寻下半年超额收益

汽车行业业绩下半年同比正增长概率较大，且从目前数据来看，二、三季度业绩均可能超预期。对于下半年而言，二、三季度业绩持续超出预期的品种将给予更为丰厚的回报。

下半年超额收益主线我们依次关注上海汽车、潍柴动力、福田汽车、中国重汽和云内动力。

上海汽车作为乘用车龙头，其合资公司业绩强劲复苏，自主品牌有望扭亏，五菱汽车受益政策较多，去年业绩洗大澡（Big Bath）之后的业绩反弹等诸多因素都将给公司下半年业绩的超预期埋下伏笔。

重卡行业上半年销售持续复苏，下半年销售受国家四万亿投资的落实、房地产投资的复苏及物流运输的好转更是有望超预期改善。同时对重卡行业毛利率影响较大的钢材等原材料价格处于相对低位，从而将提高行业毛利率，且近期钢材价格的上升因为时滞效应在年内难以对行业毛利率产生实质性影响。潍柴动力、福田汽车和中国重汽等相关公司业绩复苏有望超出预期。

云内动力受益“汽车下乡”政策，收入增速超出预期，其轿柴业务的开展给公司带来长期增长潜力，成都地块转让收入也将进一步增厚公司业绩，下半年业绩值得期待。

表 5 汽车行业重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			08A	09E	10E	08A	09E	10E		
江淮汽车	600418	6.94	0.04	0.30	0.54	156.6	23.13	12.85	2.29	超强大市
上海汽车	600104	19.39	0.10	0.75	0.90	193.5	25.85	21.54	3.50	超强大市
一汽轿车	000800	18.67	0.67	0.88	1.23	27.94	21.22	15.18	4.46	超强大市
潍柴动力	000338	42.45	2.32	2.40	2.99	18.31	17.69	14.20	4.19	超强大市
福田汽车	600166	15.05	0.38	0.68	0.81	39.88	22.13	18.58	4.32	跑赢大市
中国重汽	000951	26.36	1.13	1.20	1.57	23.38	21.97	16.79	4.45	跑赢大市
云内动力	000903	11.26	0.36	0.50	0.63	31.41	22.52	17.87	1.71	跑赢大市
江铃汽车	000550	19.93	0.91	0.97	1.05	21.93	20.55	18.98	4.06	跑赢大市
宗申动力	001696	12.62	0.44	0.52	0.63	28.37	24.27	20.03	5.38	跑赢大市
宁波华翔	002048	10.26	0.29	0.55	0.65	35.19	18.65	15.78	4.35	跑赢大市
一汽富维	600742	15.93	0.90	0.72	0.83	17.78	22.13	19.19	2.55	跑赢大市
福耀玻璃	600660	10.52	0.12	0.38	0.49	85.67	27.68	21.47	6.25	跑赢大市
长丰汽车	600991	9.57	0.35	0.40	0.47	27.23	23.93	20.36	2.20	跑赢大市
宇通客车	600066	14.83	1.02	0.65	0.74	14.52	22.82	20.04	5.05	跑赢大市
金龙汽车	600686	8.84	0.44	0.45	0.52	19.91	19.64	17.00	2.86	跑赢大市
万向钱潮	000559	7.36	0.22	0.25	0.29	34.18	29.44	25.38	5.23	跑赢大市
巨轮股份	002031	13.35	0.26	0.32	0.35	50.45	41.72	38.14	4.62	跑赢大市
成飞集成	002190	15.34	0.32	0.35	0.39	47.94	43.83	39.33	3.81	跑赢大市
长安汽车	000625	11.42	0.01	0.54	0.67	1098	21.15	17.04	3.51	跑赢大市
一汽夏利	000927	8.77	0.06	0.12	0.23	139.8	73.08	38.13	4.38	大市同步

资料来源：上海证券研究所；股价数据为 2009 年 7 月 31 日收盘价

分析师承诺

分析师 郭昌盛，杨胜

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。