

汪刘胜  
0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
范玉琢  
0755-83734407  
fanyz@cmschina.com.cn

2009年10月22日

## 持有乘用车、重卡机会显现

### 汽车行业2009年四季度投资策略

工业

汽车

推荐(维持)

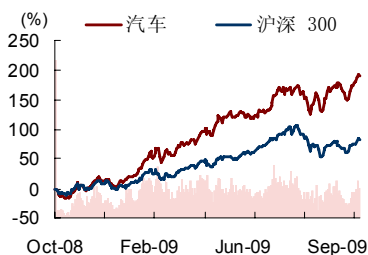
上证指数 3071

#### 行业规模

|          |      | 占比% |
|----------|------|-----|
| 股票家数(只)  | 75   | 4.7 |
| 总市值(亿元)  | 5551 | 2.5 |
| 流通市值(亿元) | 3293 | 2.8 |

#### 行业指数

| %    | 1m   | 6m   | 12m   |
|------|------|------|-------|
| 绝对表现 | 3.6  | 43.9 | 185.3 |
| 相对表现 | -1.4 | 17.9 | 106.3 |



#### 相关报告

- 1、《2009年汽车行业投资策略报告》2008/12/17
- 2、《2008年汽车行业投资策略报告》2008/1/9
- 3、《2007年四季度汽车行业投资报告》2007/10/12
- 4、《2007年中期汽车行业策略报告》2007/6/25
- 5、《上海汽车(600104) - 最优秀的国际化本土汽车企业》2007/6/18
- 6、《一汽轿车(000800) - 自主品牌将成为未来利润增长点》2007/3/2
- 7、《从产业发展现状, 寻找综合实力较强企业》2007/1/22

本文细化了乘用车行业“四位一体”分析框架, 并回顾了中国乘用车消费市场发展历程, 总结了各个阶段的特点。我们认为国家促内需、保增长的政策目标不会发生改变。乘用车良好销售趋势在2009年四季度仍可延续; 重卡行业复苏明显, 存在较好投资机会。

- **乘用车四季度增长确定, 未来仍将增长。**中国汽车消费市场发展至今过程中, 购买力不断增强、同时保有量水平较低, 但仍出现了增长幅度的剧烈波动, 经历了两轮汽车消费浪潮后, 我们得到如下启示:
  - **消费浪潮均始于经济复苏、结束于宏观调控。**前两次消费浪潮均伴随于宏观经济均呈现高增长、低通胀局面, 当宏观经济过热时, 通胀开始出现, 宏观调控的政策措施开始出台, 汽车消费迅速下滑, 消费浪潮结束;
  - **本轮消费浪潮具有持续性。**目前宏观经济仍处于上升周期, 短期内不会出现过热及通货膨胀局面, 经济政策依然是扩大内需促增长; 三、四线城市汽车消费的兴起使得梯次消费结构得到加强, 使得本轮汽车消费浪潮基础更加牢固, 乘用车消费仍可持续看好。
- **重卡未来增长确定, 具有较好投资机会。**固定资产投资高增长将使工程类重卡需求得到保证, 而物流市场复苏带动货运重卡及半挂牵引车销量迅速回升, 重卡行业复苏明显, 行业竞争态势稳定将使龙头公司充分受益。同时, 我们认为固定资产投资在未来一年之内, 依然维持在高位, 将有效带动重卡销量的持续好转。
- **投资策略与风险提示。**乘用车公司可继续持有, 首推龙头企业上海汽车和一汽轿车; 重卡行业投资机会显现, 我们推荐估值水平较低的潍柴动力和威孚高科, 关注轻卡受益企业江淮汽车及福田汽车; 零部件板块中一汽富维和华域汽车业绩确定性较强, 估值水平较低, 长期看好福耀玻璃以及中鼎股份。主要风险在于原材料价格的大幅上涨以及可能的价格战带来利润的下降。

#### 重点公司主要财务指标

|      | 股价    | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 09PE | 10PE | PB  | 评级     |
|------|-------|-------|-------|-------|------|------|-----|--------|
| 一汽轿车 | 18.60 | 0.67  | 0.81  | 1.11  | 23   | 17   | 4.6 | 强烈推荐 A |
| 一汽富维 | 18.45 | 0.90  | 1.16  | 1.33  | 16   | 14   | 2.8 | 审慎推荐 A |
| 星马汽车 | 8.83  | 0.12  | 0.40  | 0.53  | 22   | 17   | 3.3 | 审慎推荐 A |
| 上海汽车 | 21.21 | 0.08  | 0.92  | 1.24  | 23   | 17   | 3.7 | 审慎推荐 A |
| 华域汽车 | 9.04  | -0.02 | 0.58  | 0.67  | 16   | 13   | 2.0 | 审慎推荐 A |
| 宇通客车 | 16.21 | 1.02  | 0.81  | 1.03  | 20   | 16   | 4.8 | 审慎推荐 A |
| 江铃汽车 | 20.29 | 0.91  | 1.10  | 1.28  | 18   | 16   | 4.1 | 审慎推荐 A |
| 中国重汽 | 26.83 | 1.13  | 1.09  | 1.31  | 25   | 20   | 4.2 | 审慎推荐 A |
| 潍柴动力 | 57.70 | 2.32  | 3.94  | 4.25  | 15   | 14   | 5.2 | 强烈推荐 A |
| 福耀玻璃 | 11.17 | 0.12  | 0.43  | 0.72  | 26   | 16   | 6.4 | 审慎推荐 A |

资料来源: 招商证券

## 正文目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 一、轿车消费市场回顾.....                        | 4  |
| 1、“四位一体”的乘用车消费分析框架 .....               | 4  |
| 2、第一次和第二次消费浪潮的兴起和结束 .....              | 5  |
| (1) 2000-2003 年：轿车进入家庭消费 .....         | 6  |
| (2) 2004 年-2005 年上半年：增速下滑 .....        | 8  |
| (3) 2005 年下半年-2008 年上半年：黄金排量开始发力 ..... | 11 |
| (4) 2008 年下半年-2009 年初：金融危机短期冲击 .....   | 13 |
| 3、2009 年以来的消费浪潮能持续多久 .....             | 14 |
| (1) 前两次汽车消费浪潮的启示 .....                 | 14 |
| (2) 本轮汽车消费的特点 .....                    | 14 |
| (3) 汽车消费未来判断 .....                     | 17 |
| 二、重卡行业存在投资机会 .....                     | 18 |
| 三、轻卡市场 2010 年景气将下降 .....               | 21 |
| 四、微车市场—预计 2010 年景气回落 .....             | 22 |
| 五、客车行业—投资机会尚需等待 .....                  | 23 |
| 六、投资策略与公司选择 .....                      | 24 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 1：乘用车消费分析框架 .....                  | 4  |
| 图 2：轿车年度销量统计 .....                   | 5  |
| 图 3：宏观经济数据统计 .....                   | 5  |
| 图 4：全国私人载客汽车保有量统计 .....              | 6  |
| 图 5：北京私人载客汽车保有量统计 .....              | 6  |
| 图 6：广东私人载客汽车保有量统计 .....              | 6  |
| 图 7：2001-2003 年合资品牌厂商销量统计 .....      | 7  |
| 图 8：2001-2003 年自主厂商销量统计 .....        | 7  |
| 图 9：2003-2005 年轿车月度销量统计 .....        | 8  |
| 图 10：2003-2005 年分地区载客汽车新车上牌量统计 ..... | 8  |
| 图 11：轿车产能利用率统计 .....                 | 9  |
| 图 12：轿车价格指数统计（每年年初值=100） .....       | 9  |
| 图 13：2004-2005 年合资品牌厂商销量统计 .....     | 10 |
| 图 14：2004-2005 年自主厂商销量统计 .....       | 10 |
| 图 15：2006-2008 年轿车月度销量统计 .....       | 11 |
| 图 16：2005-2008 年乘用车排量结构变化 .....      | 11 |
| 图 17：2006-2008 年合资品牌厂商销量统计 .....     | 12 |
| 图 18：2006-2008 年自主厂商销量统计 .....       | 12 |
| 图 19：消费者信心下降较快 .....                 | 13 |
| 图 20：汽车行业单月毛利率 .....                 | 13 |
| 图 21：CPI 与轿车月度销量增速 .....             | 14 |
| 图 22：轿车月度销量统计 .....                  | 14 |
| 图 23：轿车排量结构统计 .....                  | 15 |
| 图 24：轿车国系份额统计 .....                  | 15 |
| 图 25：轿车价格统计 .....                    | 16 |
| 图 26：保有量与销量增速 .....                  | 16 |
| 图 27：分城市销量统计 .....                   | 17 |
| 图 28：重卡销量同比增长状况 .....                | 18 |
| 图 29：重卡整车及底盘销量统计 .....               | 18 |

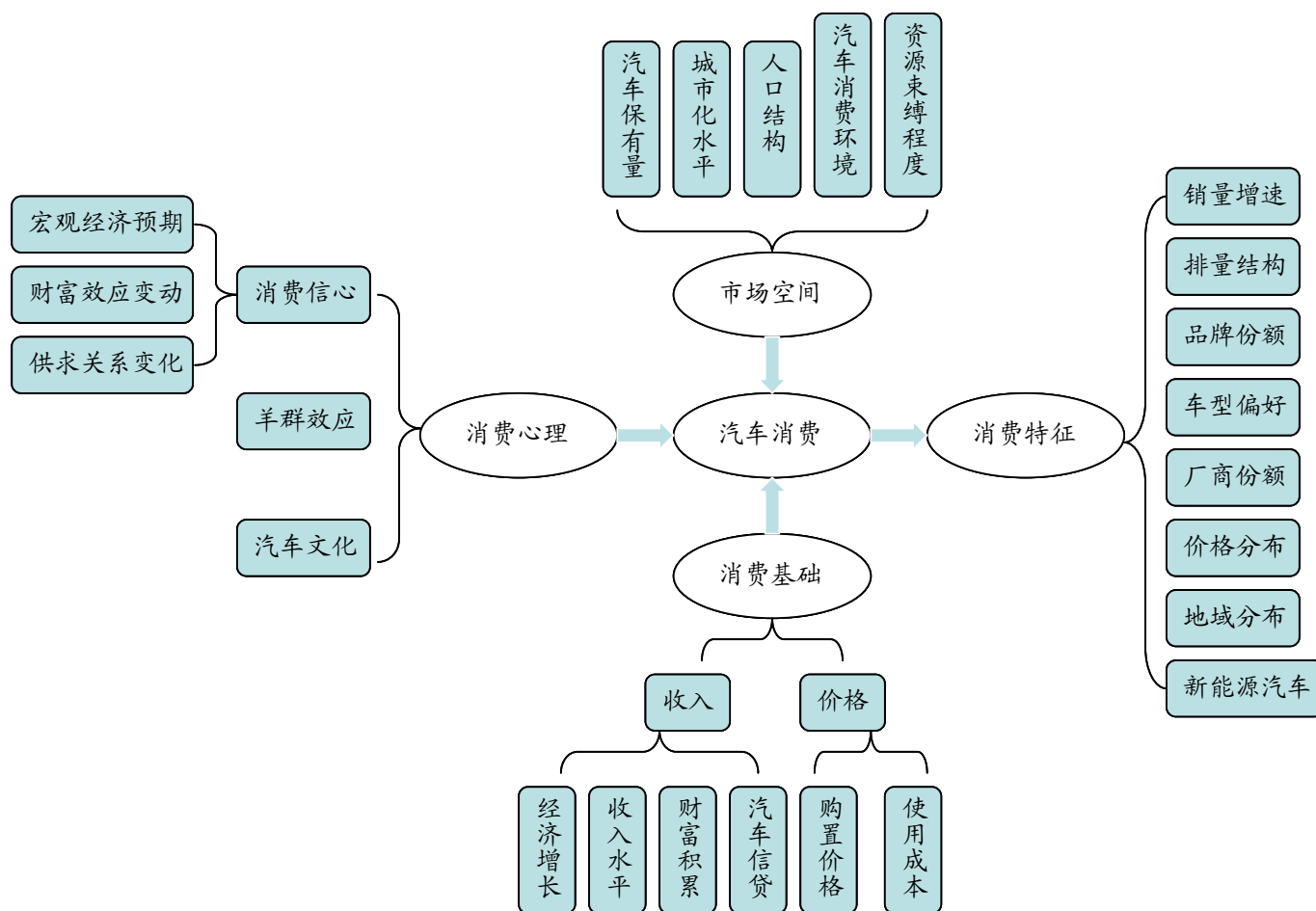
|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图 30: 半挂牵引车销量统计 .....                | 18 |
| 图 31: 宏观经济状况 .....                   | 19 |
| 图 32: 主要港口月度集装箱吞吐量 .....             | 19 |
| 图 33: 重卡出口销量统计 .....                 | 19 |
| 图 34: 重卡出口金额统计 .....                 | 19 |
| 图 35: 重卡市场份额状况 .....                 | 20 |
| 图 36: 重卡月度市场份额状况 .....               | 20 |
| 图 37: 轻卡月度销量统计 .....                 | 21 |
| 图 38: 轻卡市场份额 .....                   | 21 |
| 图 39: 微客销量统计 .....                   | 22 |
| 图 40: 微卡销量统计 .....                   | 22 |
| 图 41: 微客市场份额统计 .....                 | 22 |
| 图 42: 大客月度销量统计 .....                 | 23 |
| 图 43: 中客月度销量统计 .....                 | 23 |
| 图 44: 大客 (座位 ≥ 30) 出口销量统计 .....      | 23 |
| 图 45: 中客 (10 ≤ 座位 ≤ 29) 出口销量统计 ..... | 23 |

