

政策效应减弱，复苏需求接力

汽车及零部件行业

销量点评

- 8月整体销量维持高位，环比增速回归到正常季节趋势；
- 微车销量回落，反映政策刺激和农民工创业效应减弱；
- 轿车及SUV的家庭核心消费需求维持稳定增长态势；
- 大（重）、中型商用车及MPV销量回升反映经济复苏拉动真实需求。

投资观点

轿车及SUV的家庭汽车核心消费需求持续稳定增长将奠定明年行业销量增长基础，受政策刺激力度大的微车需求有所回落，但宏观经济复苏拉动的大（重）、中型商用车和MPV销量回升已接力成为行业销量增长的重要推动因素。

在连续4个月环比高出季节趋势后，8月销量回归到季节趋势范围内，应为公司所关注，明年的汽车销量很可能不会是一个高速增长，而是15%左右的中速增长。

基于对明年汽车销量仍将有中速增长的预期及09年上市公司业绩高速增长趋势确立，我们维持对汽车行业“增持”评级，建议投资者重点关注仍处于需求复苏期的细分行业，包括大中客车、重中卡车、MPV及出口型零部件行业，主要受益公司包括宇通客车、江淮汽车、福田汽车、潍柴动力、福耀玻璃、中鼎股份。

维持对宇通客车、江淮汽车的买入评级以及福田汽车、潍柴动力、福耀玻璃、中鼎股份、上海汽车、长安汽车的增持评级。

风险分析

- 近期汽车股相对大盘估值提升，反映市场对汽车销量及上市公司业绩已有更高预期，持续提高的预期尤其是10年业绩增长预期，使下行风险增加。
- 钢材等原材料及劳动力成本可能在宏观经济进一步复苏中趋上升。

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09月09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 |
| 09.07.13 | 汽车行业动态报告：淡季旺销 消费普及趋势明显 |
| 09.08.11 | 汽车行业：7月再超季节趋势，上调全年销量预测 |

整体销量维持高位，环比增速回归到正常季节趋势

按汽车工业协会（CAAM）口径，8月国内汽车销量113.8万辆，同比增81%、环比增5%，1-8月累计销量831.2万辆，同比增28%。1-8月均汽车销量104万辆，3-8月中除7月（109万辆）外都保持了110万辆以上的水平，8月销量仅较4月的年内高点低1.3%。汽车消费继续维持旺盛态势，符合我们前期报告预期。

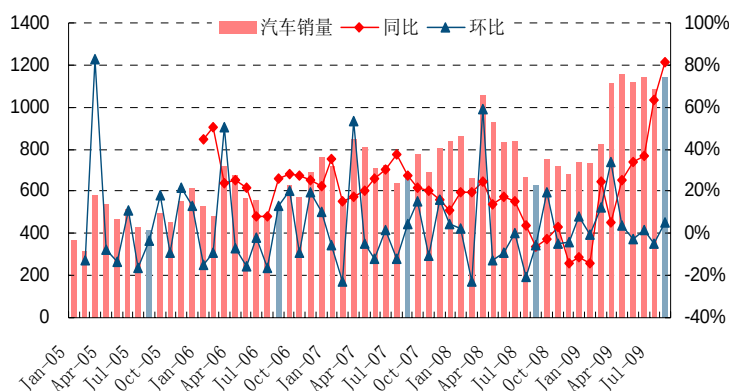
达到我们09年全年销量1264.4万辆的预测，需9-12月均实现销量108.3万辆，而05-08连续4年9-12月销量都高于8月份，因此全年的实际销量超出我们预期值是大概率事件，可能接近1300万辆。

09年高增长已成定局，我们继续调高预期值的意义也并不大，更重要的是从行业的月度环比数据中寻找明年增长的基础和大致范围。8月的环比增长率5%，与05-07年同期均值相同（08年因金融危机影响，不具有参考性），低于06-07年的均值9%，在4-7月份连续4个月环比增长超出历史季节趋势后，8月份回归到正常趋势范围内。

