

汽车整车

2009 年 9 月 23 日

淡季旺销，销量结构持续改善

2009 年四季度汽车行业投资策略报告

投资要点：

- 8 月我国汽车销量比 7 月增加 5%，三季度淡季不淡趋势确立；预计四季度行业销量仍将维持在高位，全年汽车销量将达到 1250~1300 万辆。
- 汽车行业进口车占比较小，不到 3%；进口车对行业影响很小。行业出口目前仍然比较低迷。
- 三季度行业利润或将超过二季度而再创新高，汽车股三季报值得期待。
- 乘用车销量仍在高位，环比来看交叉型乘用车将有所回落，MPV 异军突起；建议关注江淮汽车。乘用车销量结构持续改善，中高档车占比增加，预计上海通用、北京现代、一汽大众四季度销量表现将好于行业，建议关注上海汽车。
- 大中型客车回升明显，且 9 月将迎来销售旺季；行业反转，推荐龙头宇通客车。
- 轻卡下乡直补政策下半年将发力，8 月份轻卡销量环比上升明显；半挂牵引车今年以来环比一直在上升，预期四季度仍有继续冲高的可能；推荐轻卡下乡直补和半挂牵引车回暖的双重受益者福田汽车。

研究员： 陈亮

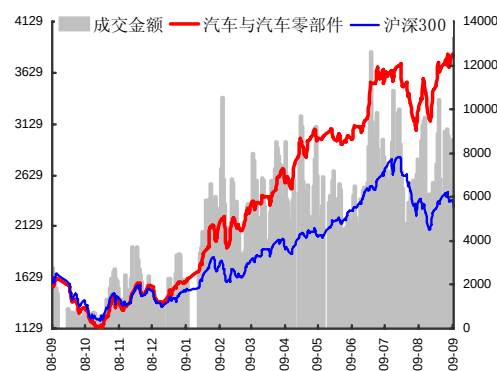
电 话： 025-84457777-894

E-mail: pro7973@hotmail.com

地 址： 南京市，中山东路 90 号

行业评级：增持

市场走势



相关研究

2009 年 8 月汽车行业月度跟踪报告：调整后行业投资价值再现
09/08/24

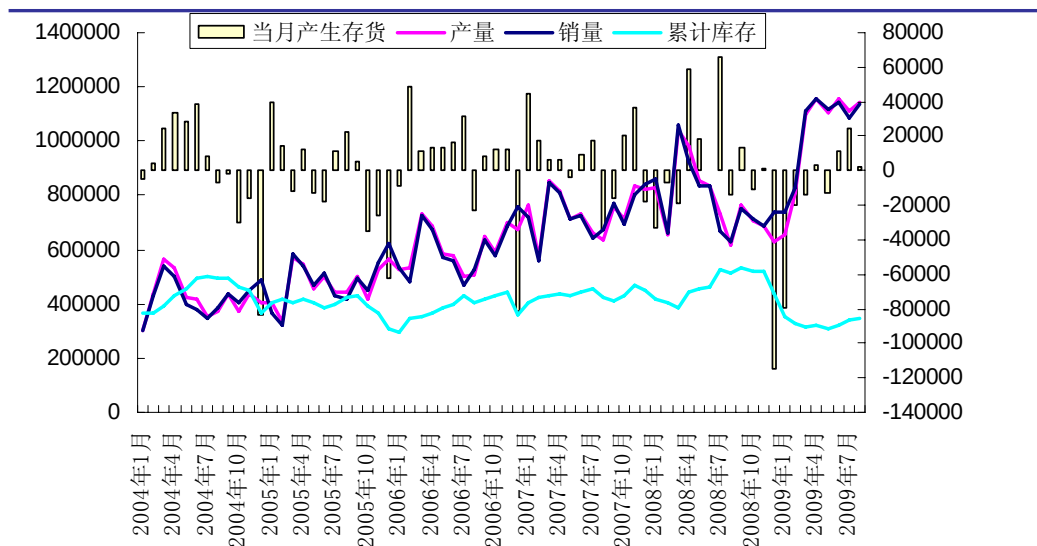
重点公司

股票名称	9/22 收盘价	EPS(元)				P/E				投资评级
		08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	
福田汽车	16.27	0.38	0.96	0.98	1.15	42.8	16.9	16.6	14.1	推荐
宇通客车	15.20	1.02	0.86	1.02	1.36	14.9	17.7	14.9	11.2	推荐
江淮汽车	8.11	0.04	0.17	0.16	0.45	202.8	47.7	50.7	18.0	推荐
上海汽车	21.16	0.10	0.74	0.72	0.81	211.6	28.6	29.4	26.1	推荐
中国重汽	25.30	1.13	0.86	1.35	1.52	22.4	29.4	18.7	16.7	推荐

一、 8 月淡季旺销，汽车行业全面复苏

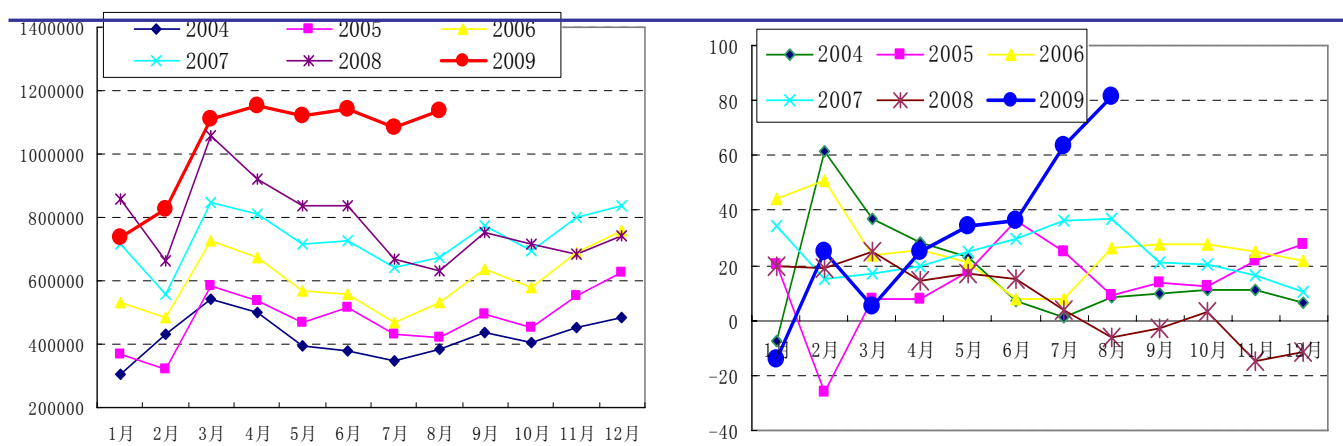
2009 年 8 月，我国共销售汽车 113.85 万辆，同比增长 82%，环比增长 5%；往年的 7-8 月是汽车销售淡季，今年一改常态，淡季旺销。8 月我国共生产汽车 114.07 万辆，同比增长 86%，环比增长 3%。8 月继续产大于销，和我们前期预期一致；目前行业厂商库存不足 35 万辆，我们判断行业还应回补库存 5~10 万辆。