## 一、轿车消费市场回顾

### 1、“四位一体”的乘用车消费分析框架

- 1) 汽车消费基础不断夯实。**如同其他消费品一样，汽车的消费基础由收入 and 价格共同决定，其中目前中国购车主要靠财富积累，未来汽车信贷发展空间巨大，将是汽车消费重要推手；价格包括购置价格（车价、税费）和使用成本（油费、停车费、保养费）。
- 2) 市场空间依然广阔。**在《汽车行业 2009 年投资策略》中我们提出了乘用车消费的“梯次转移”趋势，就是基于决定市场空间的五大因素分析得来，我们认为未来中国乘用车市场空间依然广阔。
- 3) 消费心理变化是导致轿车销量波动的最大因素。**我们认为 2000 年以来乘用车消费经历了几个波动，其最大因素就是消费心理变化；其中宏观经济预期和财富效应变动对消费信心的影响不难理解，而供求关系变化对汽车消费周期有自增强效应，即消费者“买涨不买跌”；羊群效应在汽车普及初期明显显现，而汽车文化则是影响长期消费心理。
- 4) 不同阶段消费特征差别较大。**在此分析框架中，我们将主要对汽车消费八大特征进行跟踪和分析，是投资标的选择的基础。

图1：乘用车消费分析框架



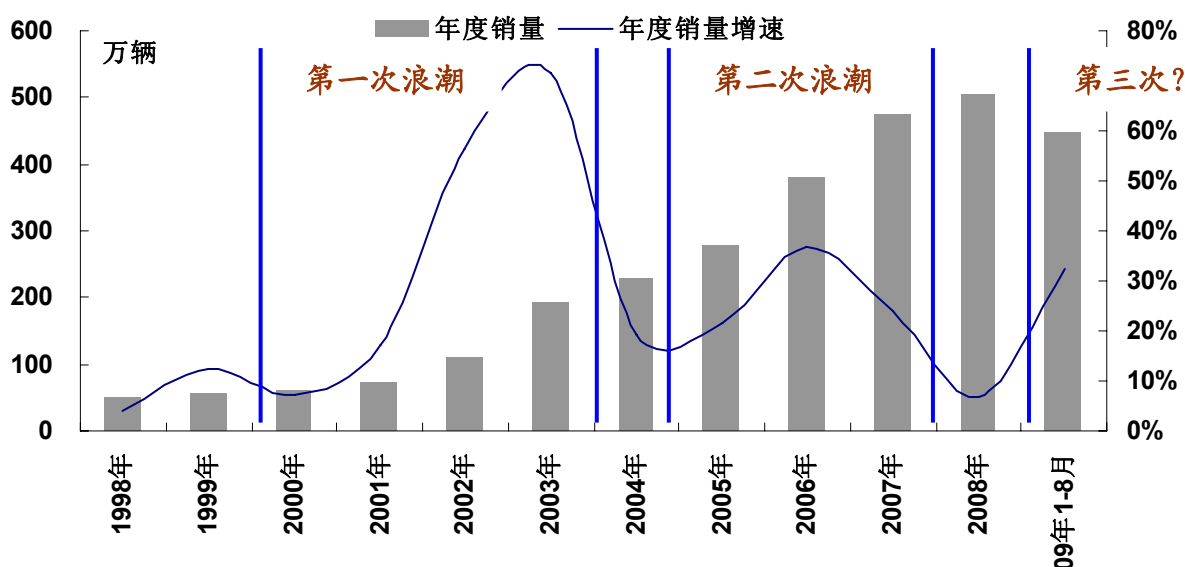
资料来源：招商证券

## 2、第一次和第二次消费浪潮的兴起和结束

我国轿车消费市场已经经历了两次消费浪潮。伴随着宏观经济的发展，从中国轿车消费市场发展过程来看，可以大体划分为几个阶段：

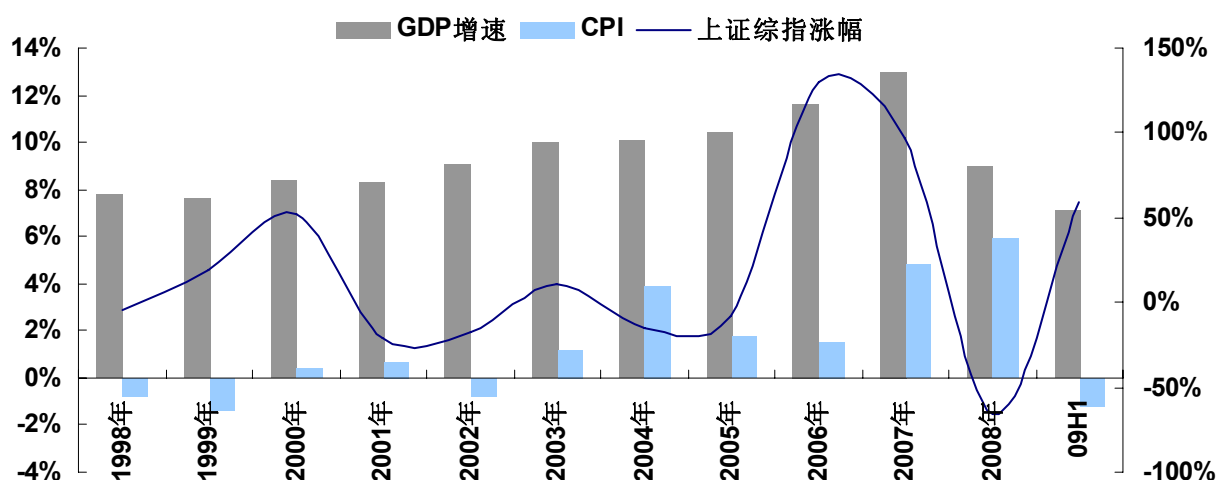
- 2000 年以前，轿车消费以政府和商务用车为主，销量处于缓慢增长阶段；
- 2000 年—2003 年，轿车消费开始步入家庭，开始经历第一轮消费浪潮；
- 2004 年—2005 年上半年，受宏观经济调控影响，轿车消费增速下滑，进入低谷；
- 2005 年下半年—2008 年上半年，轿车消费经历第二轮消费浪潮；
- 2008 年下半年—2009 年初，受金融危机影响，轿车消费再次跌入低潮；
- 2009 年初至今，轿车消费迅速好转。

图2：轿车年度销量统计



资料来源：招商证券，CAAM

图3：宏观经济数据统计



资料来源：招商证券，CEIC

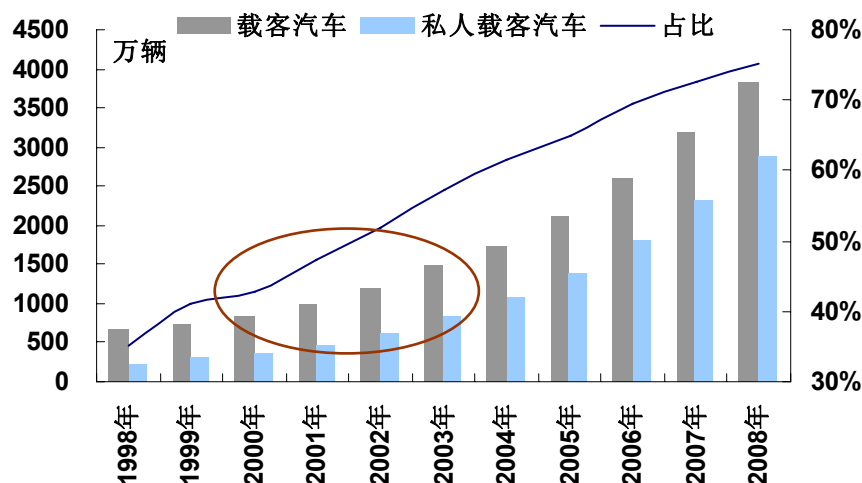
## (1) 2000-2003 年：轿车进入家庭消费

关键词：汽车消费环境、一线城市、进入家庭、自主品牌、价格下降

政府政策暖风袭来，汽车消费环境大为改善。在 2000 年的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十个五年计划建议》和 2001 年的《国民经济和社会发展十五规划纲要》中均提出“轿车进入家庭”，彰显了政府层面鼓励轿车消费的动机；与此同时，各类配套政策陆续出台，如《汽车产业发展政策》、《汽车金融机构管理办法》、《个人汽车贷款管理办法》和《汽车品牌销售管理实施办法》等，各地方政府纷纷取消了一些阻碍汽车消费的不合理规定。

车价松动，轿车消费开始步入家庭。随着自主品牌汽车的出现，一批低端车型的集中投放，整个轿车价格体系被迅速拉低，轿车消费开始能够被家庭所承受，私人汽车保有量占比开始明显提高。

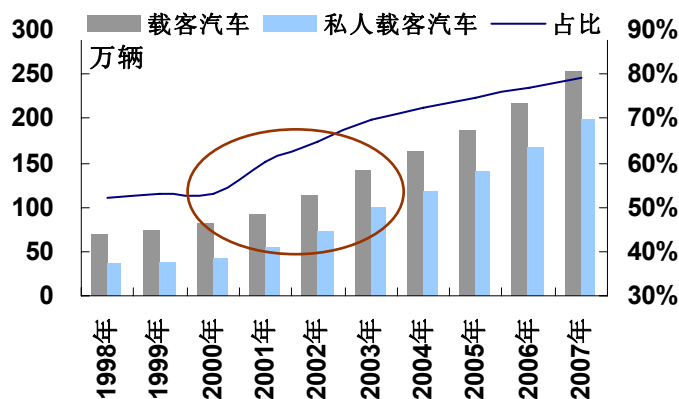
图4：全国私人载客汽车保有量统计



资料来源：招商证券，CEIC

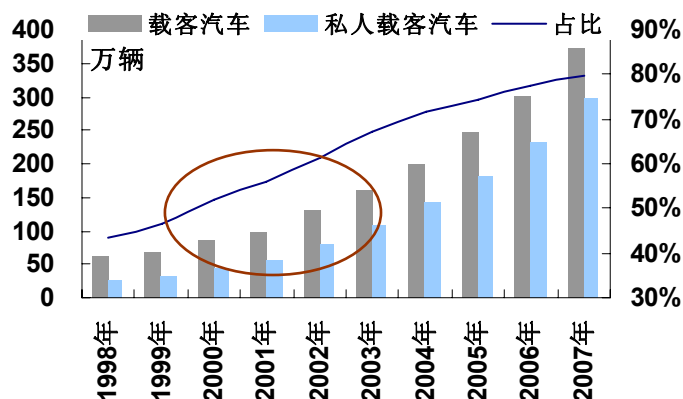
一线城市汽车消费市场率先启动。2001-2003 年，一线城市以及经济发达地区汽车消费增速较快，北京、上海等一线城市的私人载客汽车占比明显提高，而发达地区的私人载客汽车占比也迅速提高。

