

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

行业报告

即期高增长，来年或隐忧

——汽车行业 2009 年 9 月投资月报

2009 年 9 月 15 日	余 兵	汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing@pasc.com.cn
	王德安	汽车行业研究员	86-21-62078709	wangdean@pasc.com.cn

8月汽车销售依然强劲增长。但我们判断这种高速增长是多种因素叠加的特殊状态，因此也是不可持续的；并且我们认为今年产销增长越快，明年越缺乏前进动力。无论是我们过于谨慎、杞人忧天还是众人独醉我独醒，在此仅希望在市场普遍乐观的背景下为您提供一个独立的思考线索。

一、销量：淡季旺销。8月份全国销售汽车114万辆，单月同比增长82%，月增幅又创历史新高。09年汽车销量已经连续5个月超过百万辆。更新我们的汽车销量预测，预测09年全行业销售1247万辆，同比增长32.9%，其中乘用车销售944万辆，同比增长39.7%，商用车销售303万辆，同比增长15.3%。

二、效益水平持续改善。09年1-7月营业收入同比增长6%，累计利润总额由负转正。从7月单月看，营业收入同比上升42%，利润总额同比上升75%。预计年内各月份利润增速还将高于同期收入增幅。

三、产能与政策。目前轿车企业主要以增加生产班次、瓶颈环节填平补齐等措施增加产能，以快速满足市场需求；新增产能建设不多，即使新建，短期也难以对市场产生影响。有所担忧的是，微型车企业新增产能建设项目较多，而明年产销量将下降，即产销失衡的矛盾较大。预计明年乘用车购置税政策力度不会超过今年，即使明年延续今年同样的政策力度，政策的边际效应也会递减，对市场促进效果减弱。

四、轿车高增长难持续。我们对将轿车消费增长归结为中西部地区、二三线城市轿车消费启动的观点持保留态度。今年轿车销量增长的根本原因是政策，政策导致对购置成本敏感的中西部地区、二三线城市轿车购买力的充分释放，即中西部地区、二三线城市轿车消费增长是政策的结果，而非市场增长的原因。我们认为目前轿车行业的超常规高速增长速度不可持续，2010年轿车销量增幅将回落，主要原因是2010年的部分需求已在2009年被透支，同时今年较高的基数也将造成明年增长的困难。但相对较为乐观的是，明年轿车销售结构将改善，即中高档轿车比例将有所提高，从而有利于行业利润的增长。

五、投资建议。维持对潍柴动力、中国重汽的“强烈推荐”评级，并且密切关注重卡产业链其它相关公司，如东风汽车、威孚高科、银轮股份等。国内轿车市场高景气度及海外市场复苏将使得零部件公司跟随受益，维持对福耀玻璃、中鼎股份、宁波华翔等公司“强烈推荐”的投资评级。

重点公司盈利预测与投资评级

公司简称	EPS			PE			PB	投资建议
	2008 年	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E		
潍柴动力	2.32	2.94	3.30	20.87	16.46	14.69	4.78	强烈推荐
一汽轿车	0.67	0.84	0.97	26.86	21.48	18.49	4.28	强烈推荐
中鼎股份	0.28	0.52	0.64	39.92	21.79	17.73	6.03	强烈推荐
中国重汽	1.13	1.35	1.83	21.29	17.73	13.10	3.95	强烈推荐
宁波华翔	0.29	0.74	0.51	33.20	13.09	18.96	4.32	强烈推荐
福耀玻璃	0.12	0.39	0.58	90.44	28.79	19.23	6.61	强烈推荐
江铃汽车	0.91	0.98	1.08	20.91	19.40	17.55	3.88	推荐
威孚高科	0.34	0.56	0.65	30.88	18.96	16.29	2.41	推荐
一汽夏利	0.06	0.21	0.29	124.38	37.47	26.72	3.80	推荐
东风汽车	0.16	0.24	0.27	30.24	20.24	17.62	1.82	推荐
宇通客车	1.02	0.78	0.87	14.65	19.23	17.15	4.23	推荐
上海汽车	0.10	0.71	0.94	196.70	27.83	20.84	3.53	推荐
福田汽车	0.38	0.83	0.87	40.96	18.56	17.69	4.41	推荐
江淮汽车	0.04	0.35	0.47	170.10	21.59	16.02	2.47	推荐
华域汽车	0.41	0.51	0.58	22.23	17.83	15.90	2.31	推荐
一汽富维	0.90	1.18	1.37	17.69	13.48	11.60	2.48	推荐
长安汽车	0.01	0.49	0.40	\	21.88	26.86	3.27	中性
金龙汽车	0.44	0.26	0.35	17.00	28.79	21.85	2.44	中性

资料来源：平安证券研究所（相关指标按9月11日收盘价计算）

目 录

一、销量：单月同比增长 82%	5
1.1 乘用车—子行业增幅再创新高、MPV 回暖确定	5
1.2 商用车同比增六成	7
货车：历年销量最高的 8 月	7
重卡：淡季旺销	8
客车：维持在 07 年水平	9
1.3 出口依然低迷	10
二、效益水平持续改善	12
三、行业与上市公司动态	13
3.1 关于热点问题的讨论	13
3.1.1 汽车行业产能利用率	13
3.1.2 汽车振兴政策的持续性	13
3.2 全年销量将突破 1200 万辆	14
3.3 上市公司动态	14
四、投资建议	16
4.1 二级市场表现回顾	16
4.2 轿车超常规高增长不可持续	16
4.3 重卡：牵引车、底盘增幅高	17
4.4 汽车零部件：期待中国“博世”的诞生	19

图表目录

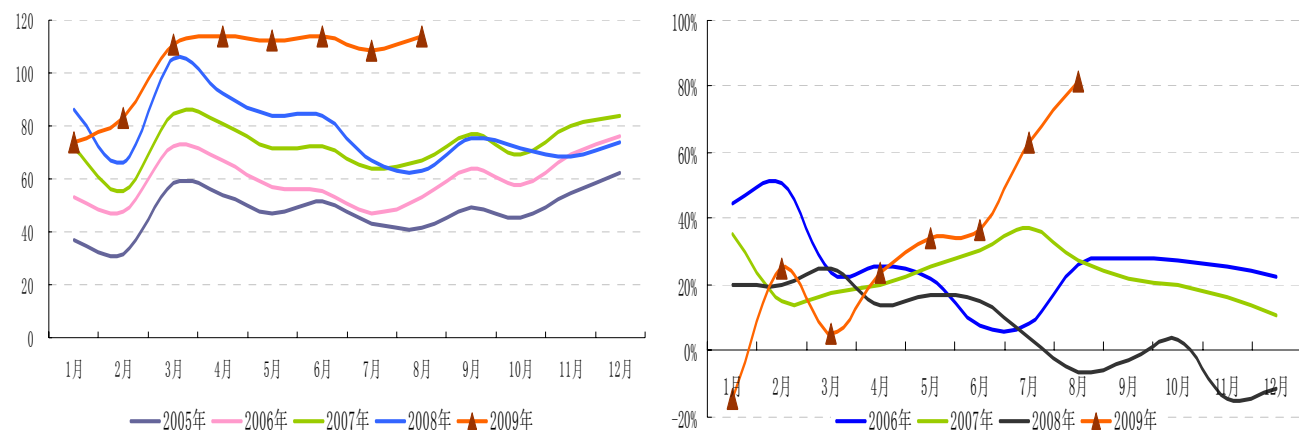
图表 1 汽车行业月度销量及同比增速	5
图表 2 汽车行业 09 年销量	5
图表 3 2009 年乘用车子行业月度同比	6
图表 4 2009 年乘用车（国内制造）分排量销售月度同比	6
图表 5 平安轿车消费指数	7
图表 6 商用车子行业销量	7
图表 7 卡车子行业 09 年月度销量同比增速	8
图表 8 重卡月度销量	8
图表 9 重卡分子行业月度同比增长率	9
图表 10 主要重卡企业销量	9
图表 11 客车月度销量	9
图表 12 主要客车类别销量	10
图表 13 主要客车企业销量	10
图表 14 宇通金龙月度销量及同比	10
图表 15 汽车子行业出口情况	11
图表 16 汽车行业整体出口情况	11
图表 17 2009 年汽车行业重点企业主要经济指标	12
图表 18 2009 年汽车行业重点企业收入、利润月度同比	12
图表 19 不同“产能”的意义	13
图表 20 平安证券汽车行业销量预测	14
图表 21 汽车及其零部件公司 2009 年以来涨幅	16
图表 22 轿车月度销量及增速	16
图表 23 09 年轿车销量构成预测	17
图表 24 09 年重卡月销量与我们的预测值比较	18
图表 25 主要作为物流用途半挂牵引车月销量	18
图表 26 公路货运量、港口货物吞吐量同比	19
图表 27 潍柴动力、中国重汽集团月度销量同比	19
图表 28 汽车零部件行业发展阶段	20
图表 29 博世集团十年来经营业绩	20
图表 30 08 年初至 09 中期汽车子行业组合毛利率及 ROE 波动比较	21