虽然一个月的数据还缺乏代表性，但我们认为剩下4个月的销量环比增速将稍低于历史趋势，因为4-7月份的超季节趋势反映了政策刺激、农民工创业、去年推迟购买需求释放等多种因素叠加影响，而后期将基本由中期需求趋势决定。

8月份及9-12月仍能维持接近历史季节趋势的环比销量，使明年汽车销量平稳增长趋势更清晰，使我们估计明年全年的同比增速在15%左右，低于中期趋势的20%左右增速。

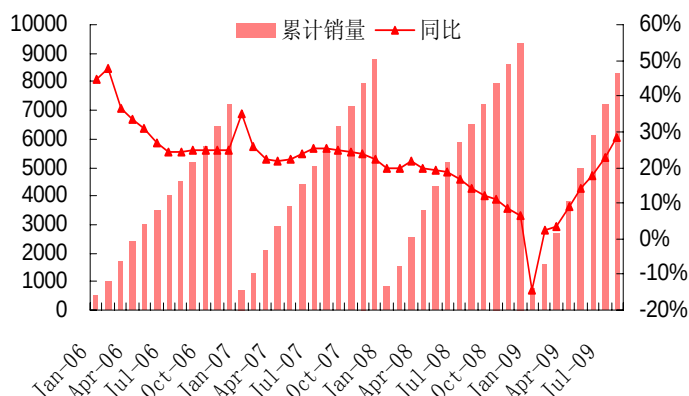
图1：汽车月度销量及同、环比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

注：图表中汽车销量单位为千辆，以下同

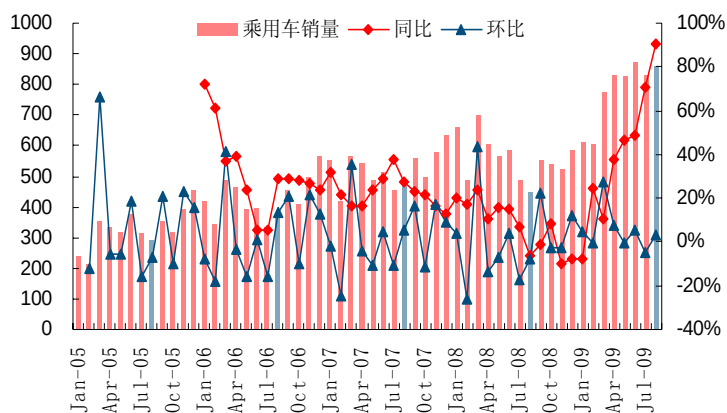
图2：汽车销累计销量及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

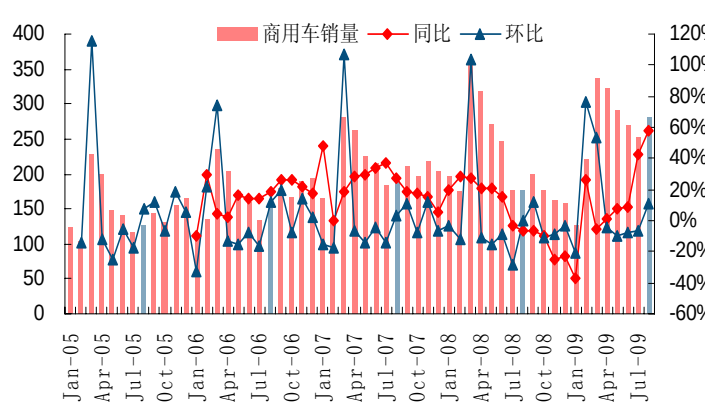
8月乘用车同、环比增速90%、3%，商用车同、环比增速58%、11%，商用车同比增速虽较低，但环比改善趋势好于乘用车。我们后面的分析将表明，主要是大（重）中型商用车在宏观经济继续复苏的拉动下，需求释放加快，而乘用车（尤其是微客）在上半年较快进入高速增长后，环比上升动力减弱。