图5：北京私人载客汽车保有量统计



资料来源：招商证券，CEIC

图6：广东私人载客汽车保有量统计

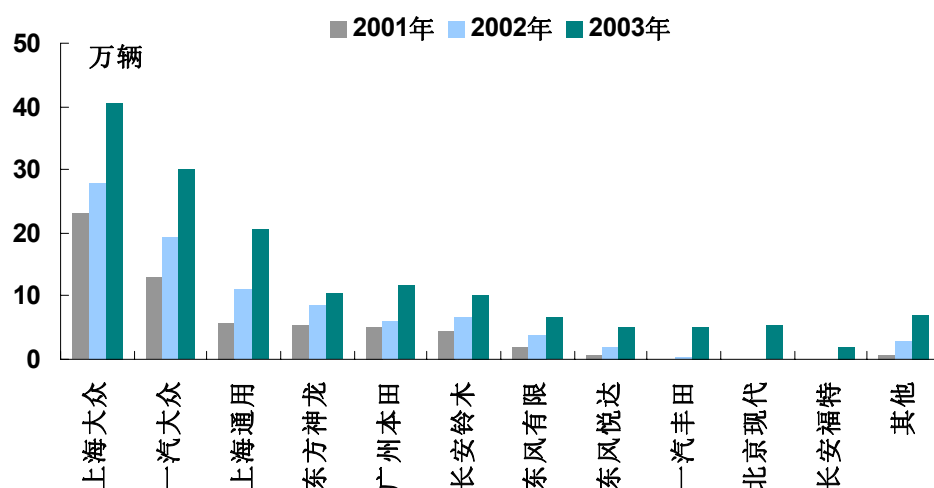


资料来源：招商证券，CEIC

**合资品牌小试牛刀。**2001-2003 年，伴随着中国汽车市场盈利第一波消费浪潮，合资品牌逐渐开始重视中国市场，加快了对中国市场的开发力度；其中三大霸主上海大众、一汽大众和上海通用由于进入中国市场较早，在这一阶段销量迅猛增长；东风神龙、广州本田和长安铃木等销量稳步增长；而如一汽丰田、北京现代和长安福特等厂商则在这一阶段开始进军中国市场。

**合资品牌优势明显。**2001-2003 年，国际汽车巨头基本已经开始了中国战略，虽然引进的产品均是成熟落后车型，但仍然牢牢占据市场主流。

图7：2001-2003年合资品牌厂商销量统计

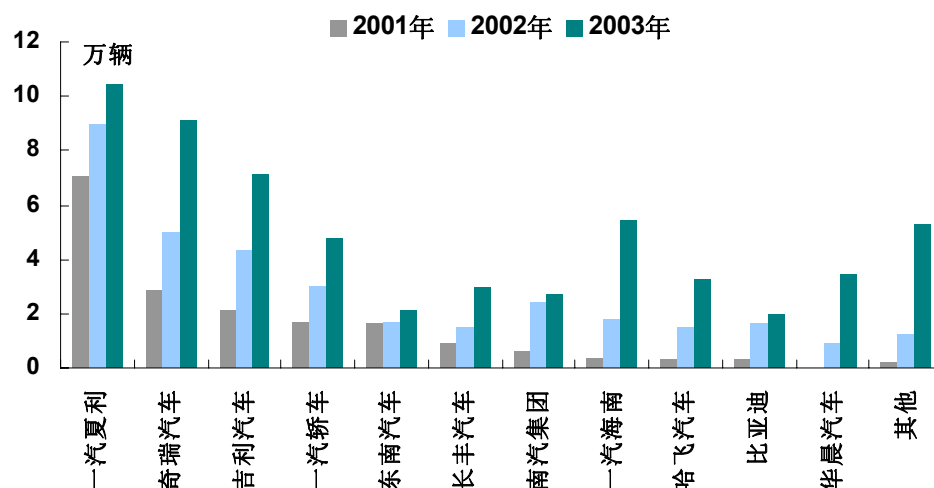


资料来源：招商证券，CAAM

**切入低端市场，自主品牌开始崭露头角。**2001-2003 年，汽车开始进入家庭消费，以奇瑞和吉利为代表的自主品牌通过推出低价车型迅速进入市场，这一期间，奇瑞和吉利发展势头迅猛，成为自主品牌的典范，对其他自主品牌的发展起到了引导作用。

**自主品牌出现“搅动”市场，作用明显。**一直以来，国内乘用车市场基本被合资和外资厂商占据，车价居高不下；自主品牌凭借低价车进入市场，虽然并未和合资品牌直接竞争，但客观上拉低了整个汽车价格体系，对汽车消费的促进意义巨大。

图8：2001-2003年自主厂商销量统计



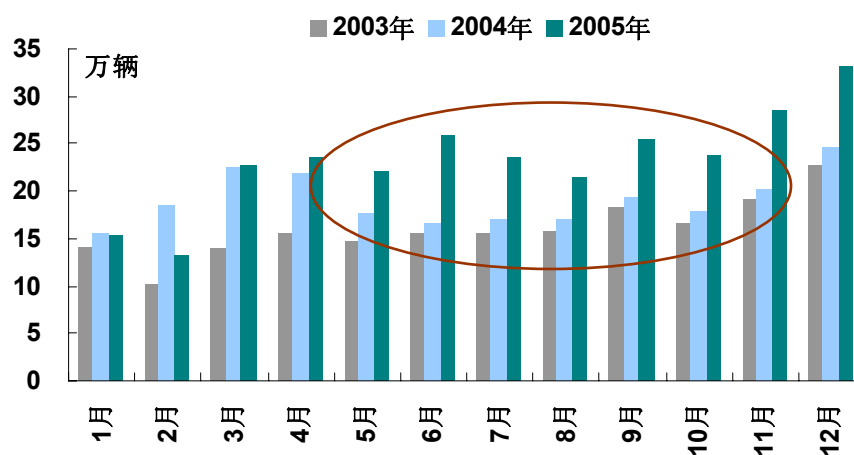
资料来源：招商证券，CAAM

## (2) 2004 年-2005 年上半年：增速下滑

关键词：宏观调控、产能过剩、价格战

宏观调控使得第一轮汽车消费浪潮终结。2004 年二季度开始，为了防止经济过热，政府陆续出台了一系列宏观经济调控政策，收紧内需过快增长，力图实现宏观经济“软着陆”，金融机构银根迅速紧缩；汽车销量从 5 月份开始出现环比大幅下降，同比增速迅速回落，第一轮汽车消费浪潮至此终结。

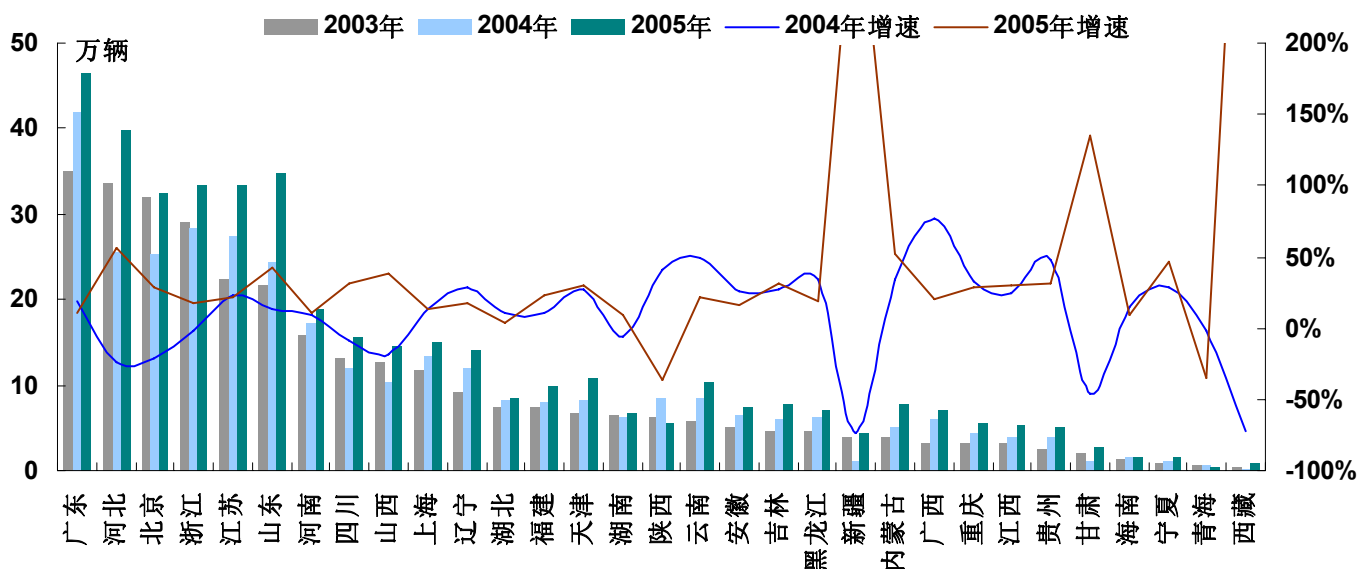
图9：2003-2005年轿车月度销量统计



资料来源：招商证券，CAAM

2004 年各地销量差异较大。2004 年开始部分省市新车注册量开始出现负增长，如北京、浙江、河北等；与此同时个别省市仍实现高增长，如广东、江苏等地，主要原因在于此轮宏观调控主要针对内需过热，外需依然保持较强，沿海经济体影响相对较小；2005 年开始，随着宏观经济的企稳，汽车消费逐渐步入正常，各地新车注册量重新实现增长趋势。

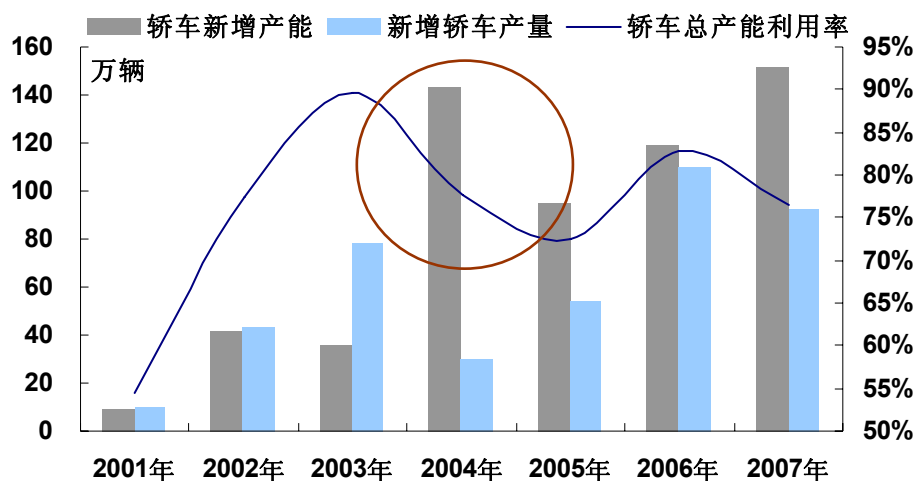
图10：2003-2005年分地区载客汽车新车上牌量统计



资料来源：招商证券

车企饱受产能过剩困扰。2001年-2003年，轿车市场经历井喷行情，轿车产能利用率逐渐提高，并在2003年达到顶点，此间各大车企纷纷投资扩产，且力度较大，并于2004年陆续投产，当2004年销量增速迅速下滑后产能利用率下降较快，车企经历了中国汽车产业首次产能过剩之苦。

图11: 轿车产能利用率统计

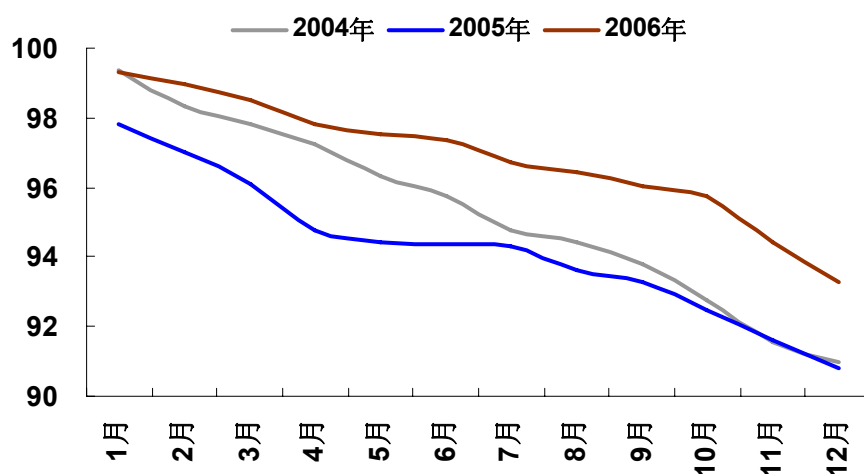


资料来源: 招商证券

库存持续攀高，经销商苦不堪言。由于车企产能问题突出，只能采取向经销商压库的措施尽量提高产能利用率，同时由于宏观调控影响，经销商信贷受控严重，资金周转开始紧张，而终端消费市场增速下滑，经销商面临多重压力，经营情况严峻，部分经销商出现亏损，甚至破产。