一、销量：单月同比增长82%

8月份全国销售汽车114万辆，单月同比增长82%，月增幅又创历史新高。09年汽车销量已经连续5个月超过百万辆。1—8月汽车销售833万辆，同比增长29%。

图表 1 汽车行业月度销量及同比增速

单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

其中：8月乘用车增长90%，商用车增长60%。09年前8月乘用车增长37%，商用车增长11%。

图表 2 汽车行业 09 年销量

单位：万辆

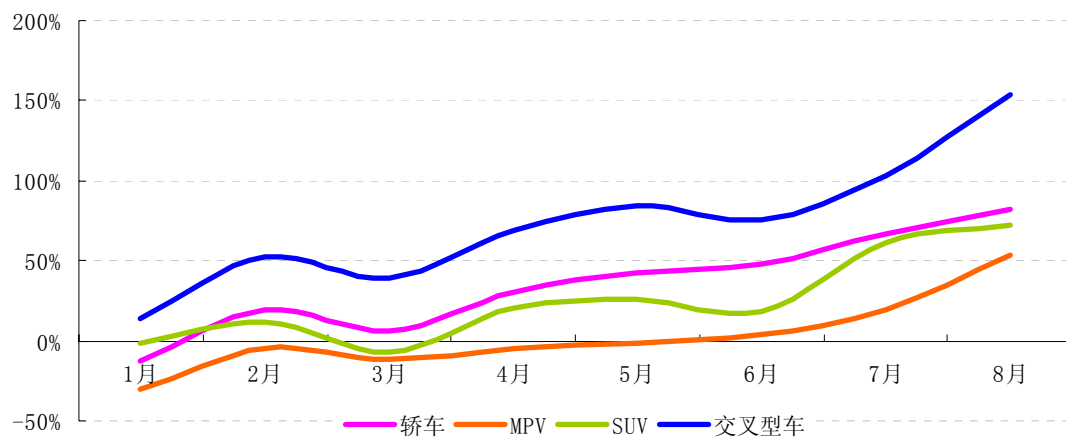
类别	8 月	当月同比	1-8 月	累计同比
汽车总计	113.85	81.68%	833.13	29.18%
总计中：乘用车	85.83	90.18%	622.64	36.84%
其中：基本型乘用车	62.94	82.64%	447.52	32.67%
多功能乘用车	2.02	53.01%	14.03	0.71%
多用途乘用车	6.05	72.45%	37.21	25.08%
交叉型乘用车	14.82	153.70%	123.88	67.31%
总计中：商用车	28.02	59.82%	210.49	10.84%
其中：客车	2.45	28.31%	16.49	-4.60%
货车	18.78	67.65%	146.44	27.33%
半挂牵引车	2.38	80.29%	10.83	-33.21%
客车非完整车辆	0.72	55.98%	5.11	-18.23%
货车非完整车辆	3.69	39.84%	31.63	-10.01%

资料来源：中国汽车工业协会

1.1 乘用车—子行业增幅再创新高、MPV回暖确定

交叉型乘用车月增幅超过150%，再次创出新高。值得一提的是MPV行业回暖确定。MPV是近年来低迷时间最长的汽车子行业，08全年其销量同比下降13%，09年6—8月，月度同比依次为4%、20%、65%。

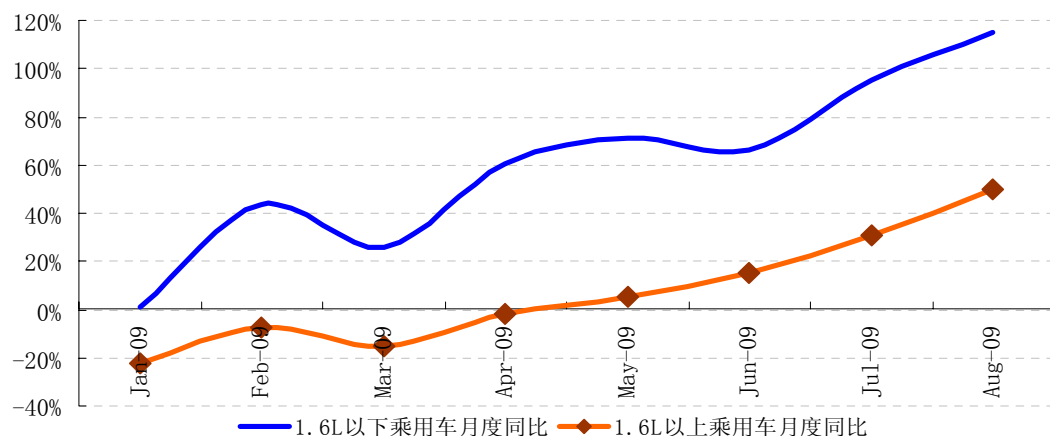
图表 3 2009 年乘用车子行业月度同比



资料来源：中国汽车工业协会

09 年乘用车行业呈现出如下特征：政策刺激启动——消费信心复苏——中小企业回暖所对应的中档乘用车旺销——中高档乘用车复苏——MPV 销量回暖。今年乘用车市场最大的影响因素是政策，政策不仅带来行业的超常规增长，也导致行业结构性变化，即小排量轿车和微型客车比例的增加。

图表 4 2009 年乘用车（国内制造）分排量销售月度同比

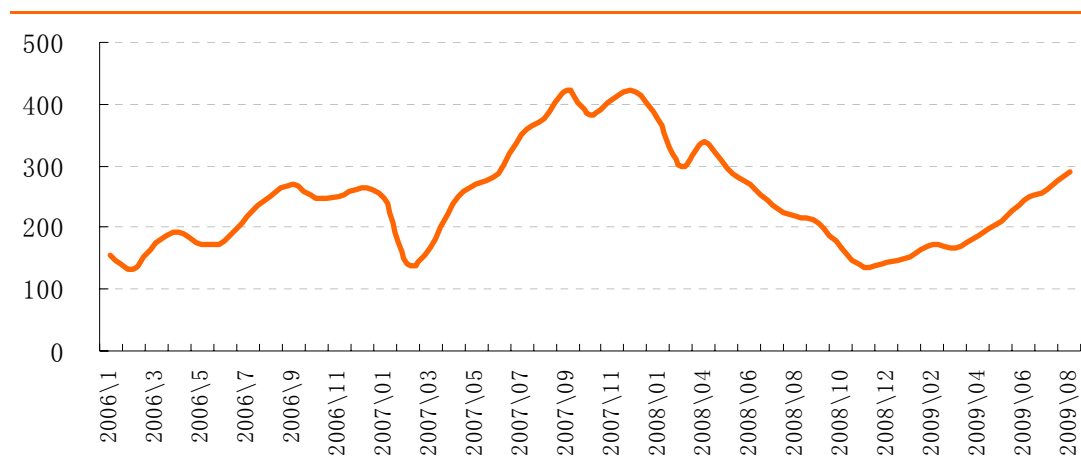


资料来源：中国汽车工业协会

8月，自主品牌轿车占轿车销售总量的28%，再度回归市场占有率第一的位置；日系、德系、美系、韩系和法系轿车占轿车销售总量的23.81%、21.28%、13.61%、9.93%和3.37%。