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

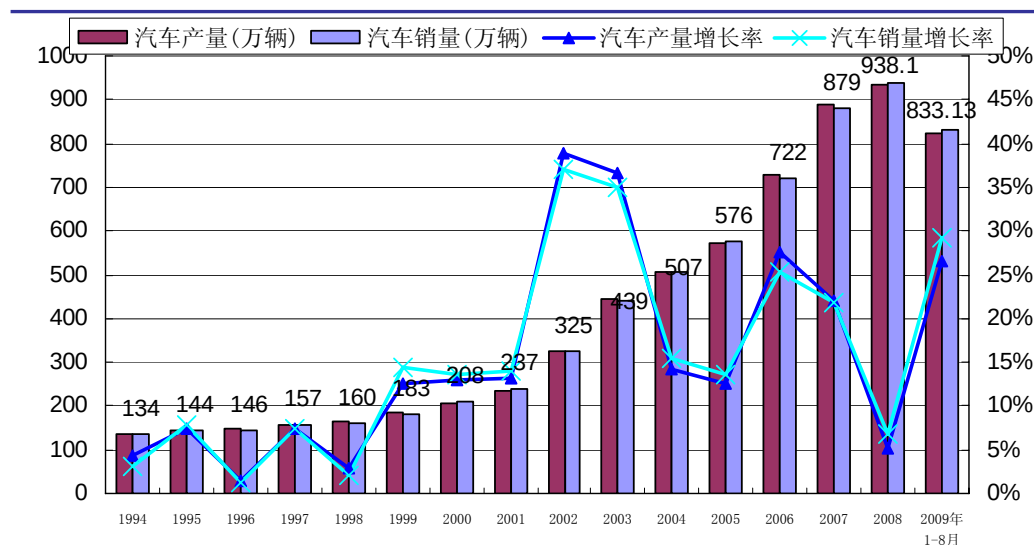
图表 2 2004 年以来我国汽车月度销量及增速



数据来源：CAAM

2009 年 1-8 月，我国汽车销售汽车 833.13 万辆，同比增长 29%；同期我国汽车厂商共生产汽车 825.07 万辆，同比增长 27%。从目前汽车行业走势来看，乘用车仍在高位，商用车仍处于上升通道，因此后续汽车销量有继续冲高的可能。2009 年全年汽车销量突破 1250 万辆已经没有悬念，我们预计 2009 年我国汽车销量在 1250~1300 万辆之间，同比增速在 33%~38%之间。

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, 8 月份乘用车同比增长了 90%, 环比下降了 3%; 其中交叉型乘用车(+154%)、轿车(+83%)和 SUV(+73%)同比增速仍然处于高位; MPV(+20%)销量也开始高速增长; 乘用车中除了交叉型乘用车外, 其他车型环比均有增长, 其中 MPV 环比增长了 15%。交叉型乘用车也是 8 月份汽车行业唯一环比销量下降的车型。

8 月份商用车销量同比增长 60%, 环比增长 10%。商用车中重卡(+72%)、中卡(+84%)和微卡(+104%)同比增速较高; 大中客、轻卡环比上升比较明显, 比 7 月份销量分别上升了 13%和 14%。由此可见, 前期销售相对低迷的车型 MPV、大中客、半挂牵引车等复苏势头迅猛, 汽车行业全面复苏迹象明显。

1-8 月交叉型乘用车和微卡销量累计同比分别增长了 68%和 74%, 在各车型中位居前列。大中客、轻客和重卡 1-8 月累计销量同比仍然是负增长。

图表 4 2009 年 8 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:	858278	551044	832596	90.2%	3.0%	36.8%
基本型乘用车(轿车)	629385	344606	601491	82.6%	4.6%	32.7%
多功能乘用车(MPV)	20207	13206	17603	53.0%	14.8%	0.7%
运动型多功能乘用车(SUV)	60463	134807	58405	72.5%	2.9%	25.1%
交叉型乘用车	148223	58425	155097	153.7%	-4.4%	67.3%
商用车:	280220	134998	252962	59.8%	10.3%	10.8%
大中型客车(含非完整车辆)	12002	8241	10664	45.6%	12.5%	-9.9%
轻型客车(含非完整车辆)	19679	15453	18007	27.3%	9.3%	-7.3%
重卡(含非完整车辆)	56871	33096	53688	71.8%	5.9%	-12.7%
中卡(含非完整车辆)	20109	10947	18067	83.8%	7.5%	15.7%
轻卡(含非完整车辆)	128873	86627	112422	48.7%	14.3%	12.9%
微卡(含非完整车辆)	42686	-19366	40114	103.8%	6.4%	73.9%
总计:	1138498	686042	1085558	81.7%	4.7%	29.2%