消费者观望情绪加大，车价下降幅度较大。由于库存增加，经销商资金压力巨大，纷纷采取降价措施，价格战不断持续；面临宏观经济景气下降，消费者观望情绪开始显现，而经销商之间激烈的降价行为更是加大了观望情绪，汽车消费开始出现恶性循环。汽车厂商和经销商在此车市下滑周期中盈利情况均出现急剧缩水。

图12: 轿车价格指数统计（每年年初值=100）

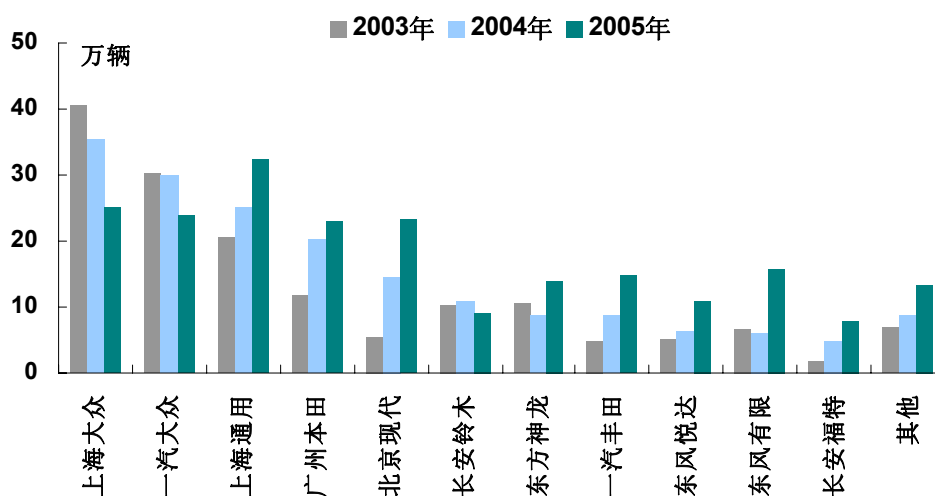


资料来源: 招商证券

**合资品牌逐渐发展壮大。**2004 年和 2005 年，合资品牌厂商乘用车销量分别为 98.3 万辆和 145.2 万辆，同比增速分别为 39.3%和 47.7%，增量主要来自于刚刚进入中国市场的合资厂商。

**合资品牌竞争开始加剧，上海大众和一汽大众的领先优势缩小。**随着其他合资厂商的陆续进入，导入车型开始增加，消费者可选择面增强，上海大众和一汽大众的车型老化问题突出，面对着其他厂商新车型的竞争，上海大众和一汽大众在 2004 年-2005 年的销量出现下滑，领先优势有所缩小；同时上海通用、广州本田和北京现代的厂商的销量迅速增加，而一汽丰田和东风有限等厂商初露锋芒。

**图13：2004-2005年合资品牌厂商销量统计**

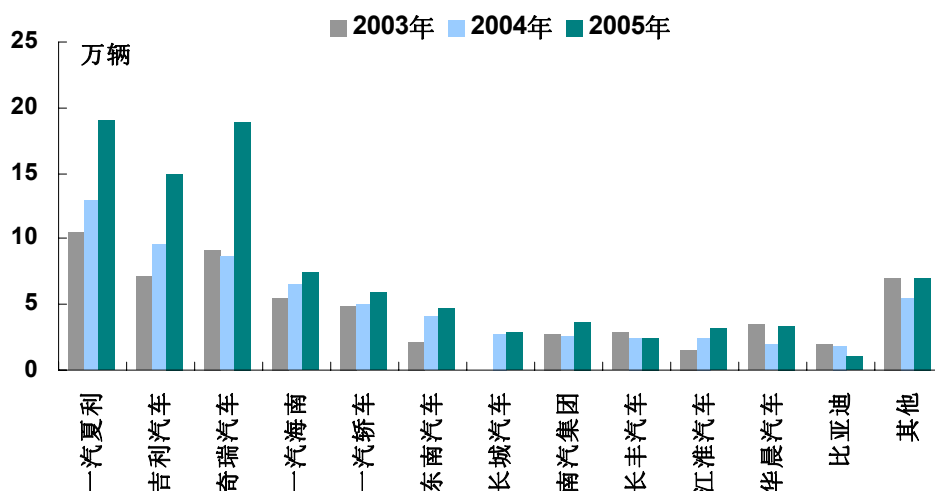


资料来源：招商证券，CAAM

**自主品牌增速落后于合资品牌。**2004 年和 2005 年，自主品牌厂商乘用车销量分别为 42.8 万辆和 50.1 万辆，同比增速分别为 12.3%和 17.2%，增速落后于合资品牌，原因在于此时自主品牌车型集中于低端市场，其消费能力受宏观经济影响更显著。

**奇瑞和吉利确立自主品牌领军地位。**奇瑞和吉利作为自主品牌新生力量，发展势头较猛，新产品投放力度较强，销量增速较高，迅速成为自主品牌的领军力量。

**图14：2004-2005年自主厂商销量统计**



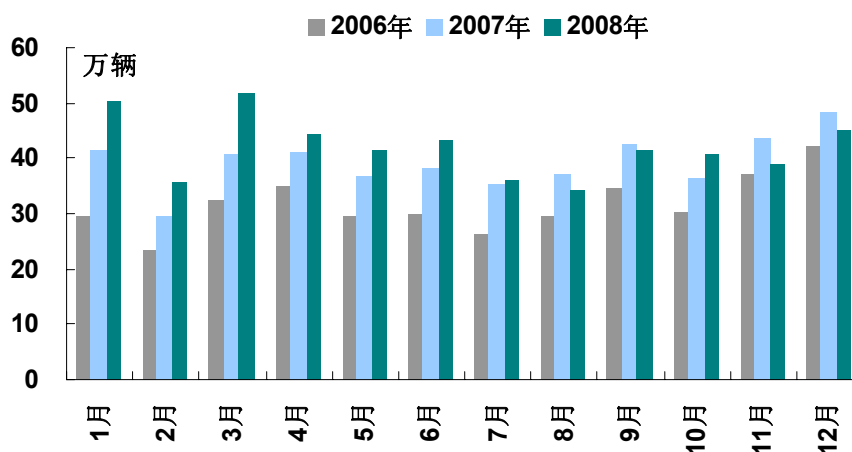
资料来源：招商证券，CAAM

### (3) 2005 年下半年-2008 年上半年：黄金排量开始发力

关键词：宏观经济持续好转、财富效应、换车周期、黄金排量

宏观经济持续好转带动汽车消费进入第二轮浪潮。2005 年下半年宏观调控结束，宏观经济成功实现“软着陆”，重新步入增长周期；同时 2006 年和 2007 年股票市场表现良好，上证综合指数涨幅分别为 130.4%和 96.7%，居民财富增值较快；2006 年和 2007 年轿车销量分别为 381.1 万辆和 472.6 万辆，同比增速分别为 36.7%和 24.0%，轿车消费开始步入第二轮消费浪潮。

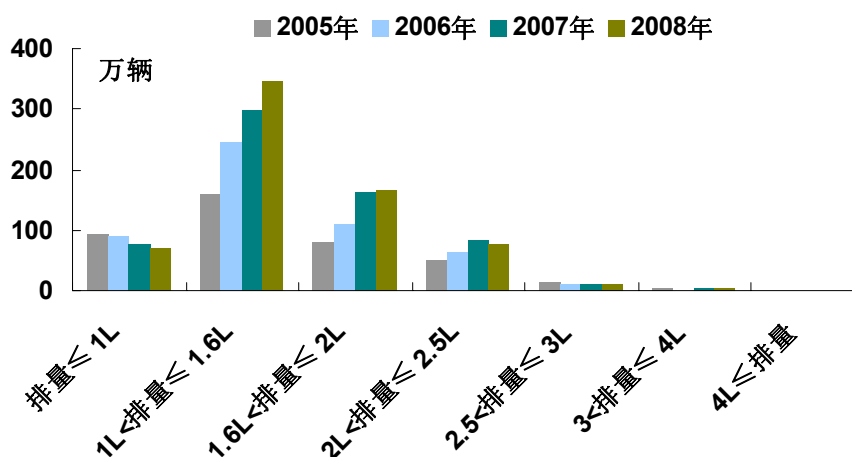
图15：2006-2008年轿车月度销量统计



资料来源：招商证券，CAAM

消费档次有所升级、黄金排量开始发力。从 2005 年-2008 年的乘用车排量结构来看，小排量汽车（排量 $\leq 1L$ ）的销量逐年减少，而中小排量乘用车（ $1L < \text{排量} \leq 1.6L$  和  $1.6L < \text{排量} \leq 2L$ ）的销量增长明显，原因在于家庭用车的消费档次升级，1L、1.3L 等小排量汽车逐渐被动力更强、空间更大的中小排量所替代，1.6L、1.8L 排量逐渐成为家庭购车主力车型，黄金排量开始发力；同时 2006 年和 2007 年正是第一次轿车消费浪潮期间购车的换车时期，而股票市场大涨使得居民财富效应增强，换购需求开始陆续出现。

图16：2005-2008年乘用车排量结构变化

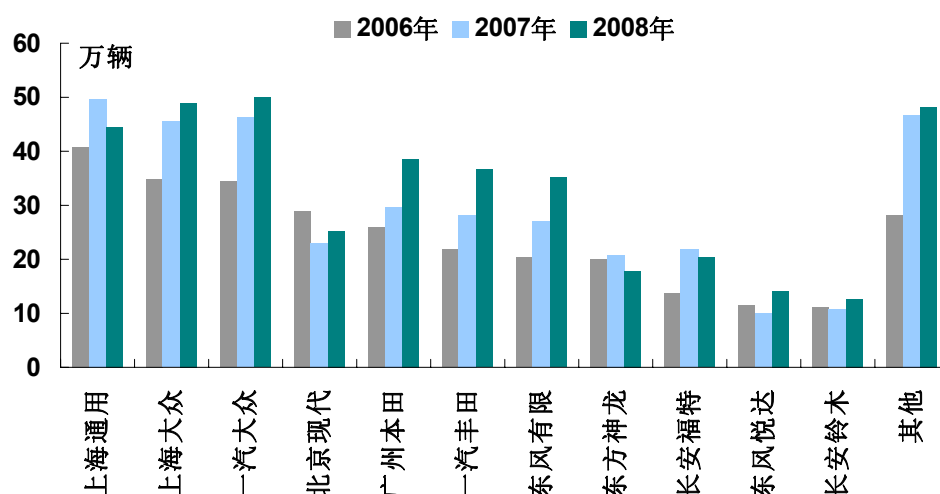


资料来源：招商证券，CAAM

**合资品牌布局基本完成。**2006年—2008年，合资品牌厂商乘用车销量分别为209.9万辆、264.7万辆和297.2万辆，同比增速分别为44.5%、26.1%和12.3%；这一期间，主要汽车巨头在中国基本完成了战略布局，发展情况较好。

**合资品牌竞争格局日益清晰。**一汽大众、上海大众和上海通用凭借过硬的口碑和不断的新产品投放，逐渐巩固了领先地位，成为第一梯队；广州本田、一汽丰田、东风有限和广州丰田等日系品牌强势崛起，日系车份额成为第一；北京现代、长安福特和长安铃木等车企未能把握此类汽车消费浪潮，市场份额下滑较快。