图 3：乘用车月度销量及同、环比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

图 4：商用车月度销量及同、环比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

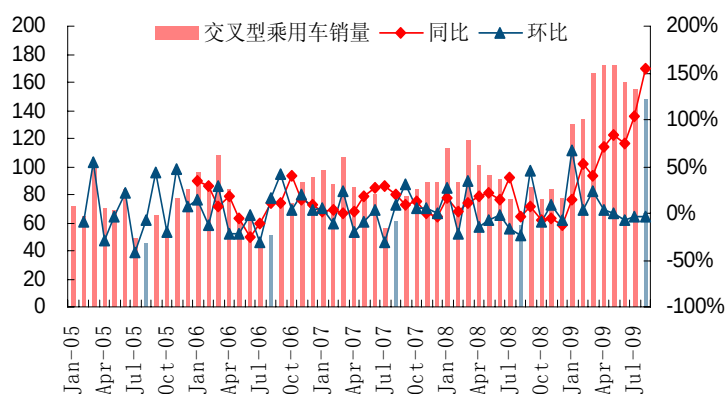
微车销量回落，反映政策刺激和农民工创业效应减弱

8月交叉型乘用车（微型客车）销量14.8万辆，同比增154%、环比下降4%，虽然同比增速创新高，但主要是因为08年同期基数低，环比已连续3个月降低，且环比增速较05-07年同期均值的6%低10%。

8月微卡（微型货车完整及非完整车辆）销量4.3万辆，同比增70%、环比增6%，环比增速较05-07年均值的21%低15%，环比表现同样明显低于历史季节趋势。

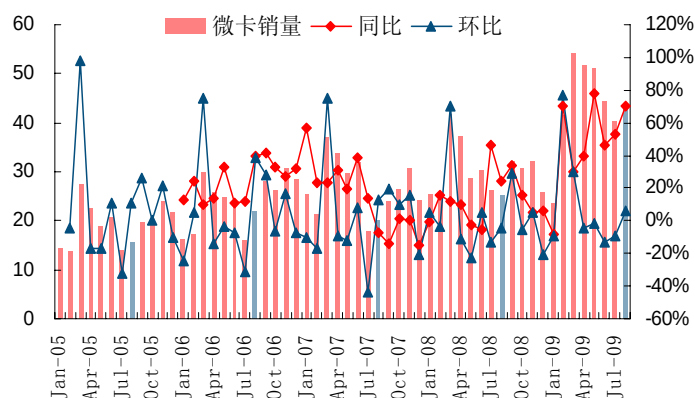
微客和微货的非季节性回落，主要是前期推动销量爆发性增长的购置税减半、汽车下乡等政策刺激及农民工创业需求推动的效应开始减弱，另外下半年对轻型车补贴力度加大也部分分流了对微车的需求。

图 5：交叉型乘用车月度销量及同、环比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

图 6：微卡月度销量及同、环比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

轿车及 SUV 的核心消费需求维持稳定增长态势

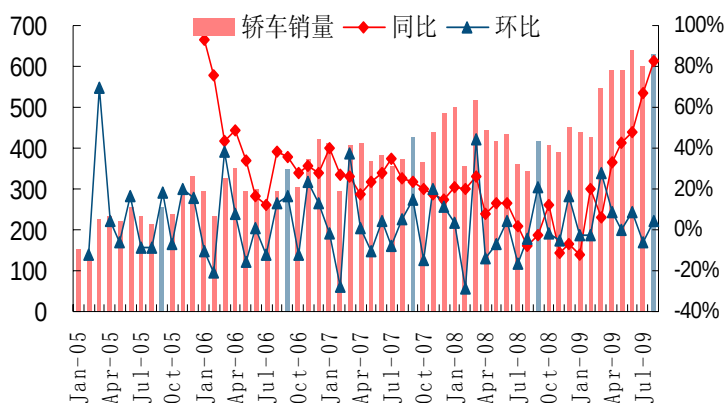
8月轿车销量62.9万辆，同比增83%、环比增5%，环比较05-07年同期均值的4%略高，连续5个月处于

