

启动内需，汽车护航

行业评级

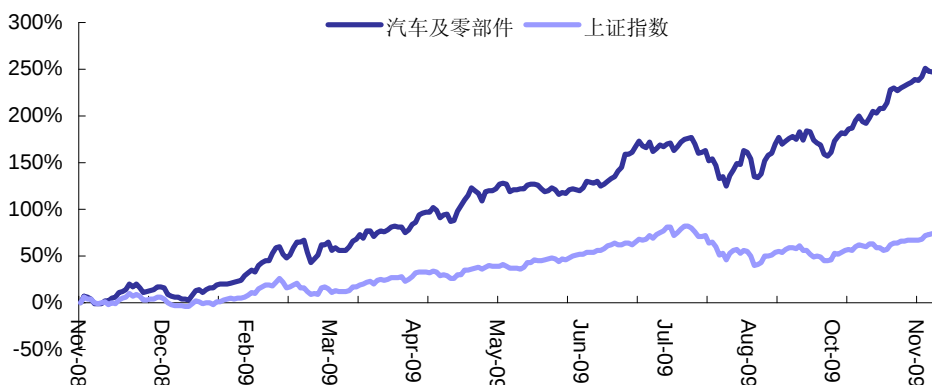
增持/ 维持评级

相关研究

2010 年度策略报告

- 从全球经济再平衡和中国经济增长模式的结构性调整角度考虑，维持中国汽车市场特别是乘用车市场的繁荣具有极其重要的现实意义。因此，始自 2009 年的汽车消费刺激政策很难掉头。
- 中国汽车市场正在迎来以普及需求为基本特征的高速增长阶段，我们的预测结果表明，2010 年和 2011 年中国乘用车市场仍将有不低于 15% 的复合增长率。跟踪结果显示主要乘用车企业未来 2 年的扩产计划仍然谨慎，产能扩张与产能利用率变化情况好于市场一般预期。
- 农村汽车消费已经具备客观的经济基础和现实需求，农村居民实际纯收入的快速增长奠定了汽车消费的经济基础，汽车消费的现实需求则来自谋求提高生产效率的需要和农村商品经济的快速发展。
- 虽然客车行业近几年都显示低弹性特征，但 2010 年客车行业的复苏趋势已然确立。由于建设投资的结构性变化、物流需求回升和采掘业增速提高，2010 年重卡销量增速有望进一步提高至 16%~20%。
- 2010 年零部件行业仍然有较大的扩产增收空间。全球金融危机虽然使中国外向型企业也经历了阵痛，但长期看，金融危机对汽车零部件企业带来更多的是扩大市场份额的机遇。
- 新能源汽车已上升为国家战略而脱离了汽车产业本身的局限，即将崛起的新能源汽车将广泛带动相关产业的发展。
- 2010 年汽车行业将百花齐放，预计子行业景气均将处于上升或高位维持状态，多元化组合投资将是较佳选择。唯一遗憾的是，由于 2009 年的高景气，行业估值相对市场的折扣正在消失，这使得 2010 年选择汽车股投资获得超额收益的难度相对 2009 年大幅增加。但可以确信的是，汽车股的投资仍然是低风险的选择。择时和择股是获得成功的要点。

最近 52 周股价表现



分析师
姚宏光
 +755-82492723
 yaohg@lhqz.com

黄未樵
 +755-82492062
 huangwq@lhqz.com

目 录

百花齐放，来年依然繁荣.....	4
百花齐放，来年依然繁荣.....	4
政策扶持只会强化.....	5
实现全球经济再平衡已成为全球共识.....	5
中国必须转变增长方式.....	6
汽车消费是拉动内需的中坚力量.....	8
强化扶持政策和结构调整引导并存.....	8
乘用车——需求依然强劲.....	8
需求依然强劲.....	8
产能扩张温和，利润率有望维持稳定.....	9
农村市场——小荷才露尖.....	11
汽车下乡政策效果显著.....	11
农村市场潜力巨大，而且已经被启动.....	11
新能源汽车——战略性新兴产业.....	13
客车——已度过最困难时期.....	14
2009 年客车行业受宏观景气下滑影响较为显著.....	14
动车组对公路运输的替代作用不明显.....	14
客车行业将如期迎来复苏.....	17
重卡——投资带动销售增长有望加速.....	17
建设投资的结构性变化.....	17
采掘业增速提高.....	18
物流需求回升.....	18
重卡市场明年增速有望超越 2009 年.....	19
零部件——内需强劲，外需增长可能超预期.....	20
内需强劲.....	20
海外汽车市场有望步入收获期.....	20
附表：各车型月度销量统计.....	22

图 表

图 1 汽车股相对沪深 300PE 相对值.....	5
图 2 汽车零部件相对于汽车的超额收益	5
图 3 全球主要国家私人消费规模比较	6
图 4 中国、德国和日本外贸依存度变化比较.....	6
图 5 投资对 GDP 增长的贡献率进一步上升	7
图 6 各国消费所占比重比较（1980-2008，%）	7
图 7 社会消费品零售总额分商品占比情况	8
图 8 社会消费品零售总额各门类增速贡献占比	8
图 9 2009 年 1~10 月分排量轿车销量同比增长率	9
图 10 重点汽车企业集团毛利率和净利率变化图	9
图 11 乘用车行业产能利用率变化图	10
图 12 主要乘用车公司产能利用率情况	10
图 13 样本省份汽车下乡产品销量情况	11
图 14 城镇居民和农村居民近年分别进入了汽车购买力区间	12
图 15 分省市农村居民纯收入与居民人口总量累计对应关系	12
图 16 四川省农村从事第三产业人口总量变化情况	13
图 17 全球新能源汽车 2020 年市场份额的预测	14
图 18 公路、铁路客运运距	15
图 19 剔除公交后大客国内销量占客车销量比例	16
图 20 基建投资增速、房地产施工投资增速及建设投资总额增速	17
图 21 建设投资总额增速，完整车和非完整车合计销量增速	18
图 22 三类矿物总产量增速与重卡增速	18
图 23 半挂牵引车销量增速与公路货运周转量增速	19
图 24 半挂牵引车销量增速与出口总额增速	19
图 25 美国轻型车月度销量	20
图 26 欧洲 15 国乘用车月度销量	21
图 27 重卡月度销量统计	22
图 28 中卡月度销量统计	22
图 29 轻卡月度销量统计	22
图 30 微货月度销量统计	22
图 31 大型客车月度销量统计	22
图 32 中型客车月度销量统计	22
图 33 轻型客车月度销量统计	23
图 34 交叉型乘用车月度销量统计	23
图 35 轿车月度库存统计	23
表 1 盈利预测及估值表	5
表 2 全球新能源汽车销量预测	13
表 3 2008 年公路客运结构（按运营性质分类）	15
表 4 2008 年公路客运结构（按运距分类）	15

百花齐放，来年依然繁荣

立足于更宽泛的视野，从全球经济再平衡和中国经济增长模式的结构性调整角度考虑，维持中国汽车市场特别是乘用车市场的繁荣具有极其重要的现实意义。因此，始自 2009 年的汽车消费刺激政策很难掉头，甚至有必要作为长期政策手段固化下来。