图17：2006-2008年合资品牌厂商销量统计

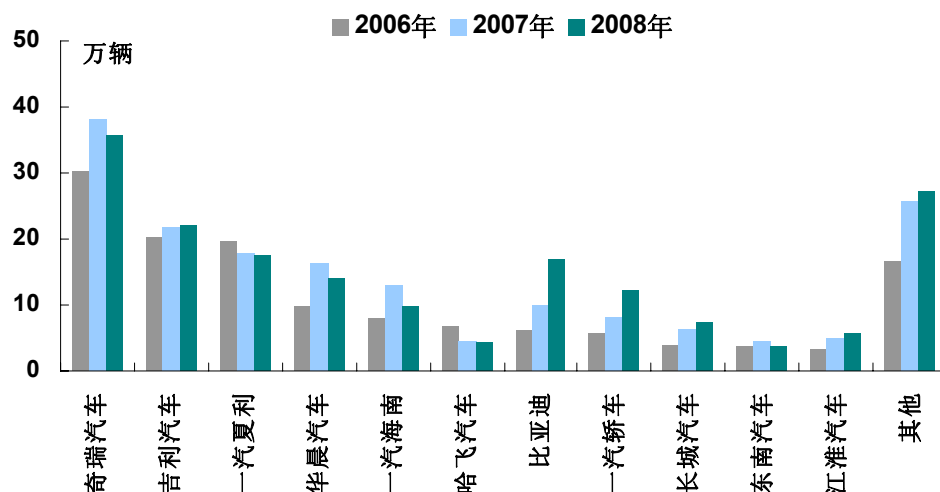


资料来源：招商证券，CAAM

**自主品牌整体销量增速较快。**2006年—2008年，自主品牌厂商乘用车销量分别为704.7万辆、103.0万辆和114.1万辆，同比增速分别为40.6%、46.1%和10.9%，销量增速略高于合资品牌。

**自主品牌竞争加剧，市场份额趋于分散。**虽然自主品牌整体销量增速较快，但由于后续厂商较多，产品均集中于10万元以下的中低端市场，市场竞争开始日益加剧，奇瑞、吉利增速开始放缓，夏利开始出现负增长，值得关注的是比亚迪销量迅速增长。

图18：2006-2008年自主厂商销量统计



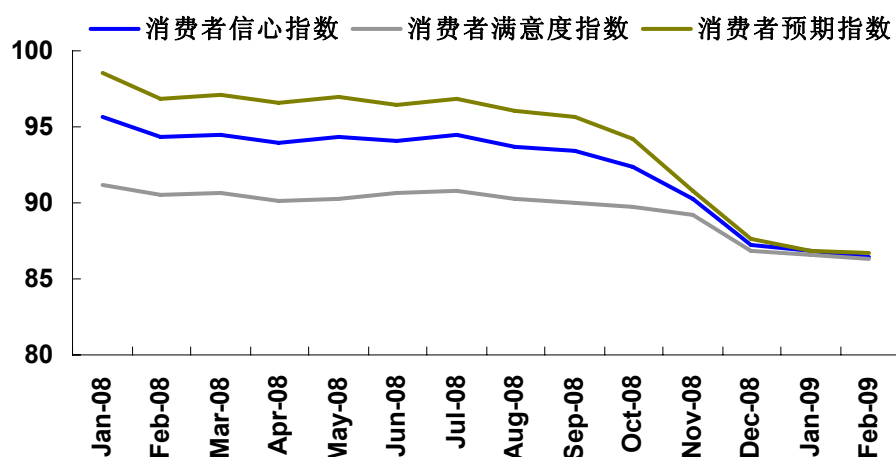
资料来源：招商证券，CAAM

#### (4) 2008 年下半年-2009 年初：金融危机短期冲击

**关键词：**金融危机、预期变差、信心不足

金融危机使消费者信心跌入谷底。2008 年下半年，金融危机逐渐影响到实体经济，内需和外需同时开始恶化，消费者对宏观经济信心空前低落，消费者信心指数急剧下降，汽车消费市场观望气氛浓烈，从 8 月份开始，轿车销量同比出现负增长，一直持续到 2009 年初。

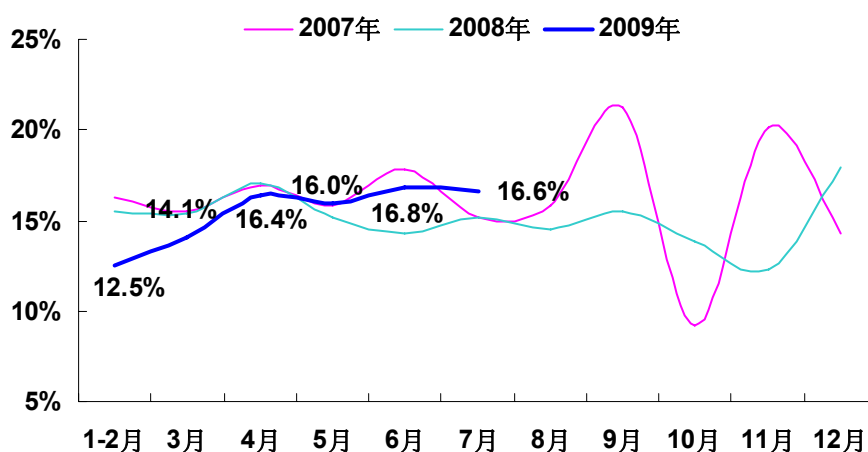
**图19：消费者信心下降较快**



资料来源：招商证券

企业盈利水平经历最差阶段。汽车消费市场终端消费下滑的同时，原材料成本居高不下，企业饱受高价原材料库存影响，毛利率水平在 2008 年下半年迅速下滑，高价库存的影响持续到 09 年一季度，这一阶段企业盈利水平经历最差阶段。

**图20：汽车行业单月毛利率**



资料来源：招商证券，CAAM

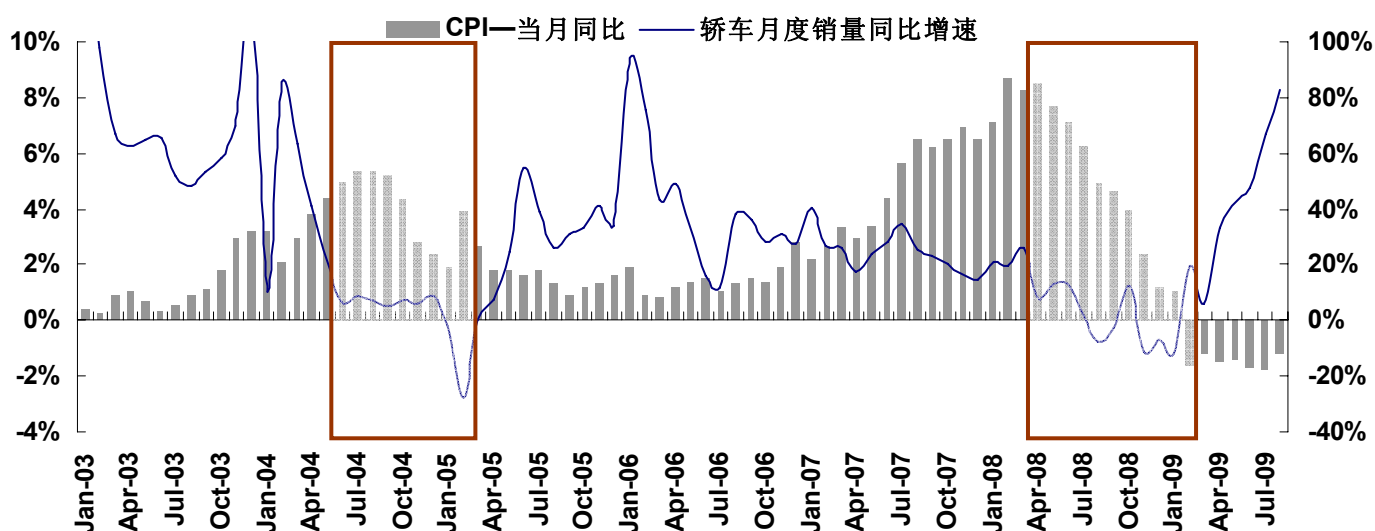
### 3、2009 年以来的消费浪潮能持续多久

#### (1) 前两次汽车消费浪潮的启示

消费浪潮的崛起因素相同。前两次汽车消费浪潮均开始与宏观经济增长周期开始之时，支持汽车消费的低保有量、购买力增强的因素依然是决定性的，梯次结构依然存在。

轿车消费下滑均始于宏观调控，且过度反应。前两次消费浪潮的结束均开始于 CPI 到达高点、经济过热之时，随着政策措施推进，宏观经济过热得到调控，汽车消费随之下滑，并存在过度调整的现象。

图21: CPI与轿车月度销量增速

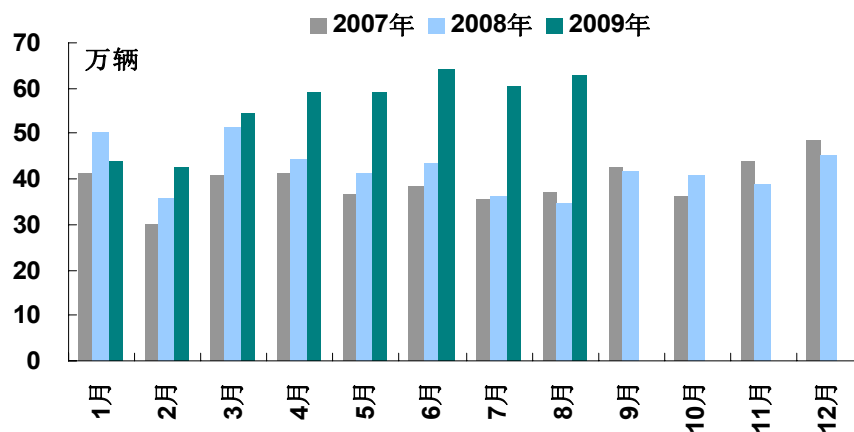


资料来源：招商证券

#### (2) 本轮汽车消费的特点

09 年二季度开始，轿车市场持续火爆。伴随着消费者对宏观经济的良好预期，以及一系列鼓励汽车消费的政策措施出台，09 年二季度以来轿车消费快速增长。

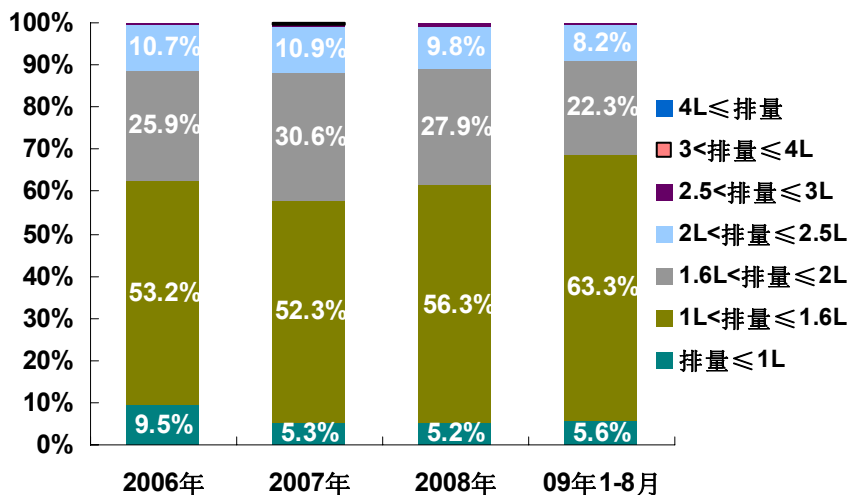
图22: 轿车月度销量统计



资料来源：招商证券，CAAM

中小排量轿车增速较快。《汽车产业调整振兴规划》中提出“2009年1月20日至12月31日，对1.6升及以下小排量乘用车减按5%征收车辆购置税”，对刺激中小轿车消费有明显作用。2009年1-8月，轿车（排量≤1L）和轿车（1L<排量≤1.6L）累计销量分别为25.2万辆和283.2万辆，市场份额分别为5.6%和63.3%，同比增速分别为58.4%和50.8%。

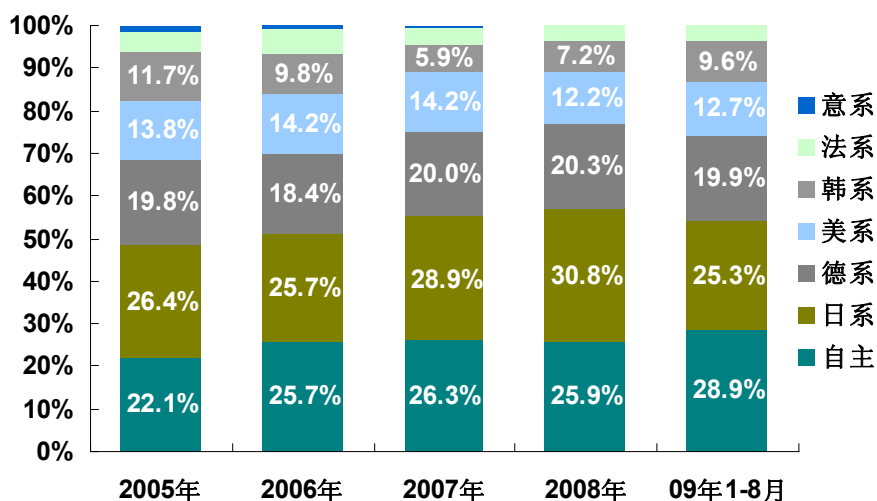
图23：轿车排量结构统计



资料来源：招商证券，CAAM

自主品牌市场份额提升。《汽车产业调整振兴规划》中提出“自主品牌轿车市场份额超过30%”规划目标，2009年1-8月，自主品牌轿车市场份额达到28.9%，已接近政策目标水平。日系品牌由于丰田汽车对国内的错误策略，导致整个日系车市场份额有所下降；德系和美系品牌产品结构相对较为合理，新车型推出速度快，市场份额相对稳定。韩系车由于北京现代新车型的推出导致整体市场份额提高，法系以及意系品牌处于边缘化的状况依然没有得到有效改善。