从平安轿车消费指数看，目前行业还处于景气高点，该指数在年内有持续上升的趋势。轿车市场的高速增长将延续2009全年。

图表 5 平安轿车消费指数



资料来源：平安证券研究所

注：指数值=上海车牌投放数量×平均中标价

1.2 商用车同比增六成

09年8月商用车销量同比增长60%，累计同比增长11%。其中货车单月销售24.85万辆，是历年销量最高的8月。

图表 6 商用车子行业销量

单位：万辆

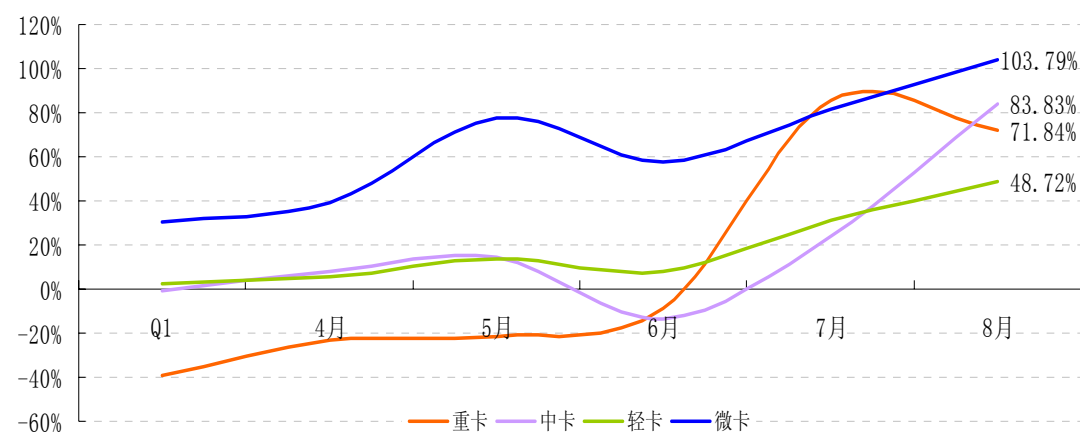
产品类别	8月销量	同比增长%	8月止累计	同比累计增长
大客	0.42	37.17%	2.36	-20.33%
中客	0.78	50.52%	4.95	-3.86%
轻客	1.97	27.38%	14.29	-7.35%
客车合计	3.17	33.70%	21.59	-8.22%
重货	5.69	71.84%	38.50	-12.71%
中货	2.01	83.83%	17.61	15.69%
轻货	12.89	48.72%	98.73	12.89%
微货	4.27	103.79%	34.05	73.88%
货车总计	24.85	63.91%	188.89	13.54%
商用车总计	28.02	59.82%	210.49	10.84%

资料来源：中国汽车工业协会

货车：历年销量最高的8月

8月货车各子行业销量均超出历年同月销量，其中微型货车销量增幅最大，为104%。

图表 7 卡车子行业 09 年月度销量同比增速



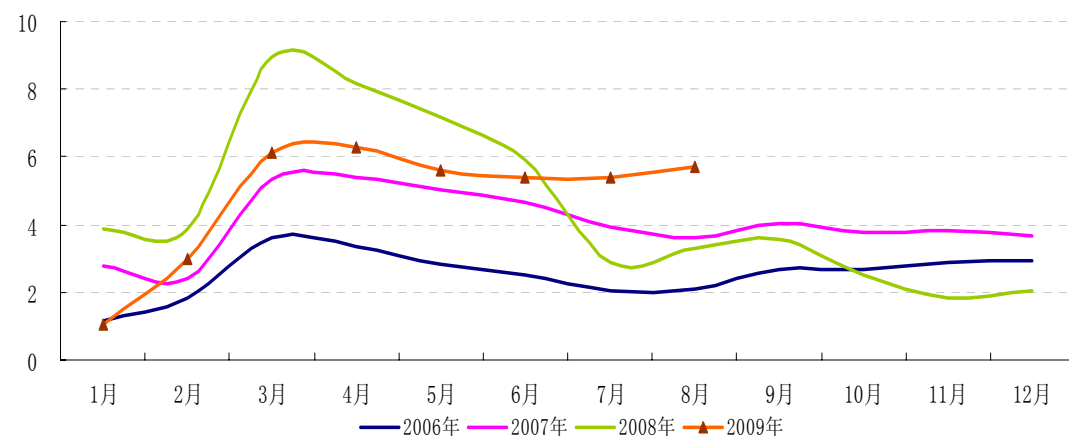
资料来源：中国汽车工业协会

重卡：淡季旺销

08年重卡市场情况特殊，同比数据参考意义不大。我们注意到重卡绝对销量为56871辆，比较为正常的07年同月高出20000多辆。作为生产资料，其较高的绝对销量或许是经济复苏的佐证之一。

图表 8 重卡月度销量

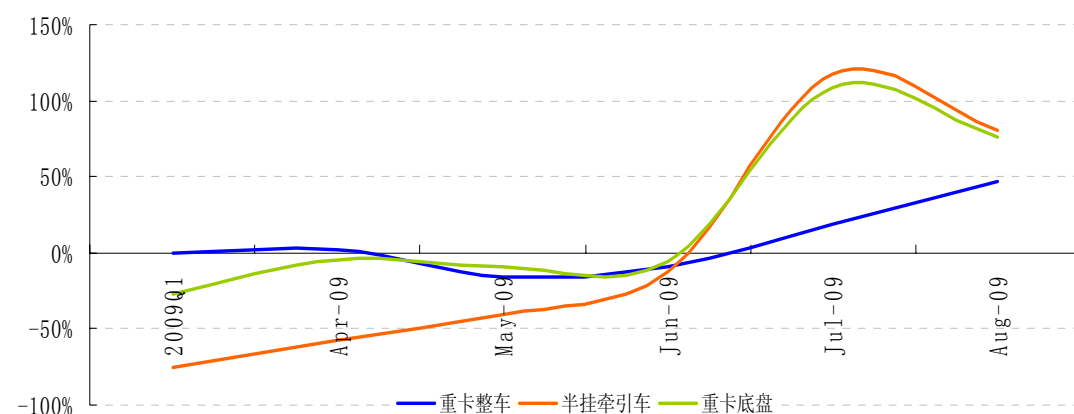
单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

8 月增幅最高的重卡子行业依然为半挂牵引车、重卡底盘，同比在 80%左右。09 年前 8 月，重卡底盘占重卡行业 49%，半挂牵引车占重卡行业 28%。

图表 9 重卡分子行业月度同比增长率



资料来源：中国汽车工业协会

对应重卡子行业复苏顺序，自7月开始，一汽集团、东风、福田等企业月度同比大增。

图表 10 主要重卡企业销量

单位：辆

企业名称	8月销量	增速	1-8月	增速	8月占有率	累计占有率
重卡全行业	56871	71.84%	385012	-12.71%	100%	100%
中国重汽集团	9328	-1.66%	86838	2.10%	16.40%	22.55%
一汽集团	14241	225.73%	76490	-19.36%	25.04%	19.87%
东风汽车	9767	76.42%	61986	-30.53%	17.17%	16.10%
陕汽集团	6081	34.51%	43605	-17.69%	10.69%	11.33%
北汽福田	9006	100.98%	48224	5.49%	15.84%	12.53%
上汽依维柯红岩	1416	28.14%	14307	-24.82%	2.49%	3.72%
北方奔驰	2829	71.98%	18635	-2.35%	4.97%	4.84%