2009 年乘用车市场的井喷预示着中国汽车市场正在迎来以普及需求为基本特征的高速增长阶段，我们的预测结果表明，2010 年和 2011 年中国乘用车市场仍将有不低于 15% 的复合增长率。跟踪结果显示主要乘用车企业未来 2 年的扩产计划仍然谨慎，产能扩张与产能利用率变化情况好于市场一般预期。

农村汽车消费已经具备客观的经济基础和现实需求，汽车下乡政策则扮演了催化剂的角色。农村居民实际可支配收入的快速增长奠定了汽车消费的经济基础，汽车消费的现实需求则来自谋求提高生产效率的需要和农村商品经济的快速发展。我们认为农村低端车消费未来仍将有好的表现。

随着海外经济逐步回暖，我们估计客车出口将会探底回升，但步伐可能比较缓慢，国内经济景气回升也将带动客流量和客车销量的回升。虽然客车行业近几年都显示低弹性特征，但 2010 年客车行业的复苏趋势已然确立。铁路动车组的蓬勃兴起对客车客源似乎有直接竞争关系，但研究表明这种需求替代关系目前还不十分明显。

由于建设投资的结构性变化、物流需求回升和采掘业增速提高，2010 年重卡销量增速有望进一步提高至 16%~20%。

2009 年汽车零部件行业欣欣向荣。行业集中度相对较高的一级和二级配套商，产能不足的矛盾十分突出，2010 年仍然有较大的扩产增收空间。全球金融危机虽然使中国外向型企业也经历了阵痛，但长期看，金融危机对汽车零部件企业带来更多的是扩大市场份额的机遇。

我们认为新能源汽车已上升为国家战略而脱离了汽车产业本身的局限，这将是基于低碳经济的一场技术革命。即将崛起的新能源汽车将广泛带动相关产业的发展，将为围绕电池、电机和电控系统的产业链各个环节带来巨大的发展空间。与此同时，在整车和核心部件集成研发方面获得先机的汽车企业，其产业竞争地位也将得到显著提升。

2010 年汽车行业将百花齐放，预计子行业景气均将处于上升或高位维持状态，多元化组合投资将是较佳选择。唯一遗憾的是，由于 2009 年的高景气，行业估值相对市场的折扣正在消失，2010 年选择汽车股投资获得超额收益的难度相对 2009 年大幅增加。但可以确信的是，汽车股的投资仍然是低风险的选择，择时和择股是获得成功的要点。

依据上述结论，我们给出核心汽车公司的投资评级。2009 年零部件行业的累计涨幅明显小于整车行业，除整车行业更好的盈利弹性外，零部件行业景气跟随相对滞后也是重要的原因，未来 1 个季度，我们更看好零部件行业的相对收益表现。

乘用车企业，继续看好增长前景确定的上海汽车、一汽轿车和高弹性的长安汽车；农村消费兴起的主要受益企业是长安汽车、福田汽车和江淮汽车；商用车企业，我们重点推荐宇通客车和中国重汽；零部件行业，重点推荐政策和外需增长受益者威孚高科、东安动力、福耀玻璃以及中鼎股份；此外，我们仍然看好围绕电池系统的新能源汽车主题投资机会。

图 1、汽车股相对沪深 300PE 相对值

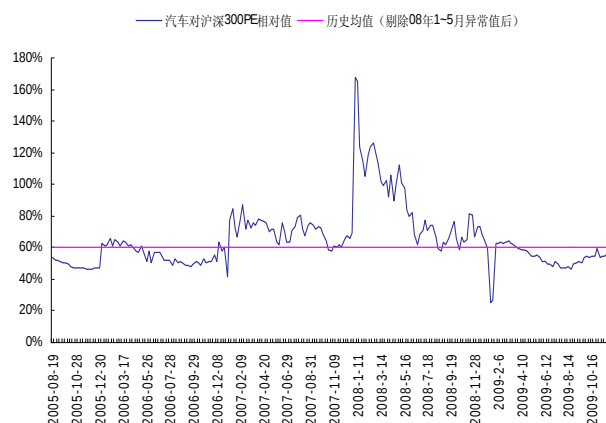
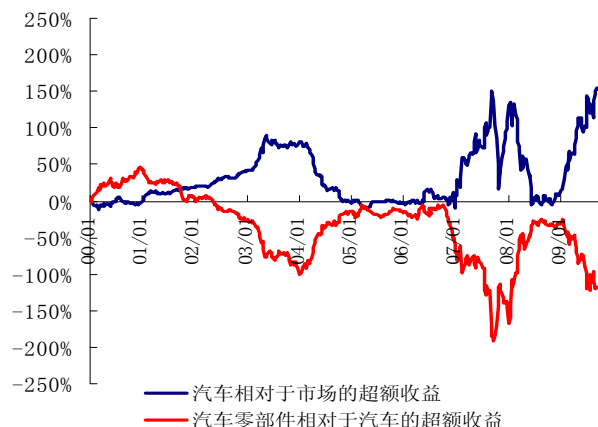


图 2、汽车零部件相对于汽车的超额收益



数据来源：WIND，华泰联合证券研究所

表 1 盈利预测及估值表

盈利预测			估值水平		
评级	2009E	2010E	09 年 PE	10 年 PE	
一汽轿车	增持	0.78	0.98	29.62x	23.57x
上海汽车	增持	1.10	1.32	21.56x	17.97x
长安汽车	增持	0.45	0.93	31.11x	15.05x
一汽夏利	中性	0.12	0.15	69.33x	55.47x
福田汽车	增持	0.98	1.20	19.01x	15.53x
潍柴动力	增持	4.02	4.51	14.48x	12.91x
中国重汽	增持	1.05	1.65	26.19x	16.67x
江淮汽车	增持	0.32	0.65	34.72x	17.09x
江铃汽车	增持	1.15	1.35	19.41x	16.53x
宇通客车	增持	0.93	1.21	19.66x	15.11x
威孚高科	增持	0.62	0.95	25.94x	16.93x
东安动力	增持	0.78	1.21	19.45x	12.54x
华域汽车	无评级	0.62	0.73	16.61x	14.11x
福耀玻璃	增持	0.53	0.83	26.64x	17.01x
中鼎股份	增持	0.49	0.65	25.31x	19.08x
云内动力	中性	0.34	0.40	39.71x	33.75x
宗申动力	增持	0.68	0.84	25.66x	20.77x
一汽富维	增持	1.15	1.41	19.09x	15.57x
万丰奥威	无评级	0.20	0.25	48.35x	38.68x