数据来源: CAAM

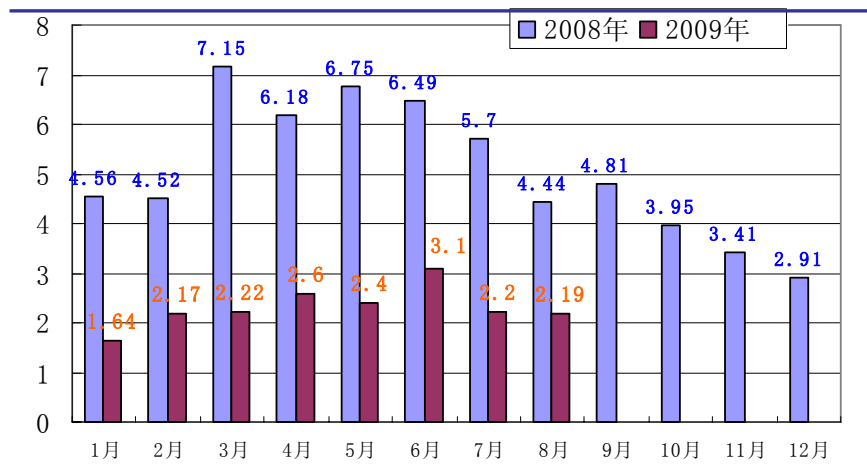
二、 进口占比较小，出口仍然低迷

受益于我国汽车行业的淡季旺销，我国 7 月进口汽车（含底盘）3.63 万辆，同比增长 3.22%，环比增长 26%。2009 年 1-7 月我国共进口汽车（含底盘）18.22 万辆，同比下降 27%。前 7 个月进口汽车中，越野车占 55%、轿车占 36%，其他占 9%；可见我国进口车大部分属于中高级乘用车。前 7 个月我国进口汽车占我国汽车销量不足 3%，进口车以乘用车为主，占乘用车销量比重相对较高，但也只有 3%；进口车对我国汽车行业影响较小。因此 9 月 13 日，商务部对原产于美国的部分进口汽车产品启动反倾销和反补贴立案审查程序对我国汽车行业影响也很小。

2009 年 8 月，我国共出口汽车 2.19 万辆，同比下降 51%，环比下降 2%；7 月和 8 月行业出口环比均略有下滑。出口车型结构来看，8 月份乘用车出口 9868 辆，占总出口量的 45%；乘用车出口 12046 辆，占出口量的 55%。2009 年 1-8 月，我国共出口汽车 18.67 万辆，同比下降 59%；也就是说今年前 8 个月我国汽车出口量不足去年同期的一半。

零部件方面，7 月份车零件、附件和车身出口金额环比增长了 12%，但同比仍下降 27%；汽车和摩托车轮胎出口金额环比增长了 14%，同比下降 4%。从我国汽车行业产品出口竞争力以及目前行业出口占比考虑，出口恢复对整车企业影响较小，对部分零部件公司影响相对大一些；整车企业中，商用车企业比乘用车企业受出口影响更大一些。

图表 5 我国汽车整车月度出口量

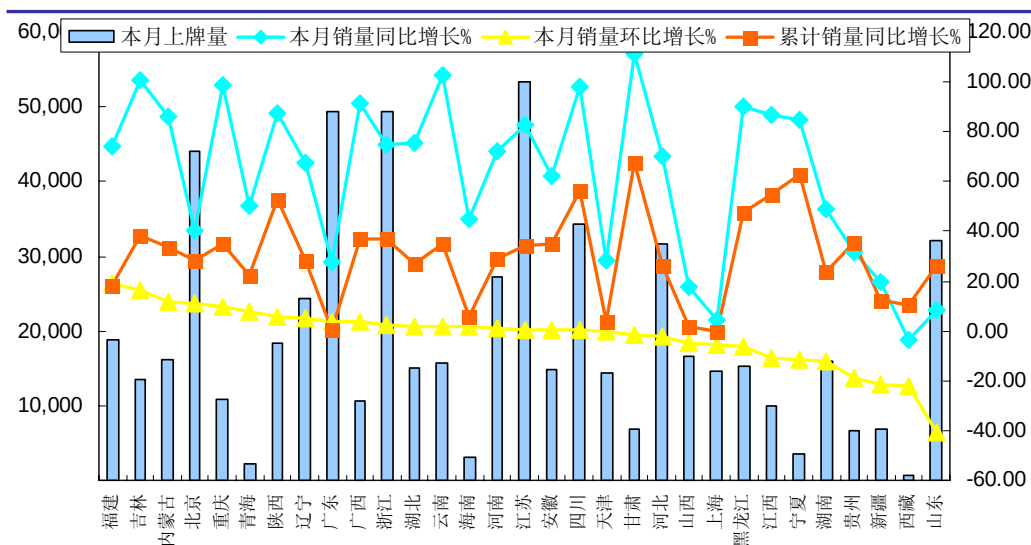


数据来源：CAAM

三、 经济发达省市上牌量环比增长居前

7 月份上牌量环比增长居前的有福建、吉林、内蒙古、北京等，广东、浙江和江苏上牌量环比也都实现正增长。年初出现的中西部省市上牌量增速大幅高于沿海省市的局面仍在延续，但二者差距呈收窄趋势；我们认为这与目前沿海省市经济开始有所好转有关，未来一段时间长三角和珠三角上牌量环比仍将好于全国整体。

图表 6 7 月份各省市上牌情况



数据来源：CAAM

四、 三季报值得期待

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 1-7 月营业收入完成 7625.9 亿元，同比 6%；利润总额为 537.6 亿元，同比增长 8.8%，改变了前 6 个月的负增长局面；工业增加值为 1541.9 亿元，同比增长 15.3 %。

图表 7 我国汽车销量和 19 家重点企业经济效益指标对比

	1-3 月	同比	1-4 月	同比	1-5 月	同比	1-6 月	同比	1-7 月	同比
行业销量（万辆）	267.9	3.9%	383.2	9.4%	495.7	14.3%	609.9	17.7%	718.4	23.4%
营业收入（亿元）	2685.9	-14.2%	3893.3	-10.7%	5084.5	-2.3%	6323.8	1.0%	7625.9	6.0%
营业成本（亿元）	2331.8	-10.5%	3341.5	-8.4%	4342.4	0.6%	5190	4.5%	6459.9	7.9%
利润总额（亿元）	107.9	-48.4%	200.6	-28.0%	309.4	-11.0%	421.9	-1.4%	537.6	8.8%
工业增加值（亿元）	560.0	-8.9%	808.1	-6.5%	1029.2		1259.3	0.1%	1541.9	7.6%
毛利率	13.2%		14.2%		14.6%		17.9%		15.3%	