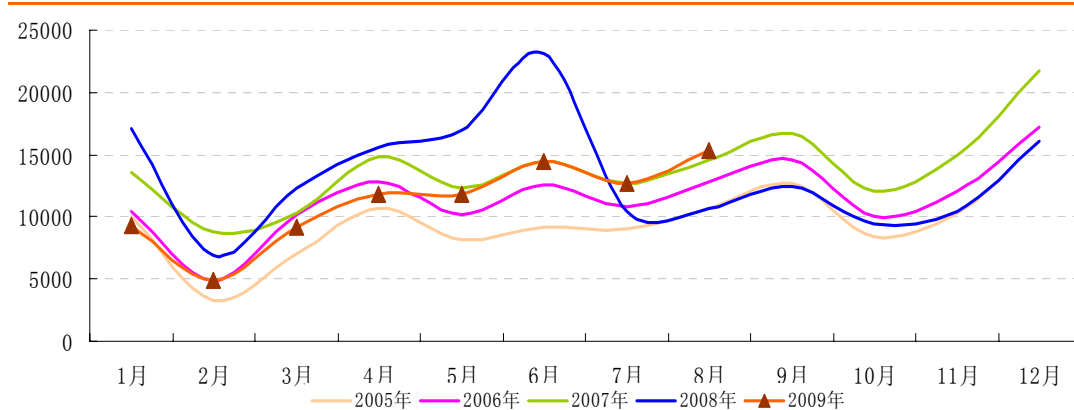
资料来源：中国汽车工业协会

客车：维持在07年水平

与其它汽车子行业表现不同，连续4个月以来，客车行业与07年水平接近。

图表 11 客车月度销量

单位：辆



资料来源：中国客车信息网

行业报告

图表 12 主要客车类别销量

单位：辆

类别	8 月	单月同比	2009 前 8 月	累计同比
客车行业	15357	43.43%	89636	-21.33%
其中：座位	9923	50.01%	57981	-20.03%
卧铺	192	20.75%	1637	-7.15%
公交	5203	32.29%	29869	-23.98%

资料来源：中国客车信息网

宇通集团8月销售客车2450辆，同比增长64%；09年前8个月，宇通集团销量同比16%，表现优于客车行业及金龙系。

图表 13 主要客车企业销量

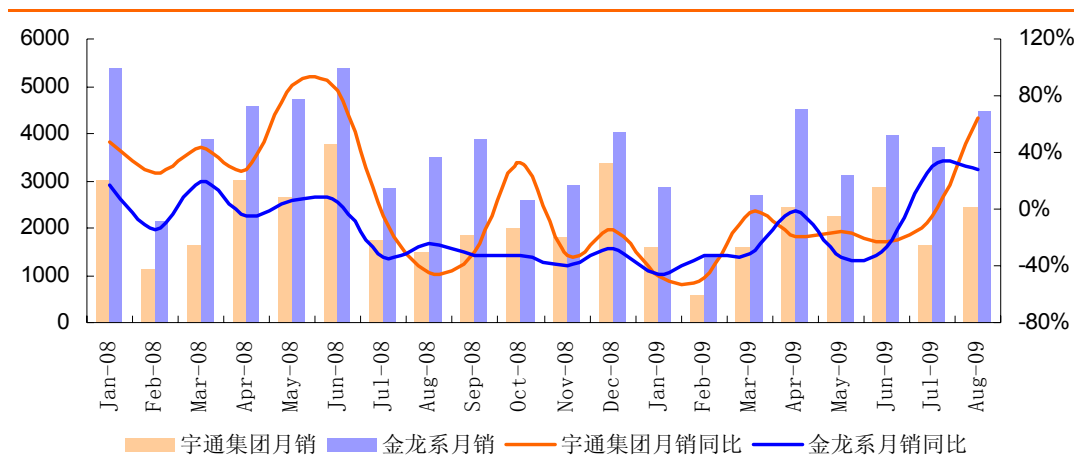
单位：辆

类别	2009 年 8 月		2009 年前 8 月		
	销量	同比	销量	市占率	销量同比
客车行业	15357	43.43%	89636	100%	-21.33%
宇通集团	2450	64.32%	15464	17.25%	-16.32%
金龙系合计	4482	28.24%	25906	28.90%	-20.15%
其中：苏州金龙	1614	24.73%	9048	10.09%	-21.72%
厦门金旅	1636	35.99%	8894	9.92%	-20.82%
金龙联合	1232	23.45%	7964	8.88%	-17.49%

资料来源：中国客车信息网

图表 14 宇通金龙月度销量及同比

单位：辆



资料来源：中国客车信息网

客车行业出口降幅有所收窄。目前看，虽然客车同比数据下半年也将有所改善，但还很难找到行业复苏的动力因素，国内客车企业已越来越明显的感受到铁路客运的挤压。

1.3 出口依然低迷

2009年8月汽车业出口2.2万辆，环比下降，同比下滑51%，比上月降幅有所收窄。

图表 15 汽车子行业出口情况

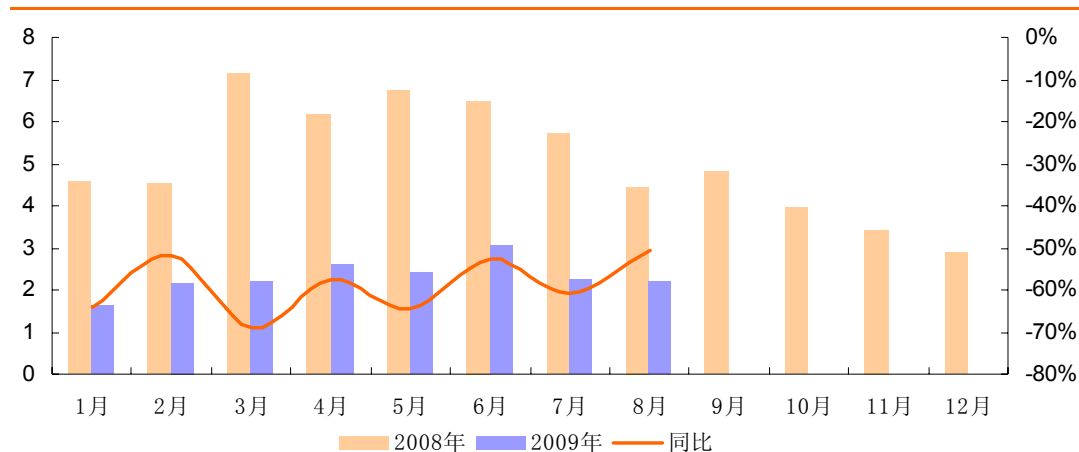
单位：辆

种类	8 月	单月同比	2009 前 8	累计同比
汽车总计	21914	-50.59%	186686	-59.35%
乘用车	9868	-62.54%	75079	-71.03%
其中：轿车	6626	-60.80%	52662	-73.17%
MPV	358	122.36%	2018	-21.78%
SUV	1792	-78.01%	14183	-70.23%
交叉型	1092	-3.28%	6216	-50.87%
商用车	12046	-33.11%	111607	-44.23%
其中：客车	1908	-12.96%	12254	-37.70%
货车	8776	-32.23%	85248	-40.56%
半挂车	444	-64.34%	4334	-69.01%
客车非完整	63	-58.82%	1065	-45.77%
货车非完整	855	-41.80%	8706	-58.69%