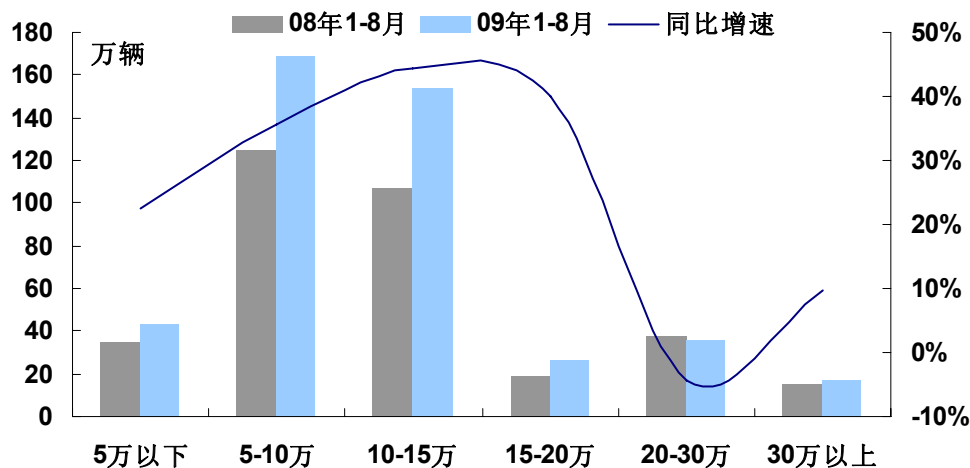
图24：轿车国系份额统计



资料来源：招商证券，CAAM

中高端轿车销售缓慢复苏。随着宏观经济的不断好转，购买力水平和消费信心的逐渐恢复，中高端轿车消费处于复苏之中。

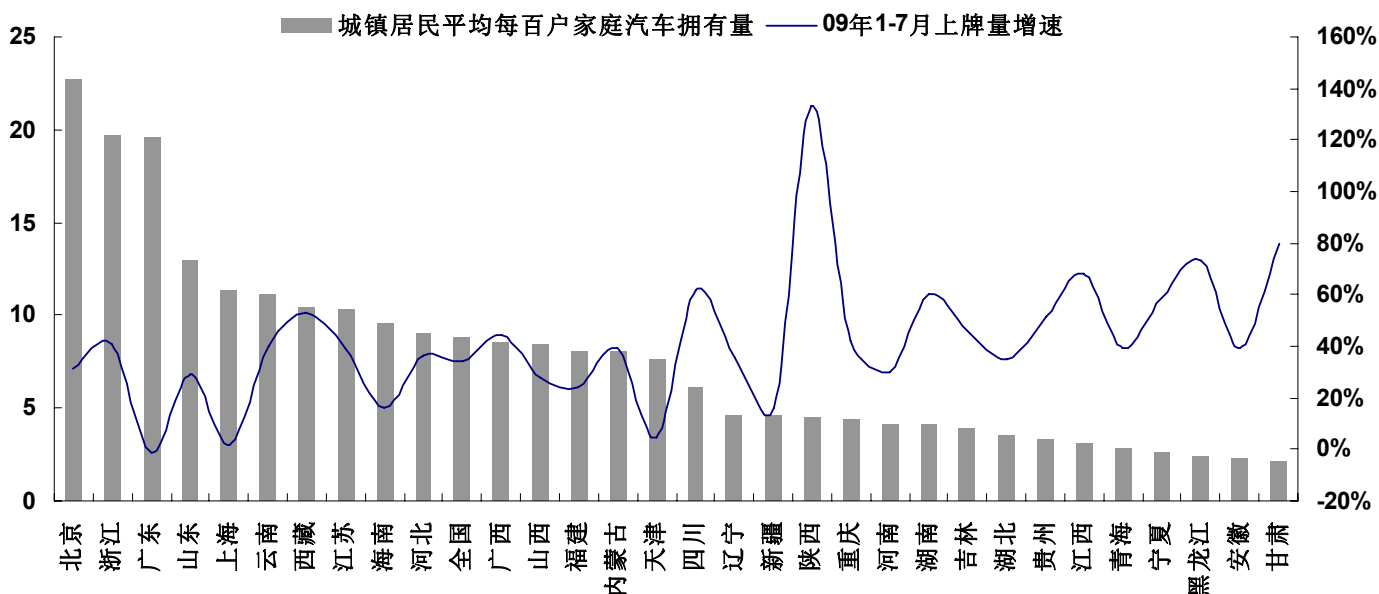
图25: 轿车价格统计



资料来源: 招商证券

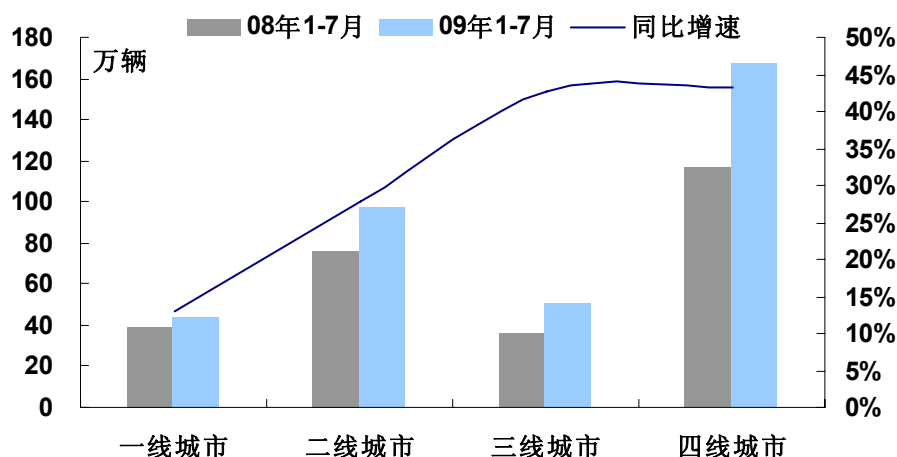
轿车消费呈现梯次转移趋势。09年1-7月，内陆低保有量省市上牌量增速远远高于沿海高保有量省市，三、四线城市上牌量增速远远高于一、二线城市，轿车消费呈现明显的梯次转移特征。广东、上海等沿海省市汽车销量增速较低，原因在于这些省市本身汽车保有量水平较高，而出口导向型经济恢复速度较慢，消费者购买力水平和信心均处于低位；内陆省市汽车保有量较少，经济受金融危机影响相对较小，在国家相关汽车消费政策刺激下，汽车销量实现高增长，个别省市增速超过50%。

图26: 保有量与销量增速



资料来源: 招商证券

图27：分城市销量统计



资料来源：招商证券

### （3）汽车消费未来判断

**宏观经济持续复苏是我们判断未来增长的基础。**经济复苏趋势短期不会发生改变，同时通货膨胀压力并不突出，相关经济政策不会发生根本转向，扩大内需、促使经济增长的政策目标不会改变，汽车行业作为内需的关键行业，对经济的带动作用明显。

**政策取消对短期影响较大，但不改变趋势。**虽然现有补贴政策将在明年上半年陆续到期，但我们认为只要经济增长的趋势尚好，汽车消费不会因为补贴政策的到期而发生趋势改变；补贴政策到期届时将对小排量汽车的短期消费有一定影响，不会改变趋势；另外，我们不能排除补贴政策得到延续的可能性。

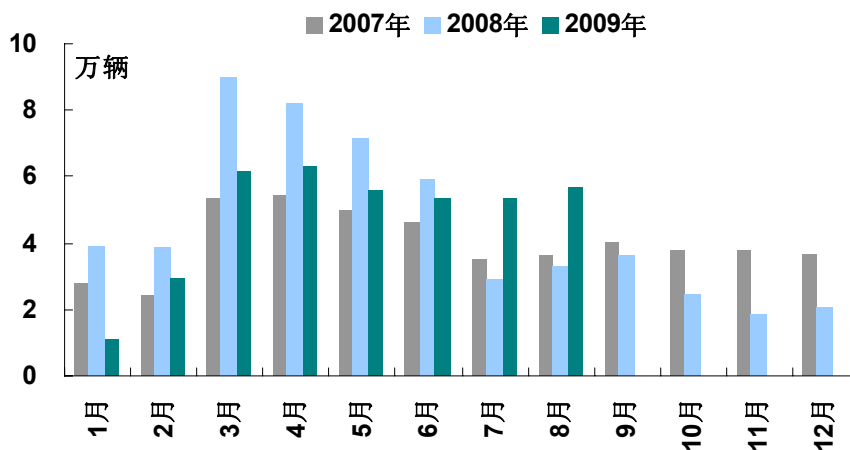
**预计 2010 年轿车销量增长 10%-15%。**由于 2009 年轿车销量较高，我们预计 2010 年轿车销量增速将出现下滑，预计增速在 10%-15%之间。

**预计 2010 年盈利能力仍有增长。**在销量增长的前提下，轿车市场不会出现大规模的价格战，企业产能利用率仍将维持相对较高水平，同时沿海经济复苏将带动轿车消费整体档次升级，企业盈利仍将实现增长。

## 二、重卡行业存在投资机会

8 月份重卡市场持续复苏。2009 年 8 月份重卡（含重卡整车、非完整车辆和半挂牵引车）销售 5.69 万辆，环比增长 5.9%，由于同期基数较小，同比增速达 71.8%。

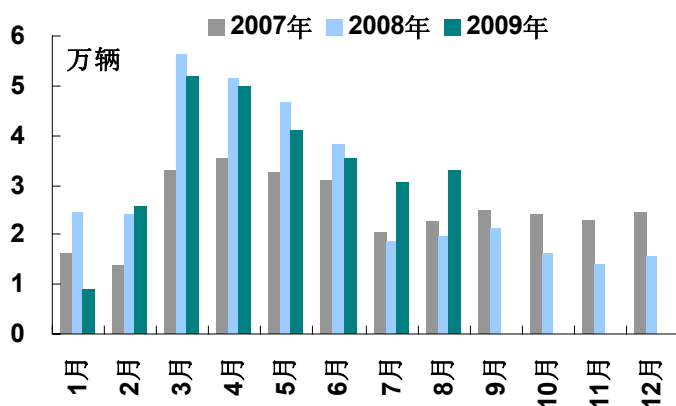
图28：重卡销量同比增长状况



资料来源：招商证券，CAAM

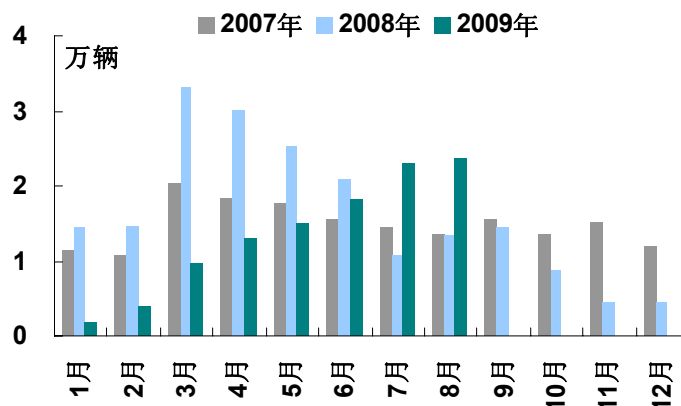
重卡产品销量结构分化明显。受“4 万亿”投资刺激政策影响，城镇固定资产投资同比增长 33.6%，剔除物价因素影响，实际增速更高，我们预计 2009 年全年城镇固定资产投资增速能保持 30%以上，有效刺激自卸车需求；其中 09 年 1-8 月重卡整车及非完整车辆累计销量为 27.7 万辆，同比下降 1.0%；1-8 月半挂牵引车累计销量为 10.8 万辆，同比下降 33.2%，原因在于全球金融危机带来国际贸易下降，集装箱吞吐量下降，对半挂牵引车需求减少，然而随着宏观经济复苏带动公路物流市场回暖，半挂牵引车需求将好转，8 月份销量 2.38 万辆，环比增长 4.1%，复苏迹象明显。