数据来源：CAAM

单月来看，7 月份销量比 6 月份略降 5%，营业收入比 6 月份下降 4.4%，但利润总额环比增长 2.8%；这反应了汽车行业销量结构正在好转，毛利率高的车型占比上升。8 月销量比 7 月更好，9 月行业销量目前来看有再创新高的可能；据此我们判断 7~9 月行业月度利润均将超过 6 月，行业三季度单季利润再创新高没有悬念。从上市公司公布的销量数据来看，三季度淡季不淡，三季报仍将带来惊喜。

图表 8 汽车行业季度销量和 19 家重点企业月度财务指标

	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月
行业销量（万辆）	111.54	115.29	112.49	114.2	108.52
营业收入（亿元）	1140.9	1207.4	1191.2	1299.3	1242.1
营业成本（亿元）	979.8	1009.7	1000.9	1081	1036.5
利润总额（亿元）	62.7	92.7	108.8	112.5	115.7

毛利率 14.1% 16.4% 16.0% 16.8% 16.6%

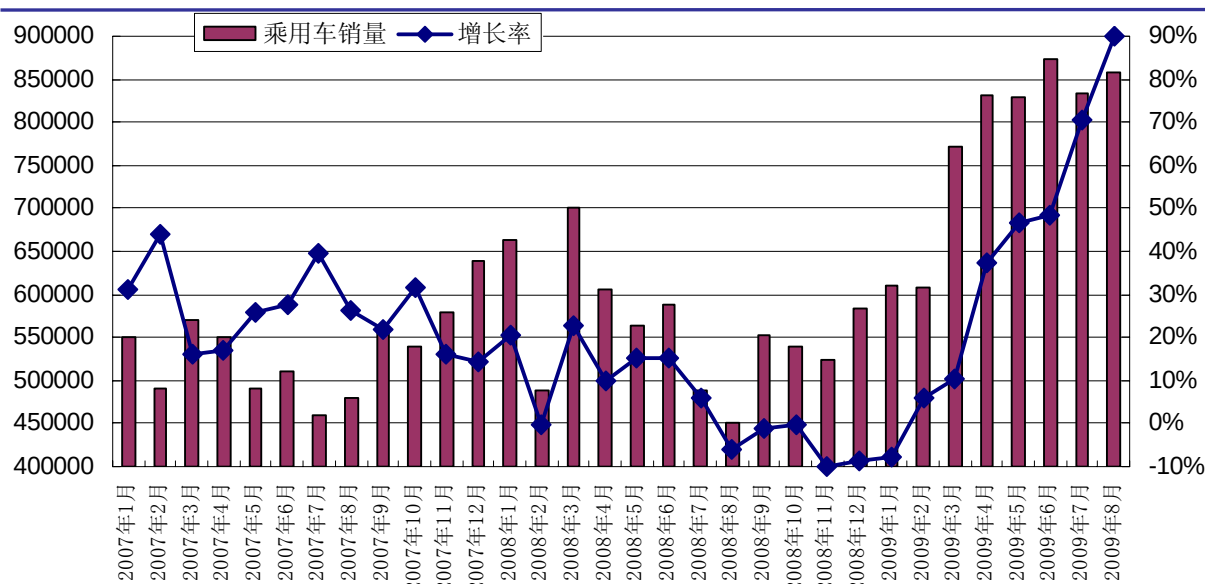
数据来源：CAAM

五、 乘用车销量仍在高位

2009年8月，我国乘用车销售85.75万辆，同比增长97%，环比增长1%；其中，1.6L及以下排量乘用车销售58.14万辆，同比增长115%，环比增长3%；1.6L以上排量乘用车销售27.69万辆，同比增长53%，环比增长4%。1.6L以上排量乘用车表现好于1.6L及以下排量乘用车，乘用车销量结构上移。值得注意的是8月份MPV销量环比增长了15%，江淮瑞风、别克GL8销量环比分别增长20%和17%；我们认为这与我国经济整体好转有关，未来几个月这一趋势还将延续，建议关注江淮汽车。

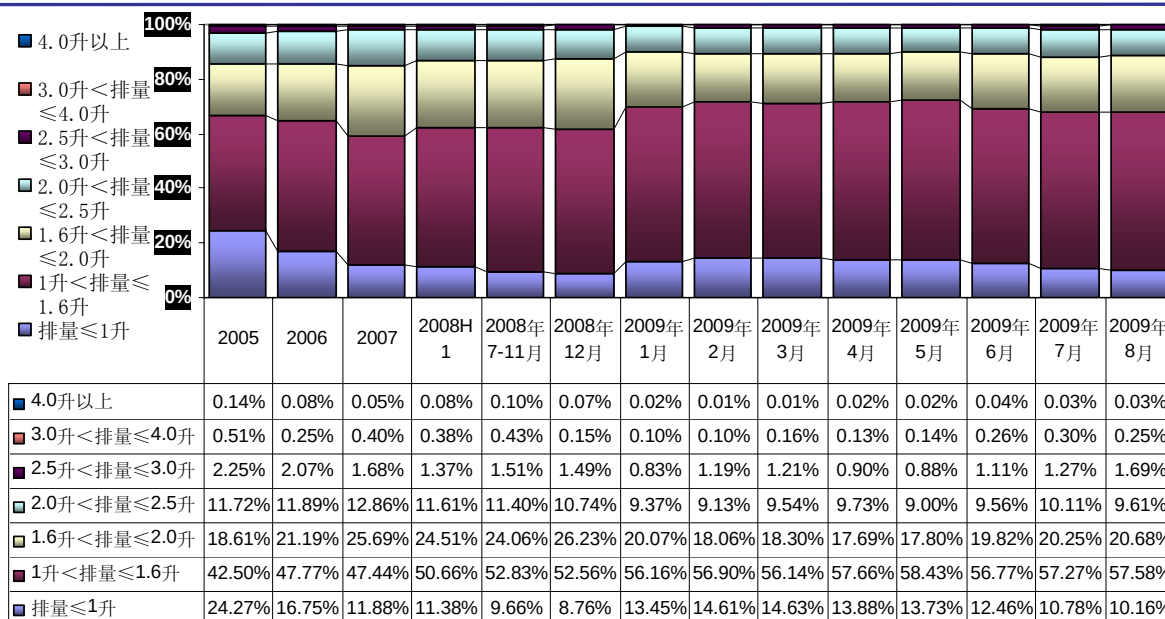
2009年1-8月，我国销售乘用车622.64万辆，同比增长37%。其中1.6L及以下排量乘用车销售435.08万辆，同比增长56%；1.6L及以上排量乘用车销售186.32万辆，同比增长6%。目前交叉型乘用车环比已经出现下降，考虑到季节效应，我们认为交叉型乘用车未来几个月这种环比下降趋势仍将延续；因此1.6L及以下排量乘用车占比将会下降。