资料来源：中国汽车工业协会

图表 16 汽车行业整体出口情况

单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

二、效益水平持续改善

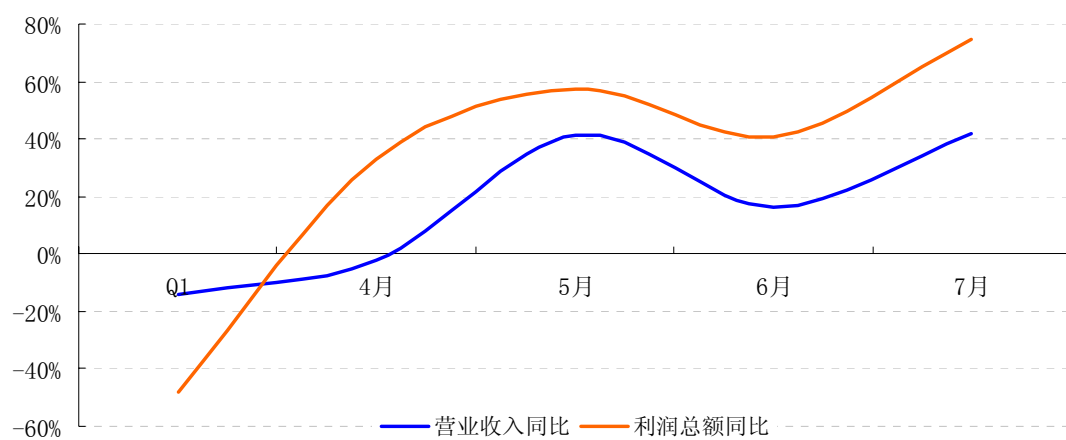
09年1-7月营业收入同比增长6%，累计利润总额由负转正。从7月单月看，营业收入同比上升42%，利润总额同比上升75%。预计年内各月份利润增速还将高于同期收入增幅。

图表 17 2009 年汽车行业重点企业主要经济指标 单位: 亿元

指标名称	2009 年 7 月	同比增长	2009 前 7 月	累计同比增长
营业收入	1242	42.08%	7626	5.95%
销售费用	53	21.53%	338	10.35%
管理费用	52	16.35%	353	14.40%
利润总额	116	74.71%	538	8.82%
关键指标	200907	增加百分点	2009 前 7	增加百分点
毛利率	16.56%	7.59	15.29%	-1.55
销售利润率	9.32%	1.74	7.05%	0.19
销售费用率	4.23%	-0.72	4.43%	0.18
管理费用率	4.15%	-0.92	4.63%	0.34
净资产收益率			12.44%	0.4

资料来源：中国汽车工业协会

图表 18 2009 年汽车行业重点企业收入、利润月度同比



资料来源：中国汽车工业协会

注：汇总的重点企业集团共19家，包括北汽、南方汽车、华晨、一汽、哈飞、上汽、吉利、江淮、奇瑞、东南（福建）、厦门金龙、郑州宇通、昌河、重汽、东风、广汽、庆铃、陕汽、比亚迪

三、行业与上市公司动态

3.1 关于热点问题的讨论

近期关于汽车行业的热点问题讨论颇多，如轮胎特保案、汽车业政策的持续性、汽车业是否产能过剩等问题。我们综合了汽车业内专家、生产企业和自己的判断，就其中的两个问题分析如下：

3.1.1 汽车行业产能利用率

产能过剩并非汽车行业的新鲜话题，对于制造业而言产能过剩是一种常态。05年我国汽车产销570万辆，当时有人估算全行业产能过剩达1000万辆（假设实际产能过剩200万辆+在建220万辆+报批800多辆-2010年市场规模800—1000辆）。

谈论产能利用率，前提是规范什么是“产能”，不同含义的“产能”数量差别巨大。同时还要注意分子分母指标时间的同一，即不能将今年的产量除以几年后的产能。

图表 19 不同“产能”的意义

规划产能	用于申请土地、贷款，多为对外发布的长远规划，没有实际意义
设计产能	经过市场调研后落实在图纸上，按图施工建造厂房。多为3—5年规划。
实现产能	按图纸设计实现后的产能，实际运转的生产线产能。建设过程多分几期。
利用产能	生产线运转后，实际开班情况，如双班、三班实现的产能

资料来源：平安证券研究所

作为企业的市场化行为，必然对3年、5年甚至更长期的市场做出判断并制定发展战略，由于汽车企业建设新的厂房、车间、生产线都耗时较长，因此从规划—设计—实现—生产线设置—班次设置等多个环节所对应的产能差别很大。

作为市场经济中的个体，对今后市场需求做出理性判断是每家企业的正常行为，从某种程度上说，只有过剩才能产生竞争、从而优胜劣汰，只有在计划经济体制下，才会出现短缺经济。

就近几个月情况看，一线生产车间都在加班加点生产，主流车企的车间至少是两班倒，汽车产品供不应求，与“产能利用率不足”一说明显不符。

根据我们的了解，目前轿车企业主要以增加生产班次、瓶颈环节填平补齐等措施增加产能，以快速满足市场需求；新增产能建设不多，即使新建，短期也难以对市场产生影响。有所担忧的是，微型车企业新增产能建设项目较多，而我们判断今年微车行业受多重政策影响市场需求充分施放，明年产销量将有所下降，即产销失衡的矛盾较大。

3.1.2 汽车振兴政策的持续性

在多项政策的扶持下，09年我国汽车销量将突破1200万辆，远高于年初市场900-1000万辆的预测水平。按照今后每年增长10%测算，到2020年我国汽车市场将达到3600万辆/年的规

模，保有量将达2.4亿辆，比美国现有保有量高出20%，而目前我国公路仅为美国的一半，公路平均等级和通行能力比美国相差较远，汽车销量的不断增长和有限的道路资源之间产生冲突将造成多重矛盾，社会无法承受长期的销量高增长，从发达国家经验看，其最后都实行了“鼓励购买但限制使用”的政策。

目前看，2010年汽车下乡政策将继续执行，扶持农村市场发展是长期趋势，不会因经济形势好转而撤销；另一方面以旧换新政策8月份才正式开始实施，到2010年5月底截止。

市场较为关心乘用车购置税减免的持续问题。我们预计明年该政策力度不会超过今年。

- 该政策是特殊时期的临时政策，其减免的资金是来自国家用于道路建设的资金，我国公路基础设施薄弱，要求购置税优惠范围扩大不太现实。
- 2009年我国1.6L以下乘用车增幅很高，8月份甚至高达115%，国家购置税减半的刺激政策已经取得了明显效果，没有必要再扩大优惠范围。

综上所述，购置税政策优惠幅度、优惠范围的扩大既是不现实的，也是不必要的。另外即使明年延续今年同样的政策力度，政策的边际效应也会递减，对市场促进效果减弱。

3.2 全年销量将突破1200万辆

更新我们的汽车销量预测，预测09年全行业销售1247万辆，同比增长32.9%，其中乘用车销售944万辆，同比增长39.7%，商用车销售303万辆，同比增长15.3%。

图表 20 平安证券汽车行业销量预测

单位：万辆

产品类别	2008 年	增幅	2009E	增幅	2010E	增幅
合计	938	6.7%	1247	32.9%	1276	2.4%
一、乘用车	676	7.3%	944	39.7%	960	1.7%
1、轿车	505	6.8%	690	36.7%	720	4.3%
2、MPV	20	-12.6%	22	11.5%	25	13.6%
3、SUV	45	25.3%	60	34.0%	70	16.7%
4、交叉型乘用车	106	7.7%	172	61.7%	145	-15.7%
二、商用车	262	5.2%	303	15.3%	316	4.4%
1、客车	34	-2.5%	33	-4.0%	37	13.1%
大客	4.4	9.6%	4.2	-4.5%	4.5	7.1%
中客	7.9	0.6%	7.5	-5.2%	8.5	13.3%
轻客	22	-5.7%	21	-3.4%	24	14.3%
2、卡车	228	6.5%	270	18.2%	279	3.3%
重卡	54	10.9%	57	5.5%	65	14.0%
中卡	21	-12.5%	21	1.4%	22	4.8%
轻卡	118	5.3%	144	22.5%	148	2.8%
微卡	36	18.9%	48	32.9%	44	-8.3%