图29：重卡整车及底盘销量统计



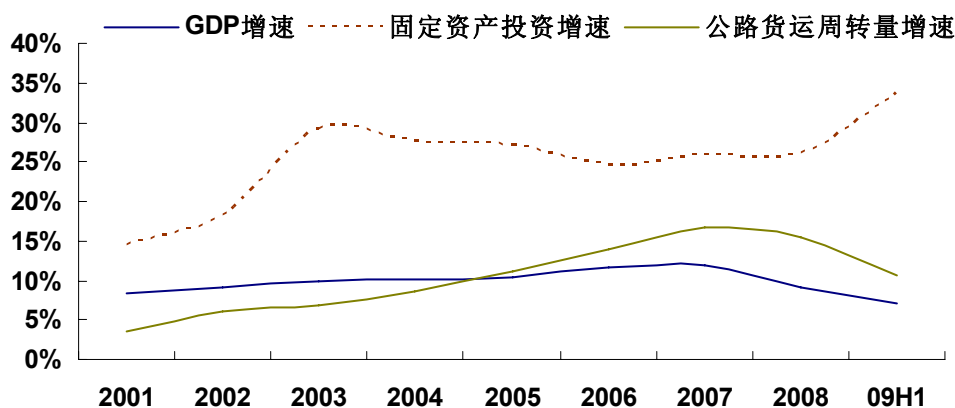
资料来源：招商证券

图30：半挂牵引车销量统计



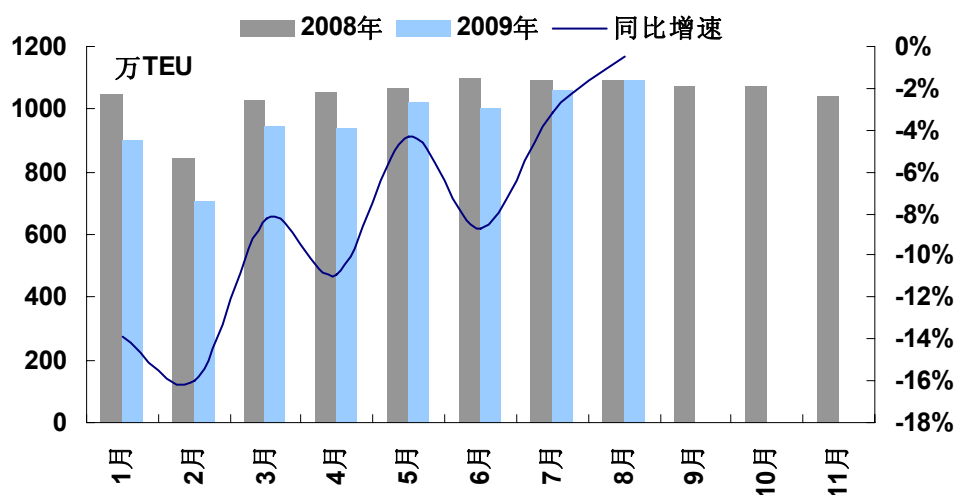
资料来源：招商证券

图31: 宏观经济状况



资料来源: 招商证券

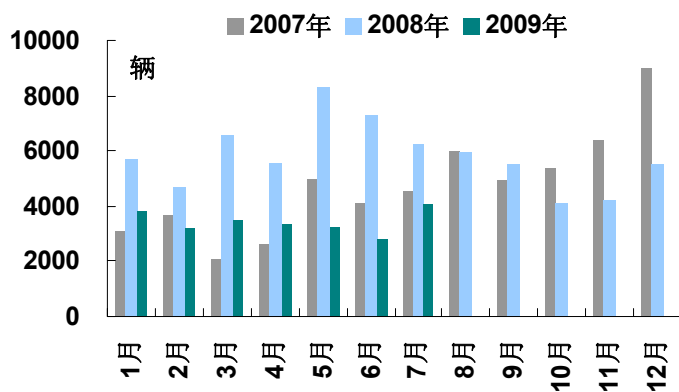
图32: 主要港口月度集装箱吞吐量



资料来源: 招商证券

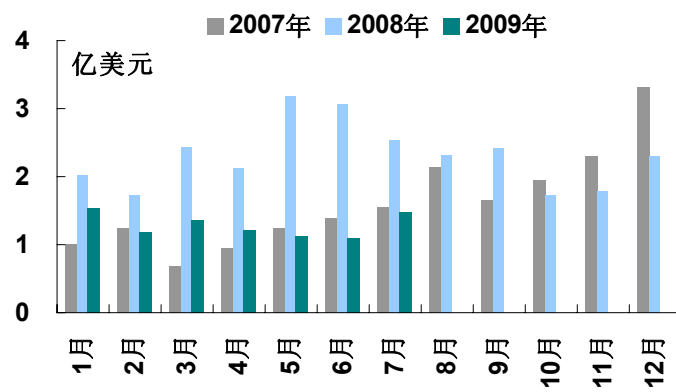
**短期重卡出口难以复苏。**09年1-7月, 重卡出口累计销量2.39万辆, 同比下降46.2%。重卡出口地区主要是俄罗斯、中东、非洲等资源品国家, 我们认为重卡产品出口形势短期内仍难复苏。

图33: 重卡出口销量统计



资料来源: 招商证券

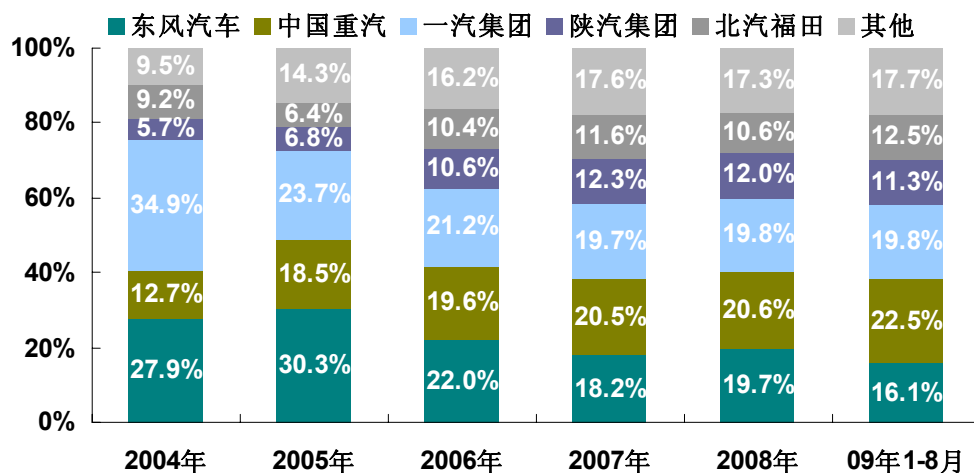
图34: 重卡出口金额统计



资料来源: 招商证券

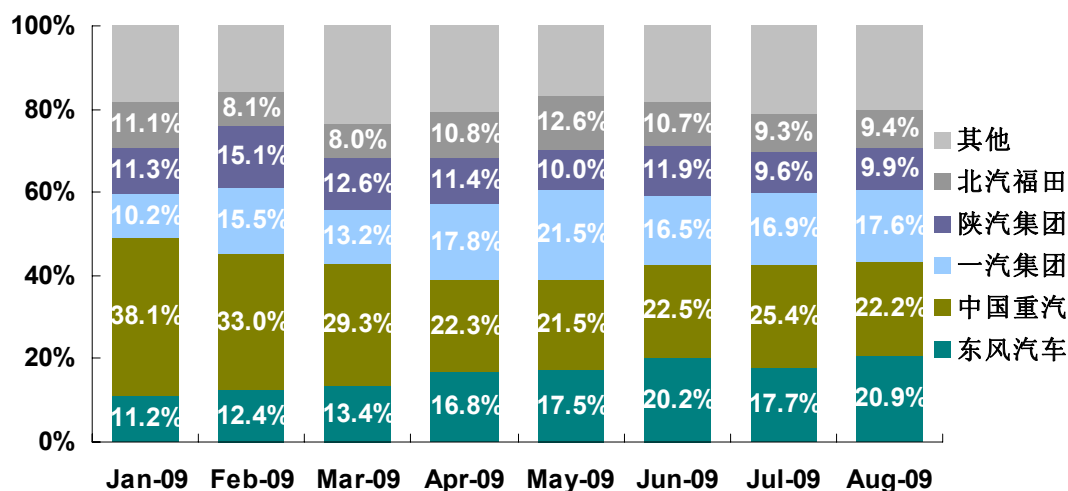
中国重汽份额继续居首位。2009年1-8月,份额领先的前五家厂商的合计份额为82.3%,市场集中度保持稳定,其中中国重汽的市场份额达到22.5%,继续居首位;半挂牵引车销售市场复苏将带动一汽、东风和福田的市场份额提高。

图35: 重卡市场份额状况



资料来源: 招商证券, CAAM

图36: 重卡月度市场份额状况



资料来源: 招商证券, CAAM

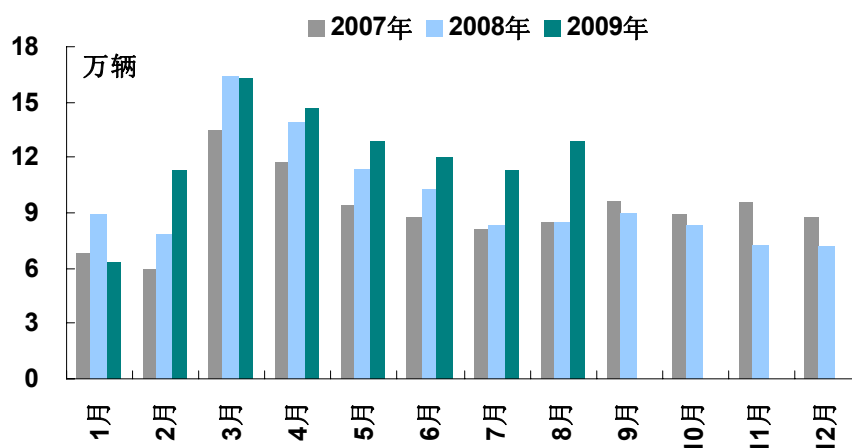
**预计2010年重卡销量增速15%。**我们预计2010年,固定资产投资增速仍将保持高位,使得工程类重卡需求情况持续好转;同时宏观经济持续复苏将带动物流市场景气回升,物流重卡和半挂牵引车需求有望继续好转。

**重卡行业投资机会明显。**我们预计重卡行业好转的趋势仍将延续,同时行业竞争态势稳定,龙头企业受益明显,我们推荐的秩序是潍柴动力、威孚高科和中国重汽。

### 三、轻卡市场 2010 年景气将下降

8 月份轻卡市场受益于政策落实。2009 年 8 月份销售 12.89 万辆，环比增长 14.6%，同比增长 51.8%，原因在于“轻卡下乡”和“以旧换新”政策在各地陆续得到落实，同时去年销售基础较低。

图37：轻卡月度销量统计

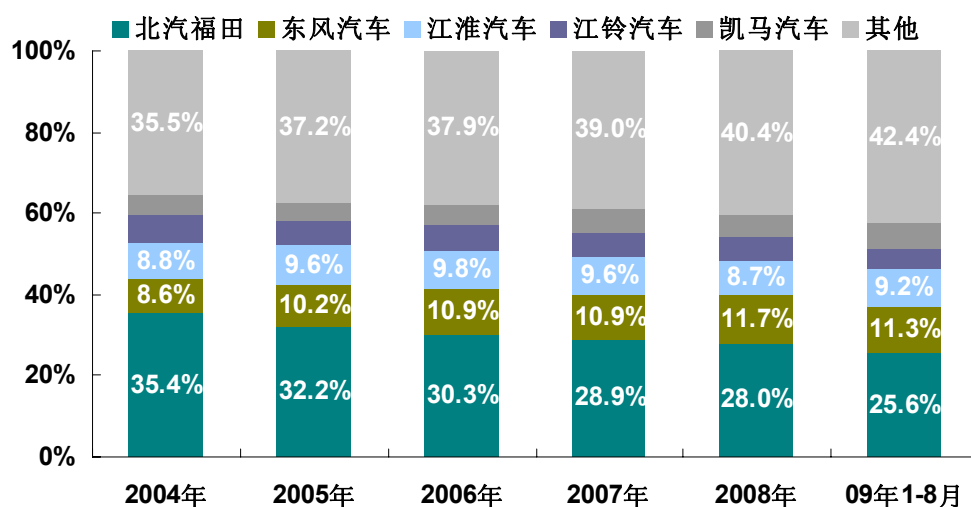


数据来源：招商证券，CAAM

2009 年轻卡市场处于高景气阶段。2009 年 1-8 年轻卡累计销量为 97.6 万辆，同比增长 14.3%，预计全年轻卡销量将达到 140 万辆，同比增长 20%，同时由于行业需求较好，终端市场发生价格战的可能性较小，轻卡毛利率有望继续保持高位，轻卡行业处于景气高点。