数据来源：华泰联合证券研究所预测

注：以 2009/11/26 收盘价计算，上海汽车盈利预测为经常性损益

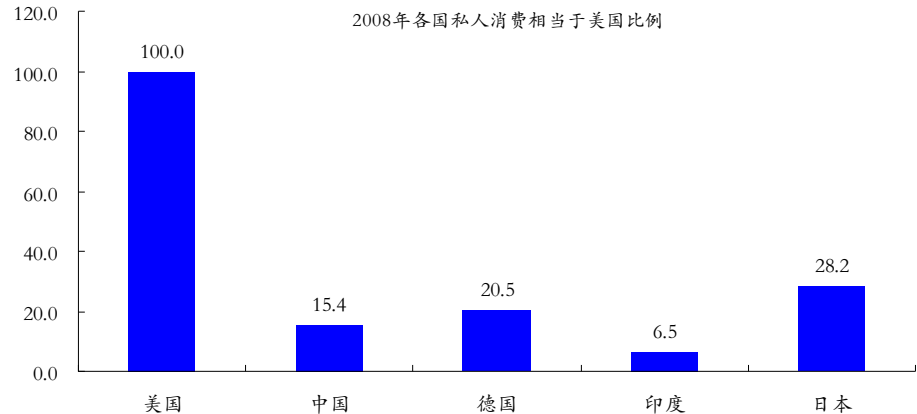
政策扶持只会强化

实现全球经济再平衡已成为全球共识

2008 年，以平均汇率折算，中国、德国、印度和日本四国的私人消费分别相

当于美国的 15.4%、20.5%、6.5%、28.2%。4 个大国私人消费的总和仅相当于美国的 70%。消费和服务——生产和融资——资源供给的全球分工模式反映了经济全球化程度日益加深，但同时，在缺乏有效协调的情况下，这一变化也导致了全球性失衡。

图 3、全球主要国家私人消费规模比较



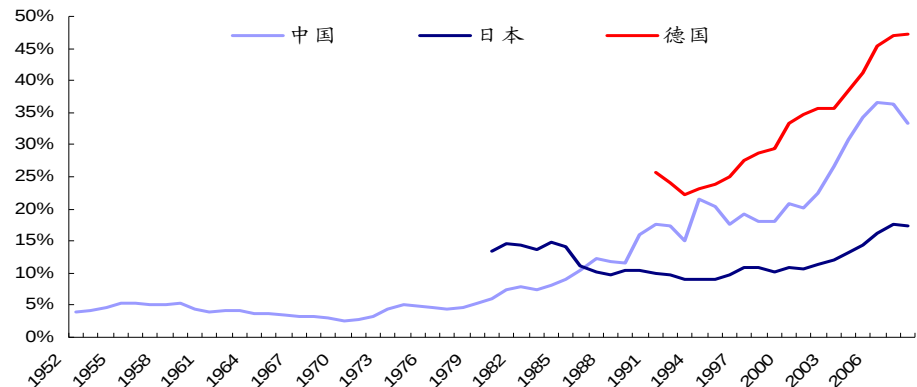
数据来源：CEIC, 华泰联合证券研究所。根据 2008 年平均汇率折算

经济失衡被认为是全球经济发展不可持续性的根源，并导致一系列潜在和现实的巨大风险（如 2008 年的全球金融危机）。在近期一系列国际首脑峰会中，实现全球经济再平衡已成为主要国家的共识，并开始以制度化形式推进这一进程的展开。由此而必然催生的新格局是，全球分工中，某个国家过分集中于某种经济职能的情形将改变，生产国更多的消费（进口），消费国更多的生产（出口）。无论出于主动还是被动，这种变化已经开始。

中国必须转变增长方式

截止 2008 年，中国出口依赖度已经远远超过了以外贸立国的日本，仅次于世界第一大出口国德国。如果考虑到中国最大的贸易顺差国地位和相对低附加值的出口产品结构，主要依靠总量增长的方式意味着中国外贸出口在全球贸易中所能提高的份额已经十分有限，甚至可能转而下滑。越来越多的贸易摩擦正是这一前景的写照。

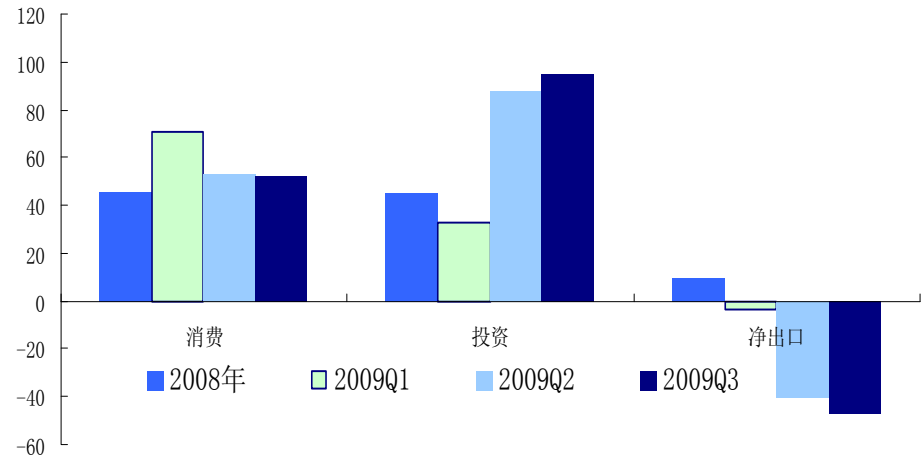
图 4、中国、德国和日本外贸依存度变化比较



数据来源：CEIC, 华泰联合证券研究所

虽然 2008 年的全球金融危机重创了中国对外出口业务，但经济增长的结构性问题并没有得到缓解，2009 年前三季度，投资拉动 GDP 增长高达 7.3 个百分点，消费贡献 4 个百分点，净出口对 GDP 的拉动为负 3.6 个百分点。

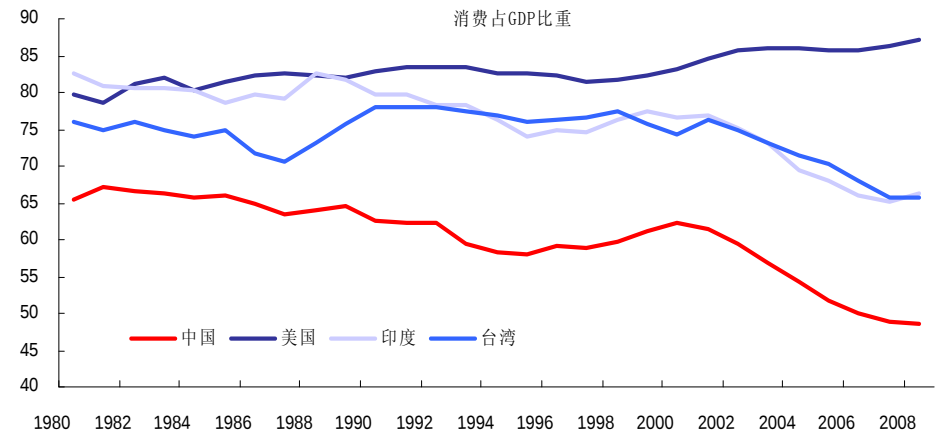
图 5、投资对 GDP 增长的贡献率进一步上升



数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所。

2003 年开始的新一轮经济增长以来，中国消费增长稳步攀升，但消费占 GDP 的比重却缓慢下降。无论是比发达国家，还是比发展中国家，中国经济增长中消费所占的比重太低。2008 年，中国、美国、印度和台湾的这一比重分别为 48.6%、87.2%、66.2%、65.7%。

图 6、各国消费所占比重比较（1980-2008，%）



数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所。全部国家（地区）数据都包含了政府消费

投资和出口对经济增长的拉动看起来已经接近极限，基本可以形成的结论是：第一，中国的消费必须增长得更快，消费名义增长必需超过名义 GDP 增速，对于中国来说是一个合理的速度，只有这样，未来消费占 GDP 的比重才有望逐渐缩小；第二，即便按照现在的增长速度，中国的消费仍不能弥补外需下降留下的需求缺口。