图表 9 我国乘用车月度销量和增长率



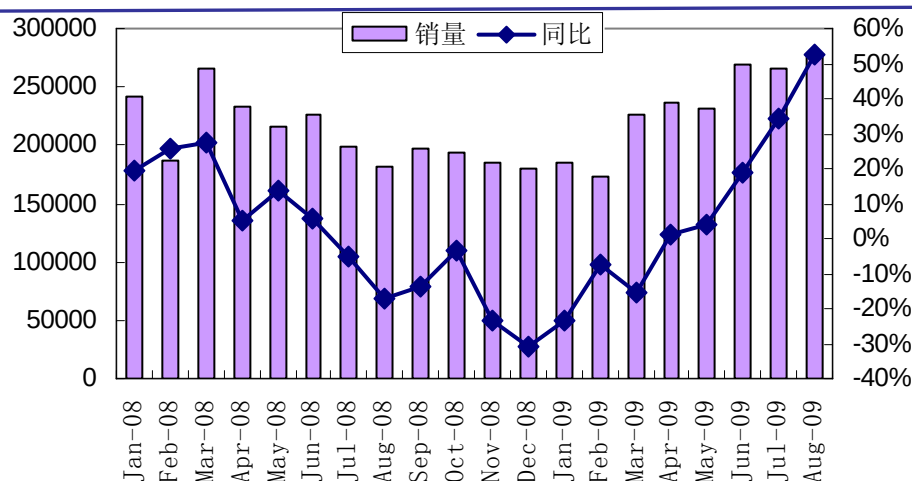
数据来源：CAAM

图表 10 我国乘用车分排量销量占比



数据来源：CAAM

图表 11 我国 1.6L 以上排量乘用车月度销量和增长率



数据来源：CAAM

8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、比亚迪、东风日产、奇瑞、长安福特和广汽本田。8月上述十家企业共销售 42.63 万辆，占轿车销售总量的 68%。1-8 月，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、比亚迪、奇瑞、广汽本田、一汽丰田和长安福特。1-8 月上述十家企业共销售 292.51 万辆，占轿车销售总量的 65%。从销量结构上移和新车投放刺激因素来判断，未来几个月上海通用、北京现代、一汽大众等企业销量将会好于整个行业，建议投资者关注上海汽车。

图表 12 轿车前十家生产企业销量排名(单位：辆、%)

当月排名	企业名称	7 月销量	占有率	累计排名	企业名称	累计销量 (1-7 月)	占有率
1	上海大众	60775	10.10	1	上海大众	367006	9.54

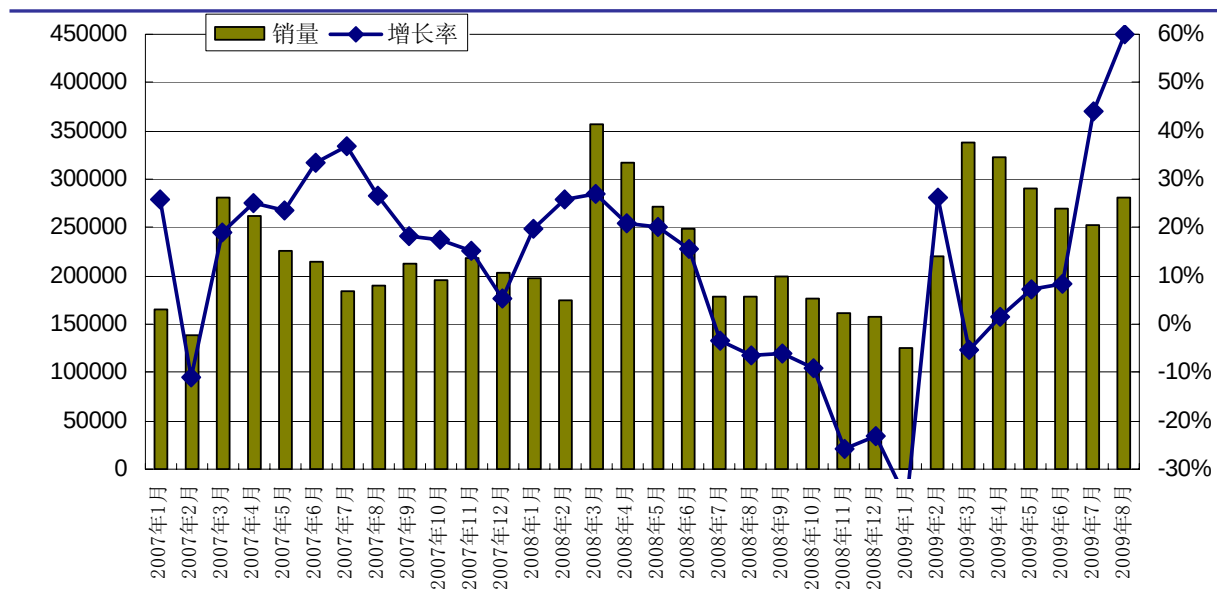
2	上海通用	51646	8.59	2	一汽大众	355558	9.25
3	一汽大众	51141	8.50	3	上海通用	316473	8.23
4	东风日产	47606	7.91	4	北京现代	275139	7.15
5	北京现代	39532	6.57	5	东风日产	246021	6.40
6	广州本田	32133	5.34	6	比亚迪	208490	5.42
7	一汽丰田	31981	5.32	7	奇瑞	207728	5.40
8	比亚迪	31676	5.27	8	广州本田	183152	4.76
9	奇瑞	27709	4.61	9	一汽丰田	174398	4.54
10	长安福特	26450	4.40	10	吉利	169170	4.40
前十家企业销量合计		400649	66.61	前十家企业销量合计		2503145	65.09