轻卡市场竞争仍然激烈。2009 年 1-8 月，轻卡市场前 5 大厂商份额合计为 57.6%，市场集中度略有下降，其中北汽福田市场份额最高，达到 25.6%，但仍有所下降，轻卡市场竞争仍然激烈。

图38：轻卡市场份额

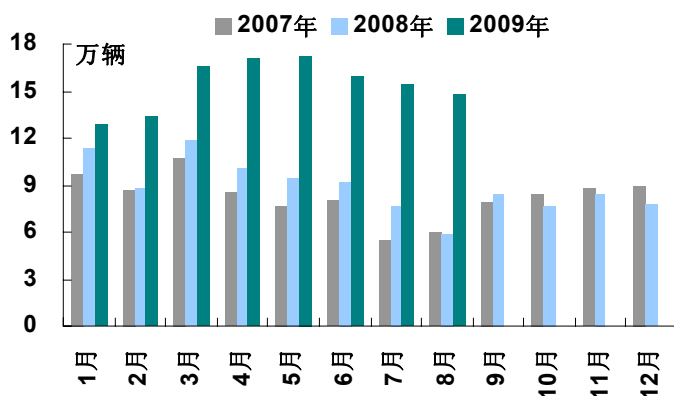


数据来源：招商证券，CAAM

## 四、微车市场—预计 2010 年景气回落

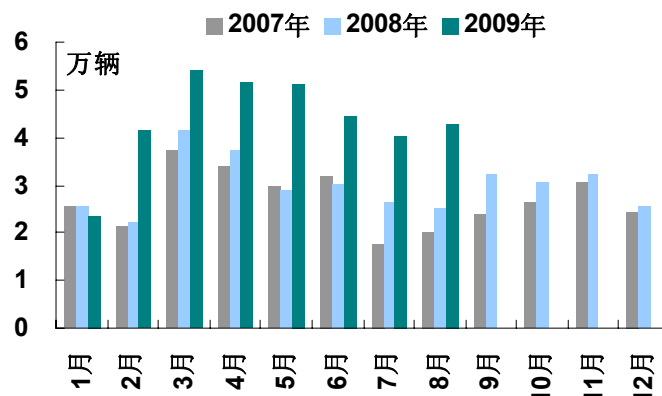
**09 年微车市场销售火爆。**2009 年 1-8 月微客累计销量为 123.9 万辆，同比增长 67.3%，微卡累计销量为 34.1 万辆，同比增长 73.9%，销售持续火爆，原因在于微客和微卡均是汽车下乡补贴受益品种，补贴力度相对较大，且 09 年农民工返乡数量较多，城乡货运成为再就业的重要市场。

图39：微客销量统计



资料来源：招商证券

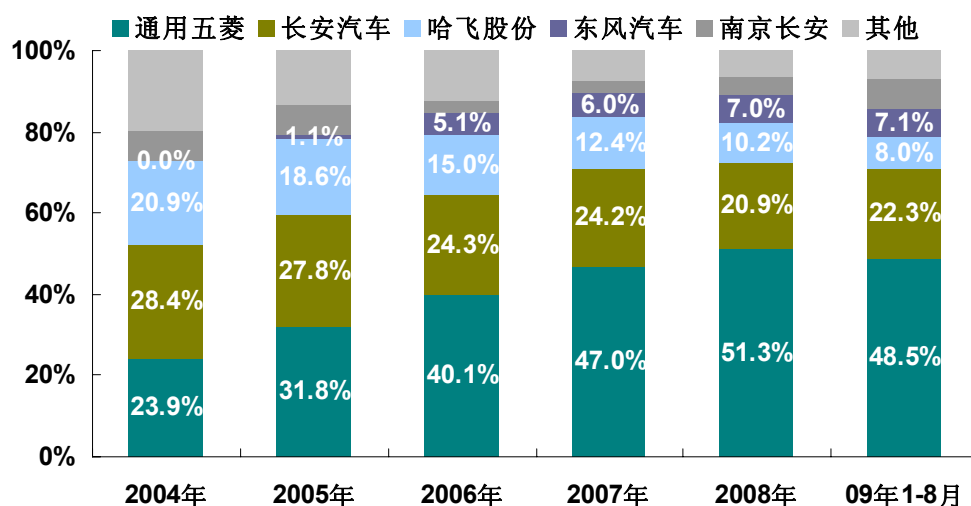
图40：微卡销量统计



资料来源：招商证券

**微车市场竞争将更加激烈。**微车市场中上汽通用五菱和长安汽车处于领先地位，品牌优势突出，销售网点较多，市场份额较高，09 年受到产能瓶颈制约，市场份额有所下降，未来随着新增产能投放，行业竞争趋势将更加激烈。

图41：微客市场份额统计



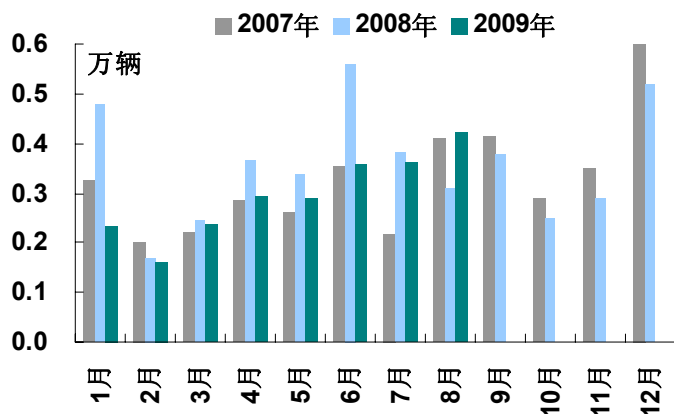
数据来源：招商证券，CAAM

**2010 年微车市场景气度将下滑。**2009 年补贴政策将到期，同时沿海经济逐渐复苏将使农民工重新进城务工，城乡运输需求将减少；由于微客的运营费用比货车少，消费者倾向于购买微客进行小额货运，但目前个别地方开始治理微客违章拉货的行为，若治理措施在全国范围严格执行，未来微客需求将下滑。

## 五、客车行业—投资机会尚需等待

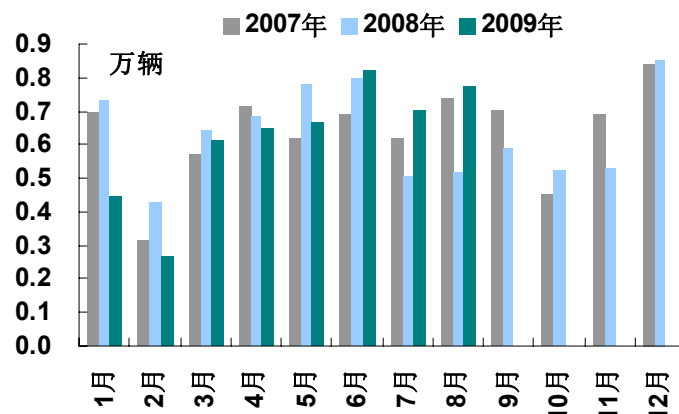
大中客市场销量状况不佳。2009年1-8月，大客累计销量2.36万辆，同比下降17.1%，中客销量为4.95万辆，同比下降3.0%。

图42：大客月度销量统计



资料来源：招商证券

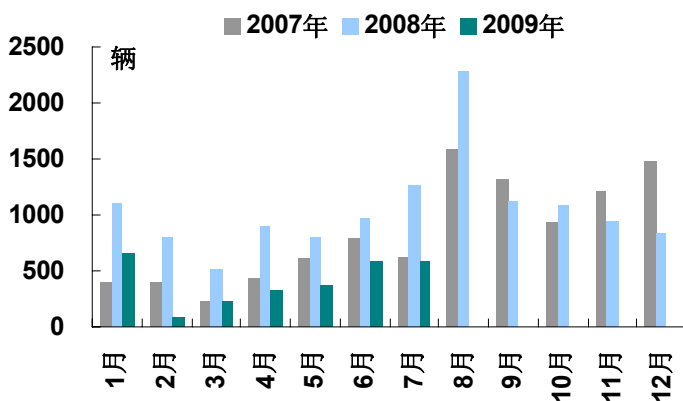
图43：中客月度销量统计



资料来源：招商证券

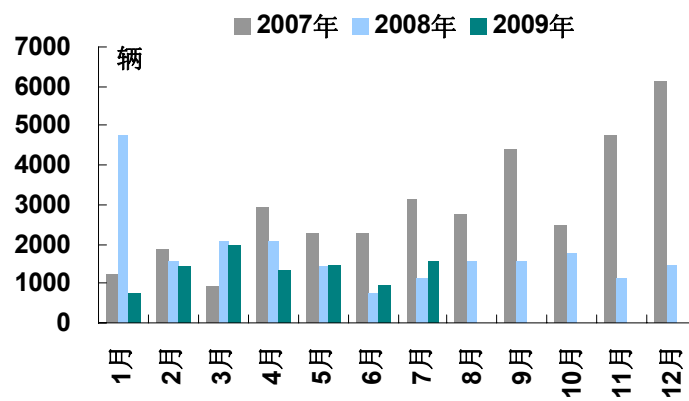
大中客市场出口短期难以复苏。2009年1-7月，大客（座位≥30）出口销量2853辆，同比下降55.1%，中客（10≤座位≤29）出口销量9541辆，同比下降30.9%。中客销量为4.95万辆，同比下降3.0%。

图44：大客（座位≥30）出口销量统计



资料来源：招商证券

图45：中客（10≤座位≤29）出口销量统计



资料来源：招商证券

客车行业投资机会仍需等待。目前国内客车需求已经进入了稳定需求阶段，且客运市场面临高速铁路的竞争越来越激烈，未来客车销量增长将主要来自于出口，出口的有效复苏才能带动行业销量增长；短期内行业内相关公司估值水平基本合理，我们认为客车行业的投资机会仍需等待。

## 六、投资策略与公司选择

(1) 2009 年汽车行业格局清晰, 四季度汽车销量仍将保持高增速水平, 汽车相关上市公司 09 年业绩确定性强。

(2) 我们认为即使相关政策刺激取消, 2010 年轿车销量仍可实现正增长, 原因在于宏观经济不断好转的大背景下, 我国汽车保有量水平较低的前提下, 汽车消费仍将呈现梯次转移的现象, 三、四线汽车销售市场空间依然较大, 同时长三角以及珠三角等沿海发达地区需求仍然在恢复当中。

(3) 投资策略方面, 我们强调三条主线:

乘用车领域: 继续持有龙头公司**上海汽车**和**一汽轿车**;

商用车领域: 在物流市场复苏带动下, 公路重卡和半挂牵引车的销量恢复较快, 重卡行业整体复苏迹象明显, 我们首推具有产品优势的**潍柴动力**和合资企业具有核心竞争力、母公司持续改善的**威孚高科**, 建议关注**中国重汽**; **江铃汽车**盈利能力稳定、增长相对确定, 具有长期投资价值; 轻卡行业关注**福田汽车**以及**江淮汽车**高毛利率水平是否能延续, 同时关注公司其他业务的进展。

零部件领域: 我们建议关注估值较低, 经营相对稳定的公司, 如**福耀玻璃**、**一汽富维**、**中鼎股份**和**华域汽车**。

### 参考报告:

- 1、《从产业发展现状, 寻找综合实力较强企业》2007/3/2。我们在本篇报告中提出投资汽车产业, 公司综合实力决定未来。
- 2、《自主品牌将成为未来利润增长点》2007/1/22 业内最早挖掘**一汽轿车**(000800)投资价值的开篇报告。
- 3、《最优秀的国际化本土汽车企业》2007/6/18 深度揭示**上海汽车**(600104)的投资价值, 定位为优秀的国际化本土企业。
- 4、《汽车行业 2009 年投资策略报告》2008/12 看好乘用车, 看空商用车。
- 5、《汽车行业 2009 年中期投资策略报告》2009/6 看好乘用车, 看空商用车。
- 5、《新能源汽车行业系列报告之一-新能源汽车是汽车工业的发展方向》2008/10 提出混合动力的发展是国内汽车工业发展的主要机会, 对新能源汽车翔实的启蒙篇介绍。
- 6、《美国汽车公司的未来及对中国汽车工业的影响-短期难破产, 长期生产转移为必然》2008/12 金融危机下长期对中国汽车工业的影响分析。

## 分析师简介

**汪刘胜**，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

**范玉琢**，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责声明

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。