汽车消费是拉动内需的中坚力量

社会消费品零售总额统计数据显示, 2008 年和 2009 年前 10 月汽车消费占比分别为 21.2%和 26.3%, 为占比最大的消费品门类; 2007 年、2008 年和 2009 年前 10 月, 汽车消费在社会消费品零售总额中的增速贡献占比分别为 27.2%、22%和 48.8%, 远远超过其他消费品门类。汽车消费已经成为启动内需的中坚力量, 并具有巨大的产业链带动效应, 其对内需的拉动作用无可替代。

图 7、社会消费品零售总额分商品占比情况

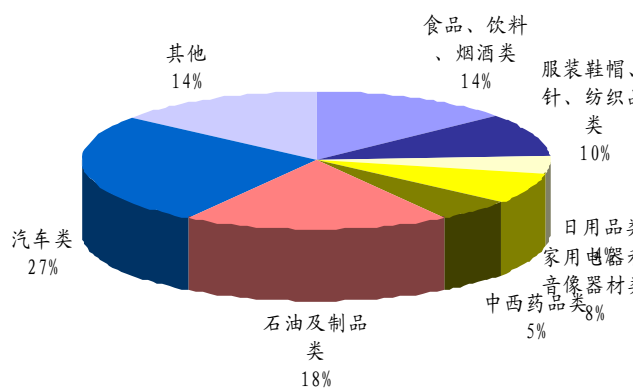
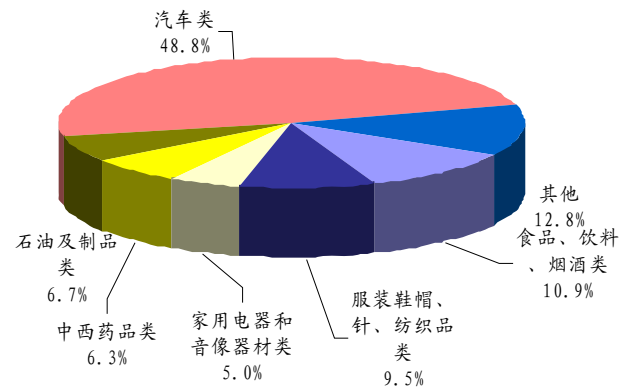


图 8、社会消费品零售总额各门类增速贡献占比



数据来源：统计局, 华泰联合证券研究所

强化扶持政策和结构调整引导并存

2009 年将是启动内需、彻底改变增长方式的元年, 席卷全球的金融危机促使了这一趋势的确立。基于这一结论, 对未来汽车产业政策的取向已经可以作出明确判断: 作为拉动内需增长的最重要组成部分, 汽车产业未来的地位只能进一步得到强化, 汽车消费的刺激政策在未来 2~3 年内不可能转向, 缓解因此而带来的能源供给和环保压力将主要依赖结构性调整的政策引导。

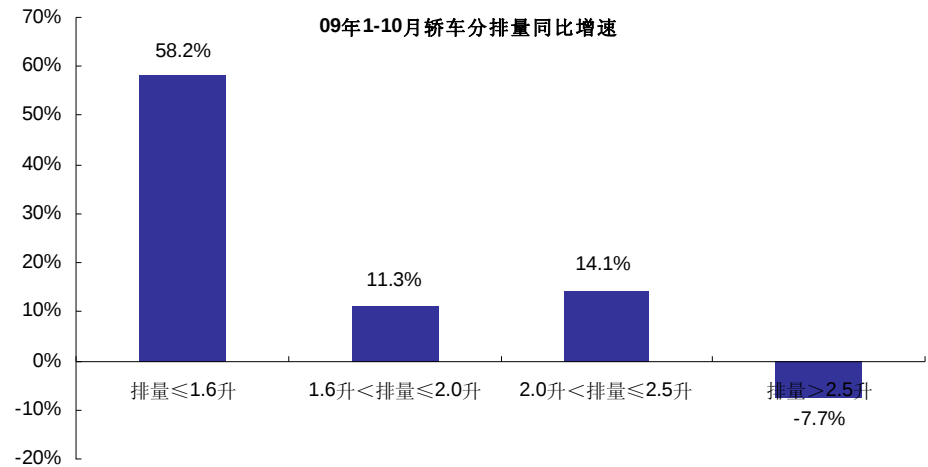
未来汽车消费的鼓励刺激政策将进一步倾向于以下 3 个方面: 第一, 加大小排量汽车的税收优惠, 引导社会消费理性化, 这将是未来汽车产业政策的长期重点; 第二, 以税收及政府补贴等优惠措施推进新能源汽车产业化进程, 以期在 2015~2020 年的时间段根本上解决发展汽车产业与能源和环保压力之间的矛盾; 第三, 启动农村汽车消费。

乘用车——需求依然强劲

需求依然强劲

1~10 月, 国内汽车销量为 1087 万辆, 同比增长 37%, 预计全年汽车销量将至少达到 1320 万辆, 同比增长 41%, 超过了 2002 年的 37.5%和 2003 年的 33.5%, 创历史新高。其中轿车销量增长了 40%, 预计全年销量可达 730 万辆左右, 同比增长 44%, 1~10 月微型客车销量增长了 76%, 轿车和微型客车的销量井喷带动了行业整体快速增长。从轿车分排量的增长情况看, 税收优惠及汽车下乡补贴政策对销售起到了十分显著的刺激作用。

图 9、 2009 年 1~10 月分排量轿车销量同比增长率



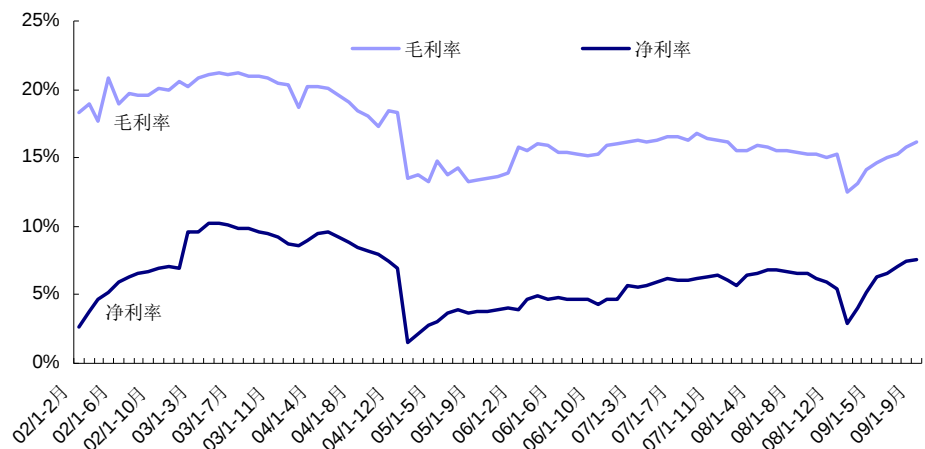
数据来源：汽车工业协会

2009 年汽车消费的井喷具有如下两个普及消费的基本特征：1) 消费增长主要来自中小型城市和中西部后进地区驱动；2) 消费结构的低端化，消费诉求越来越体现基本代步功能。观察全球汽车发展史，美国、日本和韩国等发达国家均经历了长达 15 年的以汽车普及消费为特征的高增长阶段，我们认为从 2009 年开始，中国汽车市场正在迎来相同的发展阶段。我们的预测结果表明，2010 年和 2011 年中国乘用车市场仍将有不低于 15% 的复合增长率。