数据来源：CAAM

六、商用车仍处于上升通道

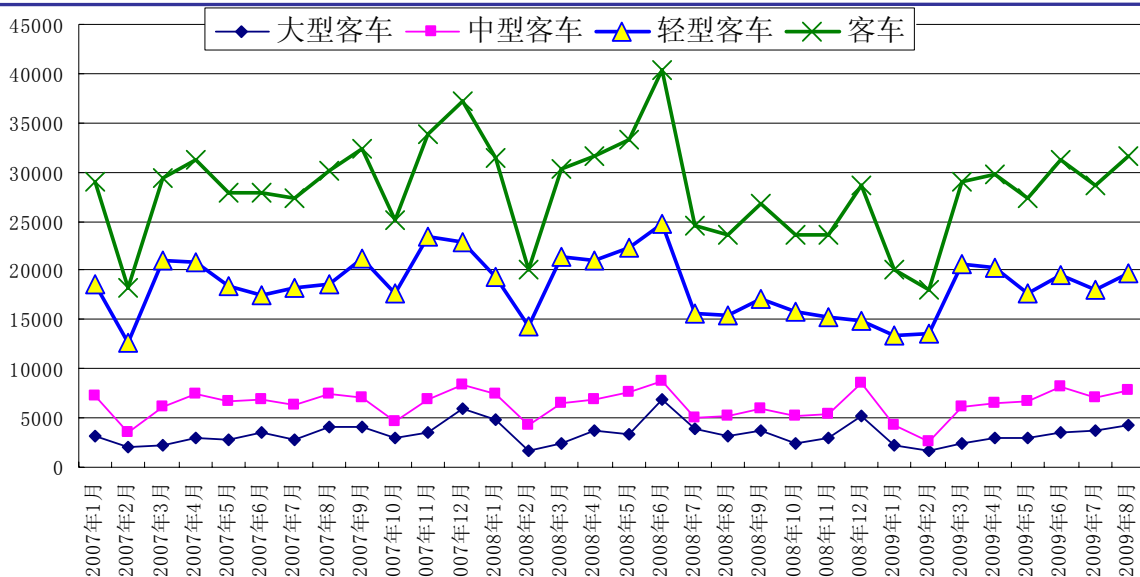
2009年8月，我国商用车共销售28.02万辆，同比增长60%，环比增长10%；2009年1-8月，我国商用车销售210.49万辆，同比增长11%。分车型来看，轻卡、半挂牵引车、大客销量环比上升均超过10%。