资料来源：中国汽车工业协会、平安证券研究所

3.3 上市公司动态

天润曲轴(002283)调研简报——产能逐步提升，产品相关多元化

信息：

近日我们调研了天润曲轴，就公司今年以来经营情况、募集资金投资项目建设进展等问题与公司领导进行了交流。

平安观点：

1、天润曲轴是目前中国规模最大的汽车发动机曲轴专业制造商，其曲轴产品主要用于装配中重型卡车、大中型客车，在重型发动机曲轴市场占有率达到37%左右，后期将受益于重卡市场的发展和卡车结构性变化。

2、公司的竞争优势表现在：技术装备与生产技术优势、产品结构优势、下游配套客户群和区位优势、品牌优势。具有一定定价能力，最近三年及一期综合毛利率逐年稳步提升。

3、随着募集资金投资项目的实施，公司的技术装备实力、产销规模、市场地位、抗风险能力等在未来两年将进一步得到提高。募集资金项目的建设将逐步提高公司整体产能，预计2009年产能有望提升到60万根左右。目前情况看，一汽柴锡项目进展较好。胀断连杆产品是公司业务相关多元化的探索，后期有望成为新的利润增长点。

4、预计公司2009、2010年每股收益分别为0.54、0.62元，动态市盈率在30倍左右。虽然公司市场地位稳固，后期成长性较好，但短期看估值水平偏高。下调投资评级为“中性”。

宁波华翔(002048)出售陆平机器股权之点评——专注汽配业务，为下一步发展积蓄力量，维持“强烈推荐”

信息：

宁波华翔发布《关于出售控股子公司“陆平机器”73.80%股份的公告》：2009年8月27日公司与金城集团有限公司签署了《关于辽宁陆平机器股份有限公司股权转让协议》，拟将所持陆平机器73.8%股权出售给金城集团。本次交易完成后，宁波华翔不再持有陆平机器股份。

平安观点：

退出陆平有利于业绩稳定性，择机启动全球布局工作。本次交易完成后，宁波华翔将取得17660.06万元（税前）的收益，计入09年业绩，同时财务费用也有所下降。由于本次交易后公司不再持有陆平机器的股份，宁波华翔之合并报表营业总收入将下降，净利润也将受到一定影响，但公司主业更为突出，资产质量更优。随着国内地域布局及全球战略的推进，长期成长空间较大、竞争优势进一步稳固。

我们调整公司2009、2010年业绩预测分别为0.74、0.51元。其中，09年陆平股权出售一次性收入影响EPS约为0.3元，此外，陆平机器09年业绩贡献EPS约为0.05元，剔除这两项影响，宁波华翔09年经营性EPS为0.49元。暂预计2010年业绩0.51元，不排除公司资产变化和业绩提升给投资者带来的惊喜。

四、投资建议

4.1 二级市场表现回顾

截至09年9月14日，整车、零部件行业中两龙头公司09年以来涨幅居前。

图表 21 汽车及其零部件公司 2009 年以来涨幅

零部件股	相对上证指数涨幅	整车股	相对上证指数涨幅
福耀玻璃	140.18%	上海汽车	207.32%
一汽富维	115.14%	福田汽车	156.95%
宁波华翔	113.43%	长安汽车	132.31%
潍柴动力	107.01%	江淮汽车	101.38%
宗申动力	87.76%	一汽轿车	95.08%
威孚高科	69.22%	江铃汽车	64.88%
万丰奥威	61.04%	长丰汽车	63.14%
万向钱潮	51.33%	安凯客车	57.69%
中鼎股份	43.63%	一汽夏利	40.42%
银轮股份	-8.14%	中国重汽	26.43%
特尔佳	-29.79%	宇通客车	9.67%
		东风汽车	2.76%
		金龙汽车	0.80%

资料来源：WIND（截止9月14日）

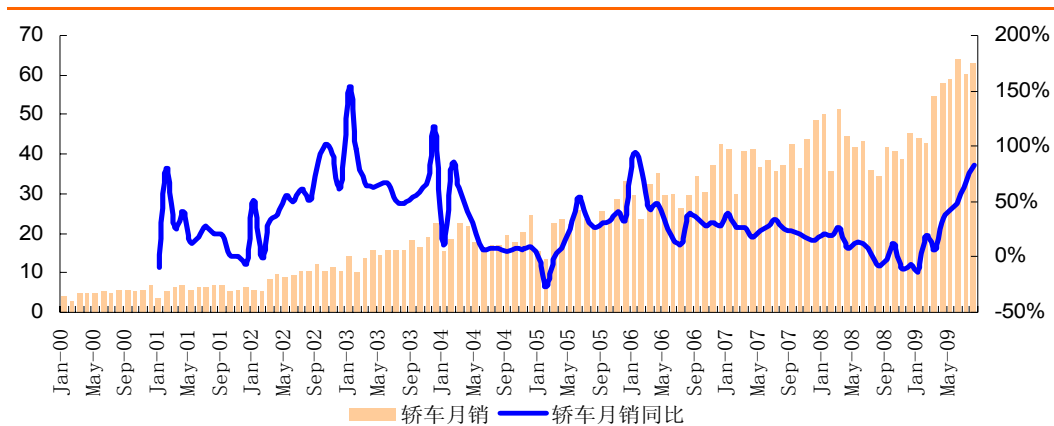
注：同期上证指数涨幅为66%。黑提部分为我们“强烈推荐”评级个股

4.2 轿车超常规高增长不可持续

近几个月，轿车销量同比增幅持续走高。这种高增长一方面是去年基数较低，另一方面也得益于今年密集的政策效果。我们判断09年轿车的实际销量应为“轿车理论销量+08下半年推迟释放+政策刺激”的叠加。

图表 22 轿车月度销量及增速

单位：万辆

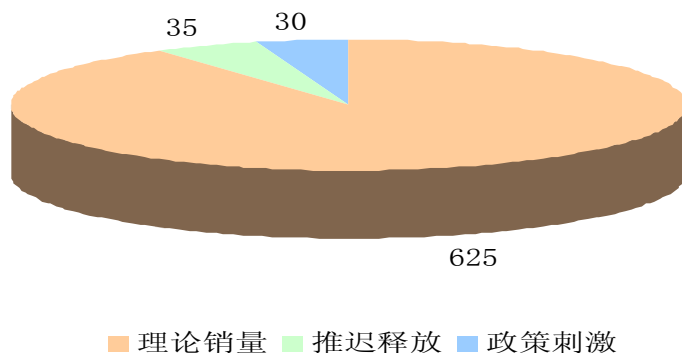


资料来源：中国汽车工业协会

根据对多年轿车产销数据的跟踪分析，我们认为轿车行业合理增长幅度在15%-20%之间。不考虑推迟释放的消费需求及09年的政策刺激作用，我们认为09年轿车理论销量应为625万辆左右。我们是按照年度销量较为正常的07年，给予15%的年度同比增幅测算出来的。预计今年轿车实际销量在690万辆左右。

图表 23 09 年轿车销量构成预测

单位：万辆



资料来源：平安证券研究所

09年轿车销售呈现出明显的中低档车热销局面，中西部地区、二三线城市增长快，一方面是因为这些地区轿车消费基数较低，另一方面是因为09年的汽车业政策对该类区域刺激效果更为明显。

我们对将轿车消费增长归结为中西部地区、二三线城市轿车消费启动的观点持保留态度。今年轿车销量增长的根本原因是政策，政策导致对购置成本敏感的中西部地区、二三线城市轿车购买力的充分释放。从经济发展状况、居民购买力水平等基础指标很难解释上述地区轿车消费的迅速增长。即中西部地区、二三线城市轿车消费增长是政策的结果，而非市场增长的原因。