产能扩张温和，利润率有望维持稳定

2009 年销量高速增长和产能利用率大幅提升带来了行业盈利状况非常显著改善，前 3 季度的行业累计净利率水平已经达到 7.52%，估计全年净利率水平将超过 8%，是继 2003~2004 年后的最高水平。利润率水平快速提升的主要因素可以归结为：1) 迅速提高的产能利用率；2) 规模效应导致的成本下降，毛利率提升；3) 原材料成本的下降。

图 10、 重点汽车企业集团毛利率和净利率变化图



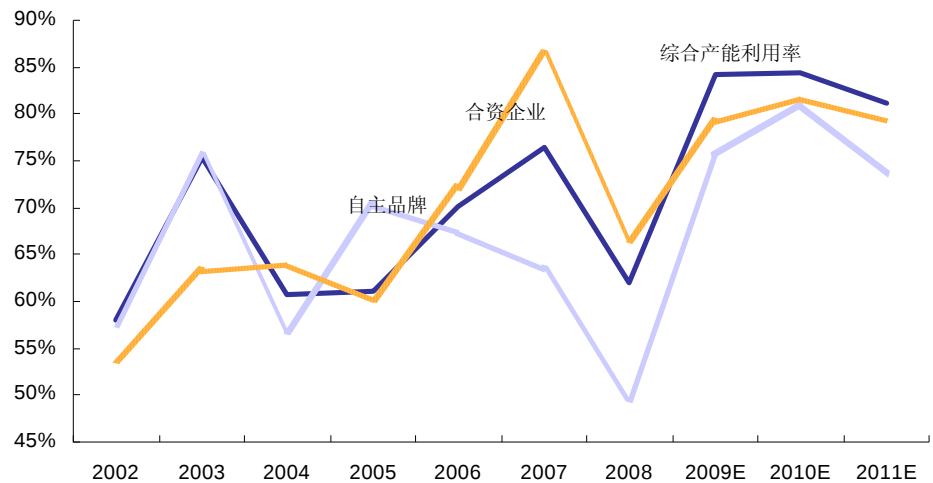
数据来源：汽车工业协会

原材料成本可预期的上升是未来利润率压力的一个因素，其中钢材价格变动

的影响最大。过去几年钢铁行业产能扩充主要集中在板材，至目前产能已有较大过剩，即使 2010 年钢材价格由于需求量上升出现显著上涨，我们预计车用板材的价格涨幅不大可能超过 10%，对汽车行业的整体影响有限。对汽车产业利润率影响最为显著的仍然是产能利用率的变化，产能利用率的变化首先导致规模效应变化，其次，产能利用率的下降也意味着供给过剩，产品价格下降压力也随之而来。

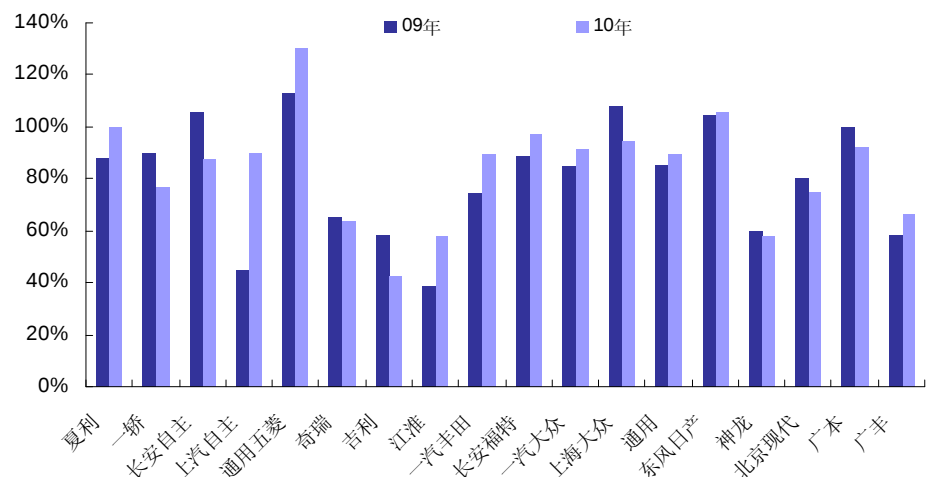
根据我们的跟踪统计，2009 年估计主要乘用车企业的平均产能利用率由上年度的 66.5%提高到了 79.2%，如果剔除产能利用率极低的个别企业（主要是自主品牌轿车企业，如上汽 37.5%和江淮 45%），综合产能利用率在 80%以上，其中合资公司的产能利用率情况更好。

图 11、乘用车行业产能利用率变化图



数据来源：华泰联合证券研究所

图 12、主要乘用车公司产能利用率情况



数据来源：华泰联合证券研究所

跟踪观察的结果显示主要乘用车企业未来 2 年的扩产计划仍然谨慎。2010 年的产能扩张主要依靠技改实现，我们估计产能增长率为 16.5%，主要轿车和交

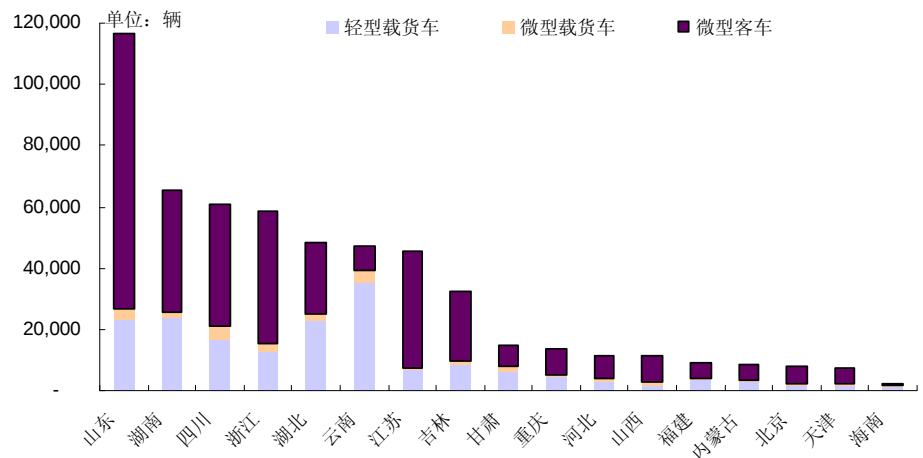
叉型乘用车企业的总产能为 1036 万辆，产能利用率将进一步提高至 82%。2011 年大部分新增产能扩建项目将基本投入使用，产能达到 1200 万辆，同比增长 16%，产能利用率略有下降至 80%，产能扩张与产能利用率变化情况好于市场一般预期，这意味着如果不考虑制造成本的超预期变化，行业利润率水平状况在未来 2 年可基本维持稳定。