图表 13 我国商用车月度销量和增长率



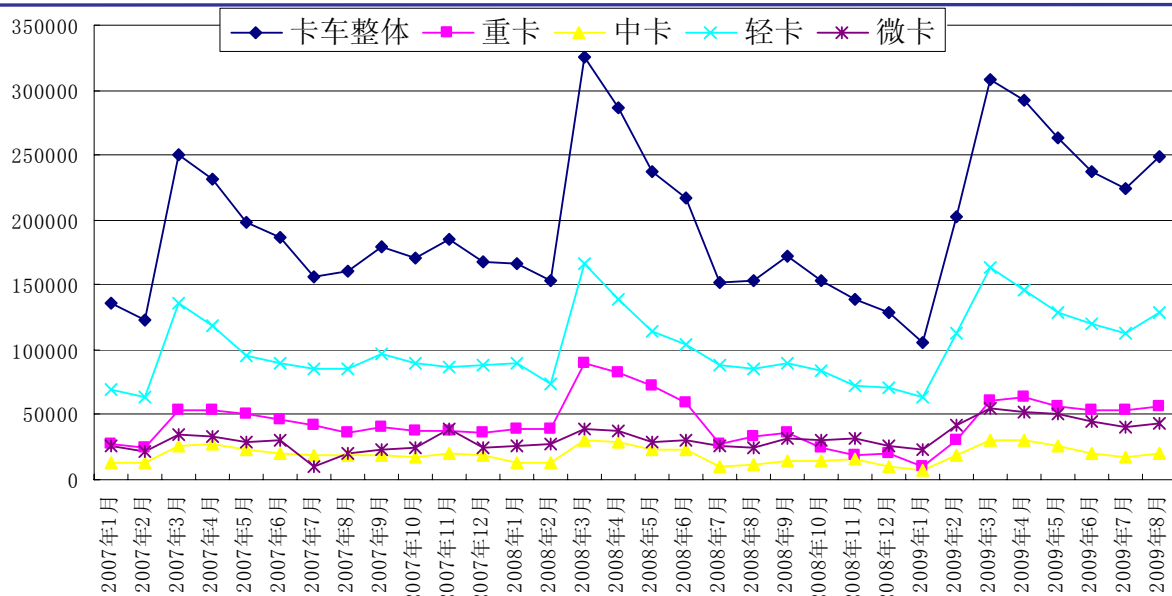
数据来源：CAAM

图表 14 我国客车产品月度销量



数据来源: CAAM

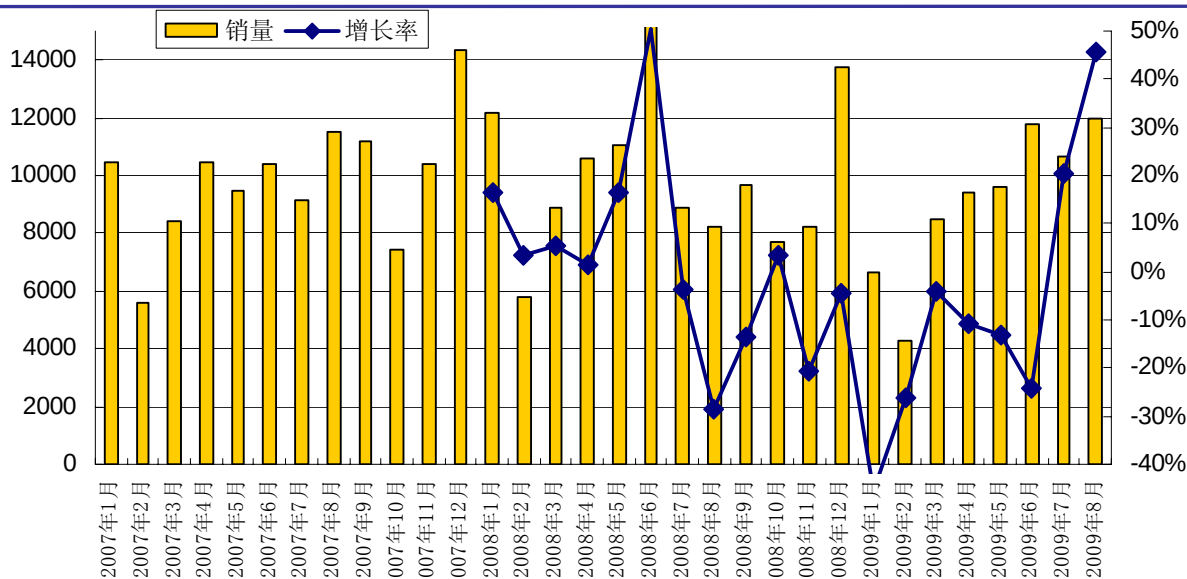
图表 15 我国货车产品月度销量



数据来源: CAAM

8月份我国大客销售4229辆,同比增长37%,环比增长16%;中客销售7773辆,同比增长51%,环比增长11%。由于十一长假将至,9月中大客销量环比将继续增长。我们认为大中客行业的拐点在7月份已经出现,下半年至明年将处于上升通道;推荐大中客龙头宇通客车。

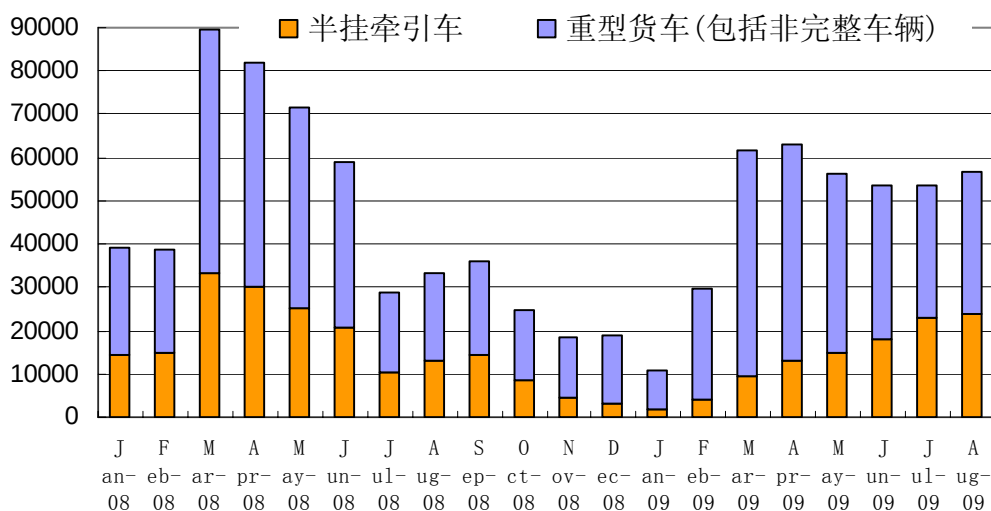
图表 16 我大中客行业月度销量和增长率



数据来源：CAAM

重卡包括半挂牵引车和重型货车两大类，公路运输车包括半挂牵引车和部分重型货车。从月度销量来看，半挂牵引车今年以来环比一直在上升，目前已经接近去年6月份的销量水平。我们预计重卡行业半挂牵引车下半年销量表现将明显好于重型货车，我们推荐半挂牵引车占比较大的福田汽车。

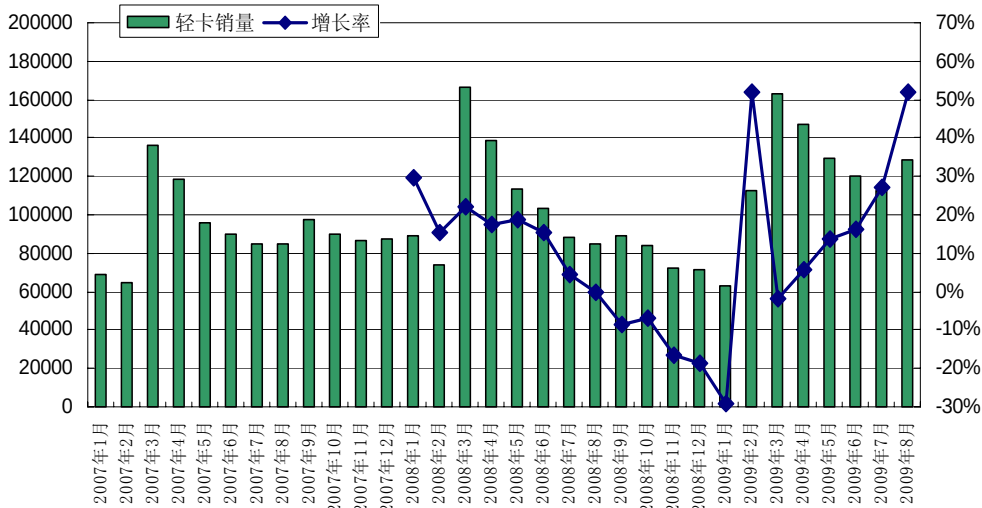
图表 17 2008 年以来重卡分车型月销量



数据来源：CAAM

汽车下乡轻卡换购政策于3月开始实施，由于换购门槛较高效果不佳；6月份国家将轻卡换购改为直补，但大部分省份补贴资金在7~8月才能到位。因此汽车下乡直补政策于8月开始发力。我们预计政策刺激下后续几个月轻卡销量仍有继续上升的可能，建议关注轻卡龙头企业福田汽车、江淮汽车。