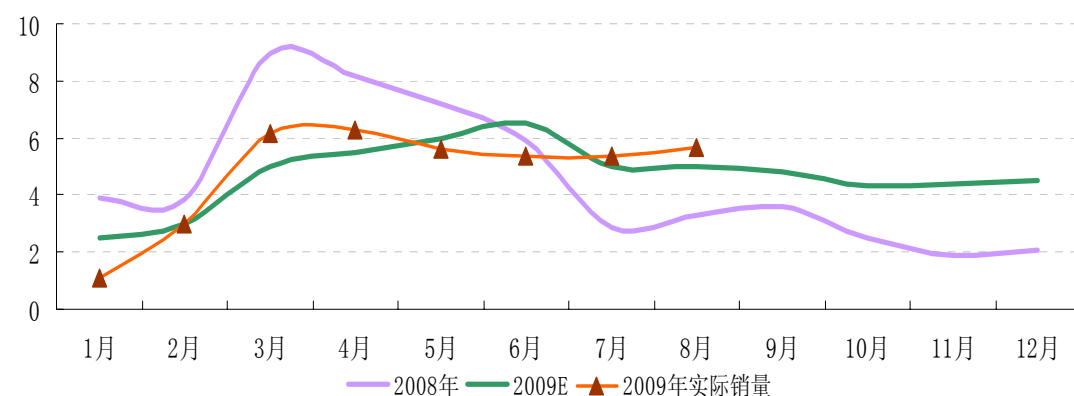
我们认为目前轿车行业的超常规高增长速度不可持续。由于08年下半年的低基数，轿车销量09年下半年还可能维持较高增长，但2010年增幅将回落，2010年的部分需求已在2009年被透支。同时，今年较高的基数也将造成明年增长的困难。但相对较为乐观的是，明年轿车销售结构将改善，即中高档轿车比例将有所提高，从而有利于行业利润的增长。

4.3 重卡：牵引车、底盘增幅高

09年8月重卡销量数据出炉，我们照例再次与08年底我们所做的月度预测进行比较，8月重卡销量超出了我们的单月预测。

图表 24 09 年重卡月销量与我们的预测值比较

单位: 万辆



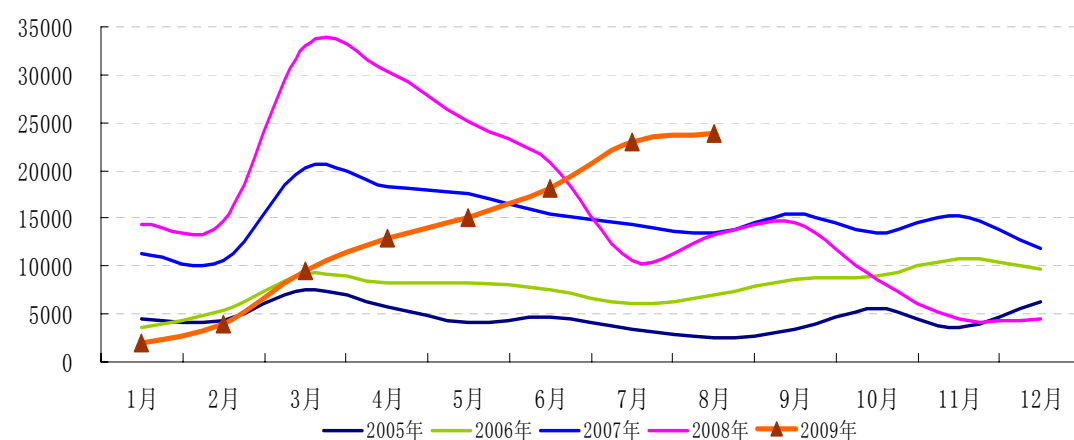
资料来源: 平安证券研究所、中国汽车工业协会

与物流业关系密切的半挂牵引车 8 月销量 2.4 万辆, 同比增长超过 80%, 是同比增幅最高的重卡子行业。

一汽集团是我国半挂牵引车市占率最高的企业, 近几个月一汽集团半挂牵引车恢复非常迅速, 由 3 月份的 2352 辆增长到 8 月的 8410 辆。

图表 25 主要作为物流用途半挂牵引车月销量

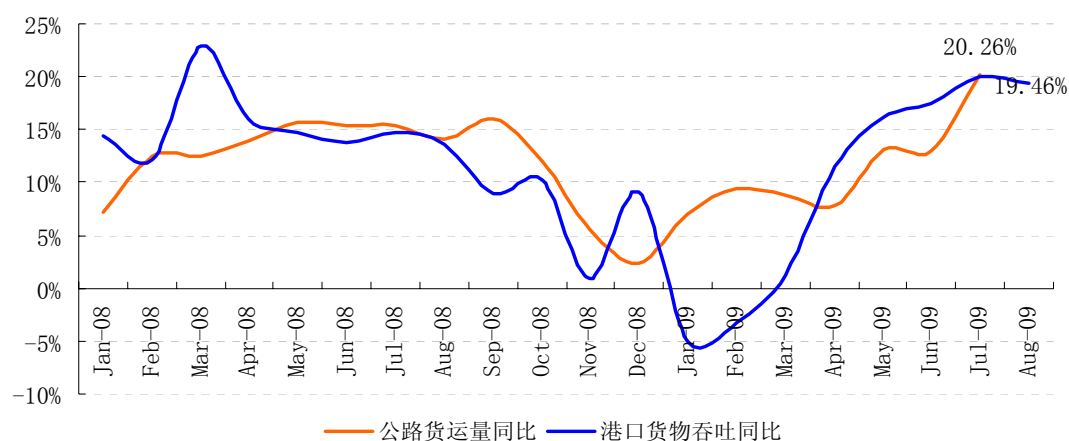
单位: 辆



资料来源: 中国汽车工业协会

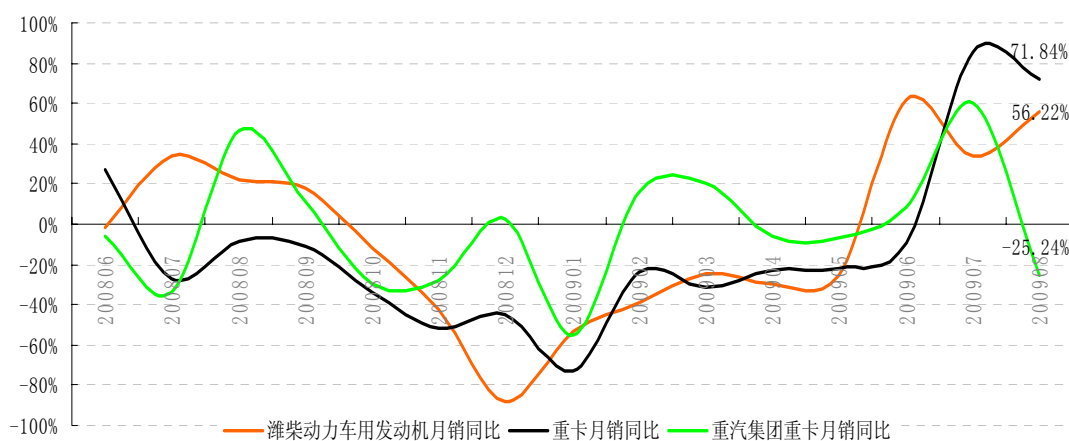
根据我们跟踪的公路货运量、港口货物吞吐量看, 7月、8月同比依然维持高位。其中公路货运量7月同比增长20%, 港口货物吞吐量8月同比增长19.5%。

图表 26 公路货运量、港口货物吞吐量同比



资料来源：交通部

图表 27 潍柴动力、中国重汽集团月度销量同比



资料来源：中国汽车工业协会

我们继续维持对潍柴动力（000338）、中国重汽（000951）的“强烈推荐”评级，并且密切关注重卡产业链其它相关公司，如东风汽车（600006）、威孚高科（000581）、银轮股份（002126）等。