农村市场——小荷才露尖

汽车下乡政策效果显著

汽车下乡政策的主要受益车型是微型客车和轻型卡车。根据财政部公示的补贴情况，剔除约 242 万辆的摩托车，1~10 月享受补贴的微客、轻卡和微型卡车分别为约 59 万辆、28 万辆和 4.2 万辆（抽样比例估算数据），预计 2009 年全年微客、轻卡和微卡的农村销量将分别达到 73 万辆、33 万辆和 5 万辆。以全年微客、轻卡和微卡预测数据估算，剔除农村补贴消费部分，三者的同比增长率分别为 16%、-6.2%和 5.3%。估算结果可以这样解读：微客的高增长来自汽车下乡和购置税减半双重政策因素刺激，轻卡下乡直补政策实施时间较短，潜力较大，同时，轻卡和微卡表现的差距可能与不能享受购置税减半政策有直接关系。

图 13、 样本省份汽车下乡产品销量情况



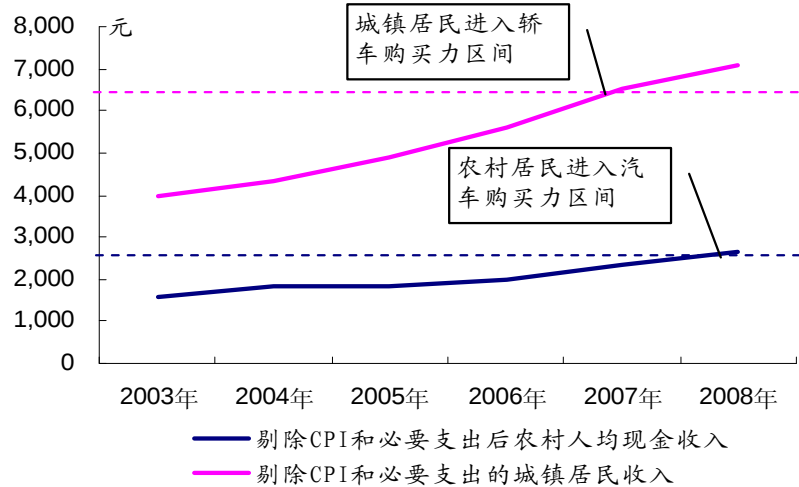
数据来源：财政部网站

农村市场潜力巨大，而且已经被启动

农村居民实际纯收入的快速增长奠定了汽车消费的经济基础，汽车消费的现实需求则来自谋求提高生产效率的需要和农村商品经济的快速发展，汽车下乡政策则扮演了催化剂的角色。

实证研究表明，以 10 万元的轿车均价计算，城镇居民的购车收入门槛约为人均 14000 元，对应剔除 CPI 和必要生活开支的人均收入是 6500 元。假设农村居民的购车条件具有相同的 R 值，按照国家统计局公布的 2008 年底城镇居民每户人口 2.91 人计算户均收入，则户均人口 4.01 人的农村，农村居民购买 5 万元左右汽车的人均剔除 CPI 和必要生活和生产性开支的收入门槛是 2359 元，对应调整前农村人均纯收入为 5300 元。

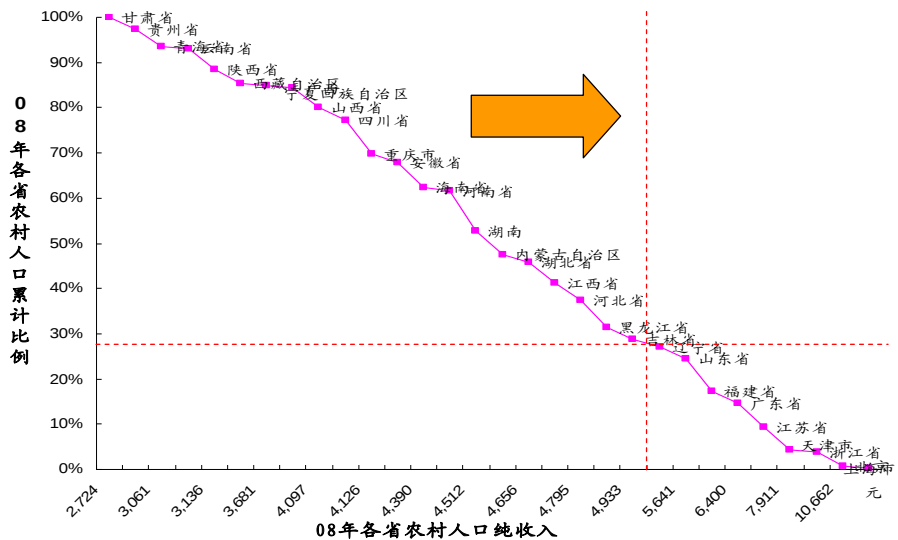
图 14、城镇居民和农村居民近年分别进入了汽车购买力区间



数据来源：CEIC，联合证券研究所
注：以 2001 年 CPI 为基期

统计结果显示全国平均的农村人均纯收入已经越过了低端汽车的消费门槛，但非常显著的地区收入差别意味着真实有效需求仍然集中在少部分经济相对发达的地区。以分省市的人均可支配收入水平来观察，至少有占比 28% 的农村家庭已经具备了低端汽车的消费能力，即约 5600 万户，这已然是一个庞大的消费基数。

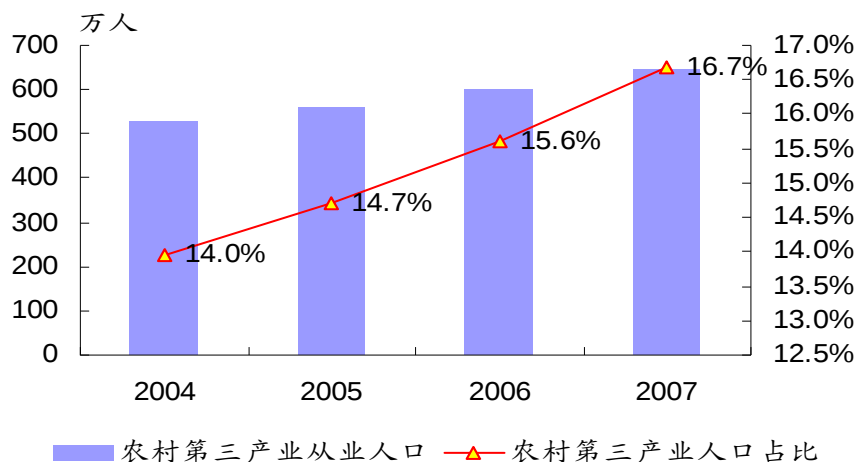
图 15、分省市农村居民纯收入与居民人口总量累计对应关系



数据来源：国家统计局，联合证券研究所

经济增长和转移支付政策促进了过去几年农村经济的快速发展，农村商品经济已具规模，第三产业逐年提高，个体经营交通运输逐渐增多，对汽车的需求也将逐步上升。统计数据显示，农村第三产业在农民收入增长中的重要性呈现不断增强的趋势，以农业大省四川为例，从事第三产业的农村人口占比也在不断提高。农村小商品经济的发展使得多功能用途的微客、微卡及轻卡具备了现实的市场基础。