历史季节趋势上方。

8月SUV销量6.0万辆，同比增72%、环比增4%，环比接近05-07年同期均值的7%。

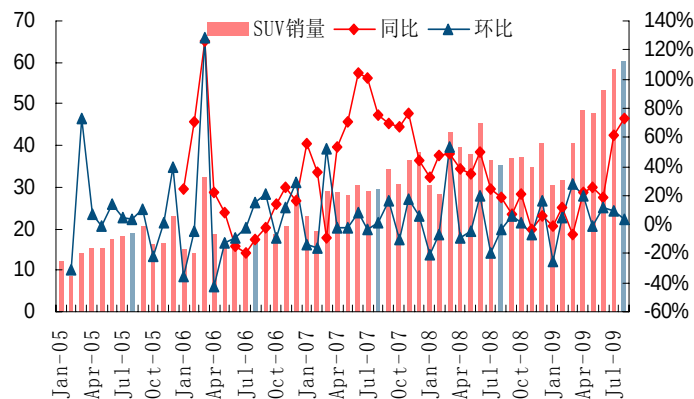
轿车和SUV维持良好的环比增长态势反映家庭汽车消费核心需求仍处于持续稳定的增长轨道，其占汽车总销量约六成，将成为明年汽车市场增长的主要支撑。

图7：轿车月度销量及同、环比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

图8：SUV月度销量及同、环比增速

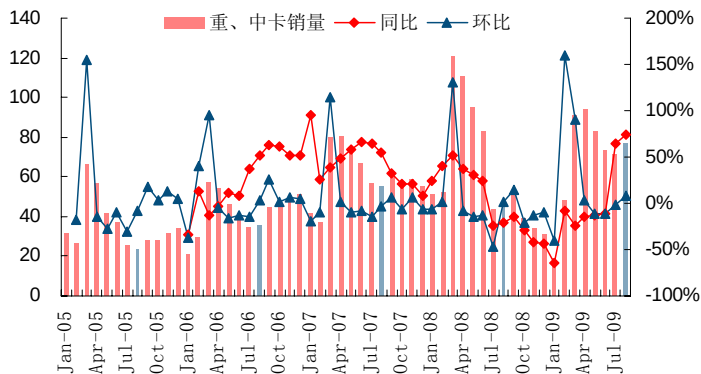


资料来源：CAAM，中信建投研发部

大（重）、中型商用车及MPV销量回升反映经济复苏拉动真实需求

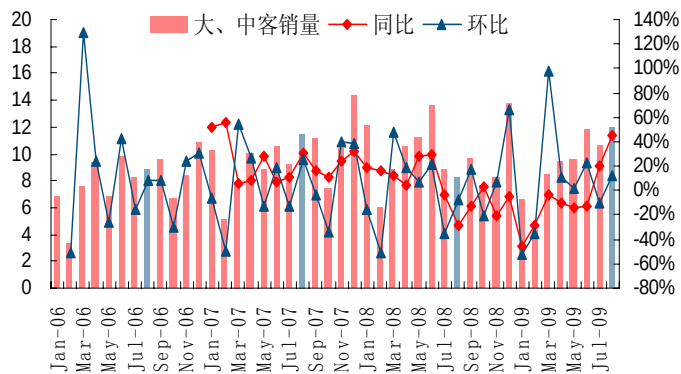
8月重、中卡（含完整及非完整重、中货车、半挂牵引车）合计销量7.7万辆，同比增75%、环比增7%，其中半挂牵引车销量2.4万辆，同比增80%、环比增4%。重、中卡7%的环比增速明显高出05-07年同期均值的-2%。国内基础设施投资维持高位、房地产开工率上升和进出口改善推动重卡销量继续呈复苏态势。