4.4 汽车零部件：期待中国“博世”的诞生

作为整车上游产业，汽车零部件大约占到整个汽车产业链 50% 的价值。伴随着汽车工业的高速发展，汽车摩托车零配件行业产值也从 2000 年的 616 亿元增长到 2007 年的 4946 亿元，增长了 7 倍。

我国汽车零部件产业主要集中在东北、京津、华中、西南、长三角、珠三角等六大区域，中国正在成为全球汽车零部件的生产基地。目前我国有 1800 余家汽车摩托车配件企业，行业从业人员超过 100 万人。我国汽车零部件行业的发展基本分为 4 个阶段。

图表 28 汽车零部件行业发展阶段

阶段	时间	特征
起步	1952—1978	水平较低，为卡车配套
成长	1978—1992	技术水平上升，开始为轿车配套
壮大	1992—2000	外商投资比例加大，国产化率提升
快速发展	2000—至今	汽车零部件整体水平提升，出口增长，跨国企业进入

资料来源：平安证券研究所

上下游模式：汽车零部件原材料主要为钢材、橡胶、塑料、其它织物等，上游价格最终由钢铁、石油、天胶等大宗商品决定。汽车零部件企业通过其对上游的判断规避价格风险，在大宗商品面前没有议价能力。

整车厂对零配件企业通过 2~3 年的认证后开始批量供货，一旦确定不轻易更换主要配套企业。合资企业在车型开发早期就让零部件供应商参与产品设计，而自主品牌车企的零部件供应商参与研发的时间相对滞后。

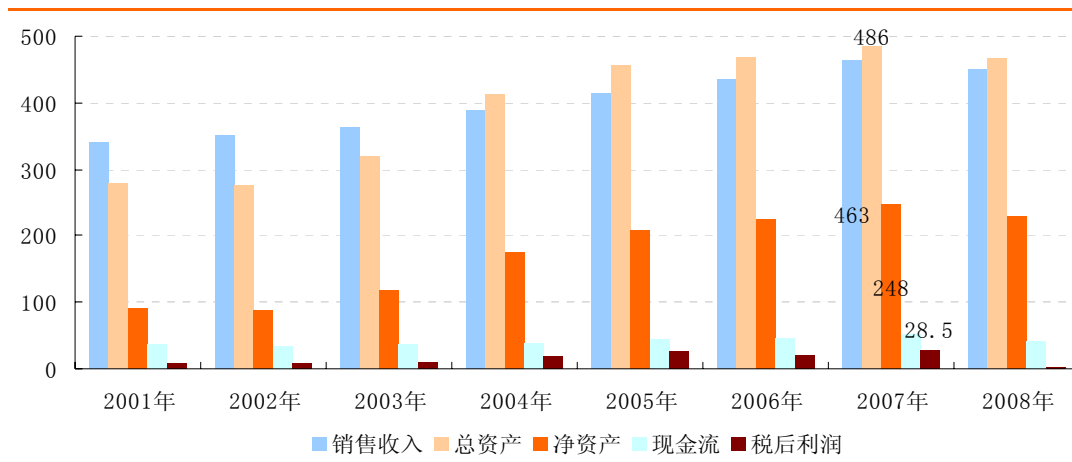
发展空间：从欧美等成熟汽车市场发展经验看，汽车行业整车与零部件规模比例为 1:1.7，目前我国汽车摩托车整车与汽车摩托车配件年产值规模比例约为 1:0.5。我国汽车零部件发展空间巨大。

汽车零配件主要分为 OEM 配套、AM 配套及出口配套，分别受益于我国汽车销量、保有量的提升、全球汽车销量及保有量的提升。

在欧美汽车工业发展过程中，一批具有较高技术水平、管理能力的零部件企业取得了稳固的国际竞争力，在整车行业屡次大幅波动过程中体现了更为稳定的盈利能力和经营实力。我们选取全球第一大汽车技术供应商博世集团为例，该公司是全球第一大汽车零部件供应商。2005 年，公司销售收入突破 400 亿欧元，税后利润突破 20 亿欧元。08 年，公司总收入 463 亿欧元，其中汽车零配件业务销售收入达 264.75 亿欧元，占公司收入比例为 59%。博世等企业是我国零部件企业的国际标杆，从他们身上，我们虽然看到了不小的差距，但更看了广阔的未来空间。

图表 29 博世集团十年来经营业绩

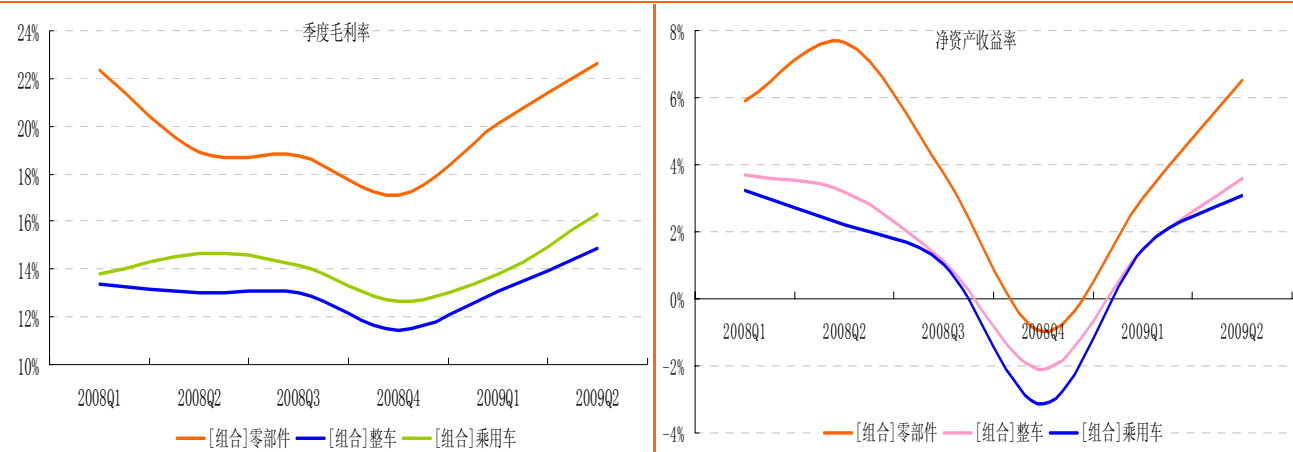
单位：亿欧元



资料来源：博世集团

在行业波动中的相对稳定性：2008 年至 2009 年中，整个汽车行业受宏观经济的影响出现了很大的波动，我们选取 A 股上市的股票组合比较发现：零部件组合收入、利润绝对值滞后于整车，但利润率、资产收益率恢复较快。整车企业单位利润所需的投资相对较大，固定资产成本比例高，在经济低谷期，毛利率下滑较大，而零部件企业一般为各子行业龙头，资产收益率较高，具有较为稳固的技术水平，在低谷期毛利率更为稳定。

图表 30 08 年初至 09 中期汽车子行业组合毛利率及 ROE 波动比较



资料来源：公司公告

长期看，零部件企业始终保持着相对整车更高、更稳定的利润水平。其利润率是与其技术水平相关的，而不是由其所处的汽车产业链位置决定的。在汽车工业发展成熟的国家，零部件企业盈利能力更强，表现比整车企业更为优异。

总体而言，国内轿车市场高景气度及海外市场复苏将使得零部件公司跟随受益，维持对福耀玻璃、中鼎股份、宁波华翔等公司“强烈推荐”的投资评级。

近期相关报告

汽车行业2009年8月投资月报——环球同此凉热（2009年8月13日）

汽车行业2009年7月投资月报——子行业轮动复苏明显（2009年7月14日）

汽车行业2009年中期投资策略——高景气中把握子行业轮动（2009年6月18日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，6年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。平安证券汽车行业研究员。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场8层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257