图 16、四川省农村从事第三产业人口总量变化情况



数据来源：四川省统计局，联合证券研究所

新能源汽车——战略性新兴产业

“有关部门正酝酿推出《战略性新兴产业发展规划》，该规划将成为国家四万亿投资规划，十大产业振兴规划出台之后的又一项振兴经济的重大举措。”“战略性新兴产业将包括新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业七大产业。”“与此相应的，据前述消息人士透露，由于被优先列入战略性新兴产业，酝酿已久的《新能源振兴规划》将并入《战略性新兴产业发展规划》中同期出台，该规划中，对于各项新能源发展的规划都有了相当规模的调高。”——《21 世纪经济报道》21 日文。

我们认为新能源已上升为国家战略而脱离了汽车产业本身的局限，这将是基于低碳经济的一场技术革命。基于对已有政策信息的脉络整理，新能源汽车成为中国“低碳经济”最重要着力点和中国经济重要的新增长点，其上升为国家战略重要组成部分的定位已基本明朗。

表 2、全球新能源汽车销量预测			单位：万辆
	中国	其他地区	全球合计
2008	0	60	60
2009	1	78	79
2010	10	101	111
2011	50	132	182
2012	70	165	235
2013	91	206	297
2014	118	257	375
2015	154	309	463
2016	185	371	556
2017	221	445	666
2018	255	520	775
2019	280	590	870
2020	300	650	950

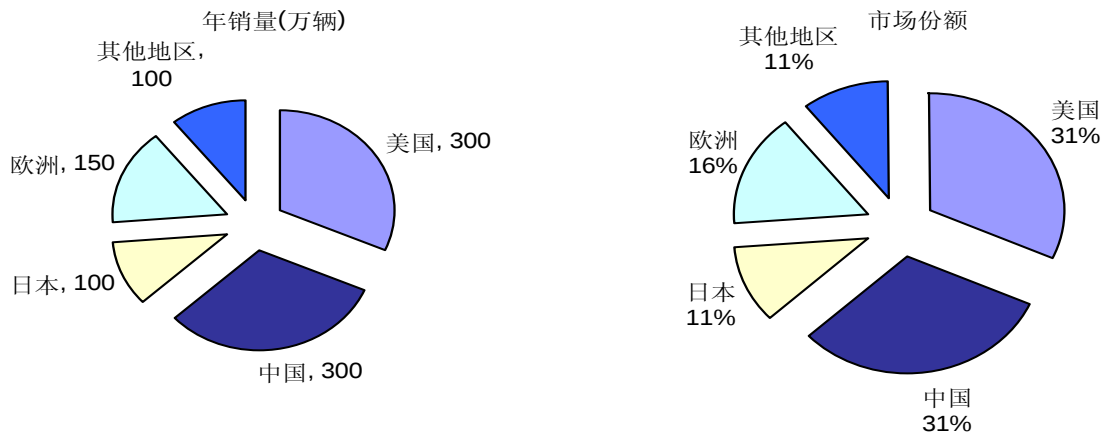
资料来源：华泰联合证券研究所预测

我们预计至 2011 年末，中国将实现乘用车新车销售 5% 为新能源汽车的目标，

达到 50 万辆/年，而其他地区年增长率可保持 30%，据此预测 2011 年末全球新能源汽车销量将达 182 万辆/年。预测 2009 年至 2020 年全球乘用车市场销量年复合增长率为 2.5%，则 2020 年末全球乘用车市场销量大致为 7,000 万辆，新能源汽车销量占比接近 15%。

预计 2009 年至 2020 年中国乘用车市场销量复合增长率为 5%，2020 年末中国乘用车销量规模预计为 1,600 万辆，新能源汽车销量占比应高于世界平均水平，预计接近 20%，年销量接近 300 万辆。

图 17、全球新能源汽车 2020 年市场份额的预测



数据来源：华泰联合证券研究所预测

即将崛起的新能源汽车将广泛带动相关产业的发展，将为围绕电池、电机和电控系统的产业链各个环节带来巨大的发展空间。与此同时，在整车和核心部件集成研发方面获得先机的汽车企业，其产业竞争地位也将得到显著提升。

客车——已度过最困难时期

2009 年客车行业受宏观景气下滑影响较为显著

2009 年客车行业是表现最为低迷的子行业。1~10 月大型客车的销量下滑了 19%，中型客车的销量同比下滑了 12%，其中出口同比下滑了约 57.93%，绝对量减少了 5400 辆，国内市场同比下滑 11.57%。客车行业的萎缩可以归因于金融危机对海外出口的影响和国内经济景气下滑导致的内需减少。铁路动车组的蓬勃兴起对客车客源似乎有直接竞争关系，但我们的研究表明这种需求替代关系目前还不十分明显。

动车组对公路运输的替代作用不明显

根据铁道部的规划，到 2012 年，我国将建成客运专线 42 条，总里程 1.3 万公里，其中时速 250 公里的线路有 5000 公里，时速 350 公里的线路有 8000 公里。至 2009 年底，客运专线将通车 3084 公里，即 2010-2012 年新开通里程将达 10,742 公里。

从线路分布可以看出客运专线网络主要为建立省会城市及大中城市间的快速

客运通道。而根据交通部 2008 年的《全国公路水路运输量专项调查》显示，公路客运市场中省内客运量占全国公路客运量的 97.9%，剔除出租、公交后其占比仍达 96.28%。因此，跨省线路，特别是连接临近省份省会城市或大中型城市的线路对公路客运市场带来的影响将非常有限。同时，我们预期交通条件的改善更多地会带来新的客运需求，对原有需求的替代影响并不会如通常想象的那么显著。

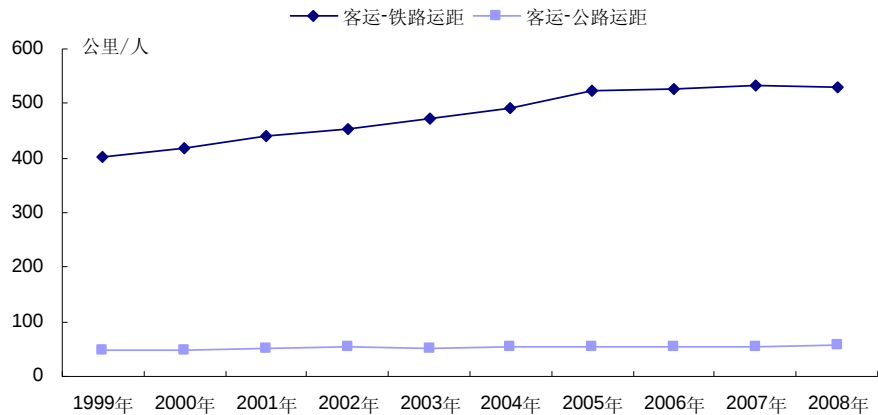
表 3、2008 年公路客运结构（按运营性质分类）

	公路客运量（亿人）	旅客周转量（亿人公里）
2008 年全年	268.2	12376.1
班线客车	52.50%	74.80%
其他营业性客车	3.90%	11.10%
出租车	11.30%	5.70%
公交车	32.30%	8.40%