图9：重、中卡月度销量及同、环比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

图10：大、中客月度销量及同、环比增速



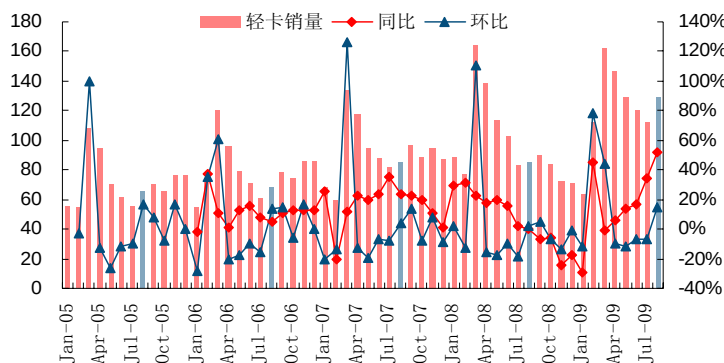
资料来源：CAAM，中信建投研发部

8月轻卡月度销量12.9万辆，同比增52%、环比增15%，环比增速仍好于历史季节趋势。轻卡需求并未受到开始实施国III标准的负面影响，原因是农村区域需求旺盛、城市短途物流需求开始复苏、汽车下乡对轻卡补

贴由换购改为直补后增加了轻卡相对微卡、微客的竞争力。

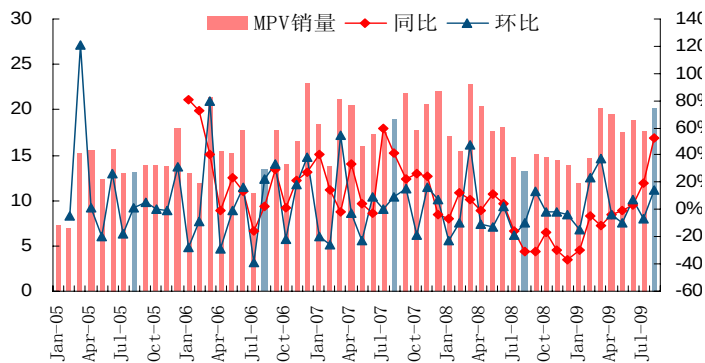
8 月 MPV 销量 2 万辆，同比增 53%、环比增 15%，需求复苏态势趋势明显，原因是中小企业尤其是东部出口型企业在国内外经济回升背景下商业活动增多，释放 MPV 购置需求。

图 11：轻卡月度销量及同、环比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

图 12：MPV 月度销量及同、环比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

大（重）、中型商用车及 MPV 销量的回升，反映宏观经济复苏对真实需求的拉动，相关细分市场需求回复趋势线将在 2010 年中期前继续反映为较高的销量同比增速。

投资建议：维持增持评级，重点关注仍处复苏期的细分行业公司

8 月汽车销量整体上略超出我们的预期，全年汽车销量超出我们及市场预期值已成大概率事件，这也是汽车股近期走势明显强于大盘的主要原因（另一个推动因素是钢材原材料价格的回落）。

轿车及 SUV 的家庭汽车核心消费需求持续稳定增长将奠定明年行业销量增长的基础，受政策刺激力度大的微车需求虽然有所回落，但宏观经济复拉拉动的大（重）、中型商用车和 MPV 销量回升已接力成为行业销量增长的重要推动因素。

虽然 8 月整体汽车销量仍旺盛，但在连续 4 个月环比高出季节趋势后，8 月销量回归到季节趋势范围内，应市场所关注，明年的汽车销量很可能不会是一个高速增长，而是 15% 左右的中速增长。

基于对明年汽车销量仍将有较好的中速增长预期及 09 年上市公司业绩高增长趋势确立，我们维持对汽车行业“增持”评级，建议投资者重点关注仍处于需求复苏期的细分行业，包括大中客车、重中卡车、MPV 及出口型零部件行业，主要受益公司包括宇通客车、江淮汽车、福田汽车、潍柴动力、福耀玻璃、中鼎股份等。

维持对宇通客车、江淮汽车的买入评级以及福田汽车、潍柴动力、福耀玻璃、中鼎股份、上海汽车、长安汽车等的增持评级。

风险分析

- 近期汽车股相对大盘估值提升，反映市场对汽车销量及上市公司业绩已有更高预期，持续提高的预期尤其是 10 年业绩增长预期，使下行风险增加。
- 钢材等原材料及劳动力成本可能在宏观经济进一步复苏中趋上升。

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