图表 18 2008 年以来重卡分车型月销量



数据来源：CAAM

七、 维持行业“推荐”评级

目前乘用车销量仍在高位，9 月份和四季度有继续冲高的可能；商用车的轻卡在汽车下乡轻卡直补政策刺激下，往年的季节效应今年四季度将会得到对冲；半挂牵引车和大中客仍处于上升通道中。无论乘用车还是商用车，销量结构下半年都在上移，和上半年的增量不增收相比，下半年行业是增量也增收。我们维持对行业的“增持”评级，重点推荐福田汽车、宇通客车，建议关注上海汽车、江淮汽车。

福田汽车（600166）：推荐

公司是我国商用车龙头企业之一，主要产品包括轻卡、中重卡、客车等；目前轻卡和中重卡是公司的主要利润来源。公司轻卡以低端为主，多年来销量一直位列行业第一。上半年公司轻卡产品呈现量利齐增局面，销量同比增长 18.7%，毛利率比去年同期提高了 2.06 个百分点。下半年汽车下乡的轻卡直补政策将发力，这将对冲往年轻卡销售的季节效应；我们预计公司下半年轻卡销量将会和上半年持平。公司中重卡上半年销量表现好于行业。下半年公路运输车开始复苏；由于公司重卡中半挂牵引车占比明显高于行业，因此公司将会受益更大。我们预计下半年和明年公司中重卡收入和毛利都将会增长。

福田康明斯主要产品是 2.8 和 3.8 升轻型柴油发动机；其产品计划是 1/3 给福田轻卡欧马可和部分奥铃配套，1/3 配套国内其他厂商；1/3 出口海外。我们认为福田康明斯不仅能提高公司高端轻卡产品的竞争力，同时具有良好的国际化前景，未来将是公司新的盈利点。我们预计公司 2009、2010 和 2011 年分别可实现每股收益 0.96、0.98 和 1.15 元，对应目前 14.96 元的股价，PE 分别为 15.6、15.2 和 13.0 倍，在业内处于低端。作为商用车龙头企业之一，公司具有很好的国际化前景，我们认为可以给予公司 2009 年每股收益 20 倍市盈率，得到目标价 19.2，给予“推荐”评级。

宇通客车（600066）：推荐

2006 年以来公司的客车市场份额稳步上升，2009 年 1-7 月较 2008 年仍然上升了 0.54 个百分点。从公司目前的订单情况来看，8 月份淡季不淡，9 月份旺季更旺。我们预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年销量分别同比增长 0.2%、19.9%和 19.0%。预计公司未来三年毛利率维持在 16%左右；公司成本控制项目将会使公司期间费用率仍有下降空间，预计公司 2009 年、2010 年和 2011 年期间费用率分别为 9.8%、9.5%和 9.5%。公司目前每股持有现金和交易性金融资产 2.91 元；每股持有中国平安和中国人寿金融股权 0.87 元，每股已实现浮赢 0.19 元。我们预计公司 2009、2010 和 2011 年将分别实现每股收益 0.86、1.06 和 1.32 元，对应目前 12.37 元的股价，PE 分别为 14.4、11.6 和 9.4 倍，在业内处于低端。公司目前 PB 为 3.69，和公司历史 PB 比较仍处于低位。我们认为作为大中型客车龙头企业，可以给予公司 2009 年每股收益 20 倍市盈率，得到目标价 17.2，给予“买入”评级。股价，市盈率分别为 14、14 和 12 倍，给予“推荐”评级。

图表 19 整车企业发布的月度销量数据整理

公司	产品/分部	8 月销量	同比	1-8 月销量	同比
宇通客车	大型客车	838	42.8%	5,950	-24.9%
	中型客车	1,224	119.4%	7,326	-11.7%
	轻型客车	388	12.1%	2,188	-3.1%
	客车合计	2,450	64.1%	15,464	-16.3%
中国重汽	重卡	5,903	-10.3%	54,001	-16.0%
江铃汽车	福特品牌商用车	2,859	45.9%	20,181	4.7%
	JMC 品牌卡车	3,047	-0.6%	29,565	4.9%
	JMC 品牌皮卡及 SUV	2,321	6.7%	21,637	4.3%
	合计	8,227	14.3%	71,383	4.6%
福田汽车	中重卡（含非完整车辆）	9126	97.1%	49,896	4.9%
	轻卡（含微卡）	43,100	78.5%	318,337	27.9%
	轻客	1,872	85.5%	14,051	41.2%
	大中客（含非完整车辆）	299	38.4%	1,821	9.6%
	其他（SUV、蒙派克、迷迪）	1,346	419.7%	7,642	165.4%
	合计	55,743	84.3%	391,747	26.0%
江淮汽车	轿车	5,267	2023.8%	39,024	435.0%
	MPV	4,127	77.3%	29,434	17.9%
	SRV	843	29.7%	6,878	-13.2%
	轻卡	14,424	108.5%	104,440	19.9%
	重卡	1,162	89.3%	7,816	-11.6%
	底盘	1,979	51.1%	11,443	-29.5%
	合计	27,802	130.4%	199,035	30.6%
	发动机	7,469	43.3%	50,118	1.2%
长安汽车	重庆长安（本部）	28,939	225.7%	253,343	75.9%
	河北长安	24,502	213.9%	168,430	50.5%
	南京长安	1,603	0.4%	87,111	185.5%
	长安福特马自达	28,594	131.2%	195,896	35.5%
	重庆长安铃木	11,733	35.2%	92,499	2.3%
	江铃控股有限公司	8,450	10.7%	74,624	0.3%
	合计	103,821	121.0%	871,903	46.3%
上海	汽车合计			1684141	

汽车	乘用车			948129	
	乘用车分公司			56331	
	上海大众			441510	
	上海通用			408646	
	上汽通用五菱 spark			41642	
	商用车			736012	
	微型车			660968	
	轻型客车			17324	
	跃进轻卡			41443	
	大中型客车			1547	
	载重车			14730	

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。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

—报告发布日后的6个月内的公司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

买入：相对强于市场表现15%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~15%；

观望：市场表现在-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

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。