数据来源：《全国公路水路运输量专项调查》，联合证券研究所

从平均运距看，依据国家统计局数据，铁路集中于 500 公里以上，而公路则在 50 公里左右，两者差异较大。

图 18、公路、铁路客运运距



数据来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

根据《全国公路水路运输量专项调查》，公路客运平均运距为 46.5 公里，剔除出租、公交后，平均运距为 70.3 公里，仍在 100 公里以下。按照运距区分，100 公里以下客运量占比达 90.2%，剔除出租、公交后（假设出租、公交运距均在 100 公里以下）其占比仍达 86.2%。因此，我们可以认为占据绝大多数运量的省内客运平均运距也在 100 公里以下，即以短途运输为主。

表 4、2008 年公路客运结构（按运距分类）

	公路客运量	旅客周转量
100 公里以下	90.20%	43.20%
100~200 公里	5.50%	14.20%
200~400 公里	2.70%	14.90%
400~800 公里	1.10%	13.10%
800 公里以上	0.50%	14.60%

数据来源：《全国公路水路运输量专项调查》，华泰联合证券研究所

而根据铁道部《2007 年铁道概述》，动车组 2007 年旅客发送量 6121 万人，旅客周转量为 129 亿人公里，其平均运距为 210.75 公里。可见公路客运的主体需求和客运专线有较大差异，我们预计 200 公里以上公路客运将是受影响的主体（剔除出租、公交后，该运距客运量占比为 7.62%）。

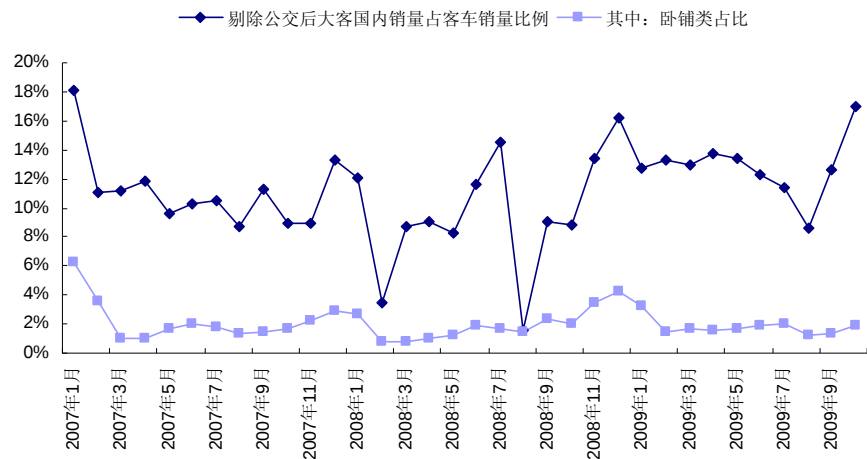
对于途中线路客流影响，即 100~200 公里运距（剔除出租、公交后，该运距客运量占比为 9.75%），我们认为在目前现有线路直达客流占据客运专线的绝大多数客运量的情况下，对该部分影响有限。由于预计未来三年客运专线投资将以新建为主，对原有线路扩充有限，因此途中线路客流影响不会呈现迅速扩大的趋势。

我们以浙江省近期情况为例分析，其第一条高速铁路甬台温铁路和温福铁路 9 月 28 日开通后。黄金周期间，由于旅客流量大，杭州往温州、台州方向的客运班线影响较小，宁波发往台州的旅客同比下降 13.7%，发往温州的旅客同比下降 21.2%。黄金周以后，10 月 9 日-11 日，杭州发往温州的旅客同比下降 27.3%，而客运专线开通对途中沿线客流影响较小（台州地区班线）。其主要原因有三个：一是台州地区火车站除黄岩站离市区较近外，三门、临海、温岭的火车站离市区较远，辅助交通、公交设施尚不完善；二是动车组配备运力不足；最主要的是该铁路线客流以宁波-温州、杭州-温州的直达客流为主，而动车组列车不允许超载，造成途径的旅客买不到票。

因此，我们认为客运专线对公路客运市场客运量的影响范围大约在 10%。

基于以上分析，我们判断客运专线对公路客运用大型客车影响较大。但目前剔除公交后大客国内销量占客车销量比例仅为 11%（07 年以来均值），其中还有相当部分旅游用大客。因此我们预计受影响的公路客运用大客国内销量占比仅为 6%~8%，其中卧铺类预计影响较大，占比为 2%（07 年以来均值，无法剔除出口）。

图 19、剔除公交后大客国内销量占客车销量比例



数据来源：中客网，CAAM，联合证券研究所

从大客细分市场来看，目前公交占比较高，非公交国内销量中含相当部分旅游用车，我们预计受影响比例在 20%~25%。假设大客公路客运市场下滑 20%，对大客销量影响在 4~5 个百分点，但我们认为公交和旅游市场仍将有一定增长，因此大客市场出现下滑的概率并不大。

客车行业将如期迎来复苏

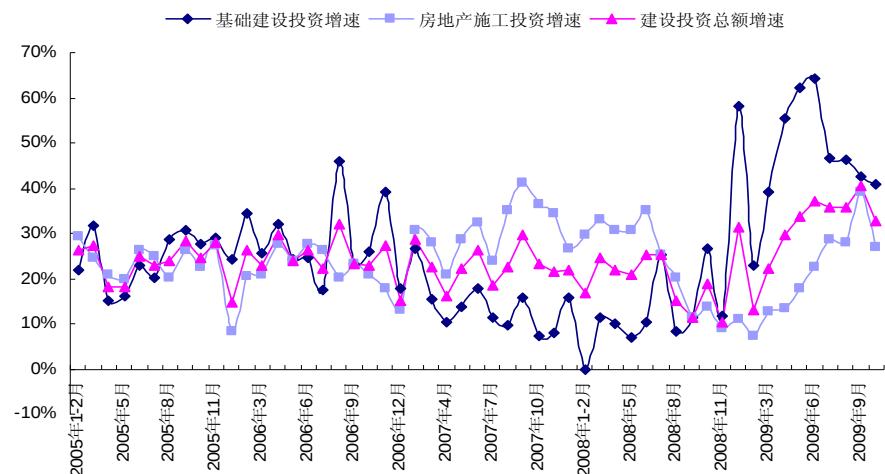
随着海外经济逐步回暖，我们估计客车出口将会探底回升，但步伐可能比较缓慢，国内经济景气回升也将带动客流量和客车销量的回升。虽然客车行业近几年都显示低弹性特征，但 2010 年客车行业的复苏趋势已然确立。

重卡——投资带动销售增长有望加速

建设投资的结构性变化

2009 年基建投资增速的异常高峰在 2010 年将难以维持，由于基数的迅速扩大，预计该数据明年将出现大幅回落。但值得注意的是，基建投资的周期长，重要性高，因此已投入项目的继续投入将有充分保证；同时，2009 年固定资产投资的大幅攀升由于其中新开项目较多，前期设备投入预计占比较大，从而 2010 年可能才是施工投资的高峰期，而重卡采购一般仅略提前于施工期，由于这种周期滞后性，我们对 2010 年基建投资采购工程类重卡仍可保持乐观。

图 20、基建投资增速、房地产施工投资增速及建设投资总额增速



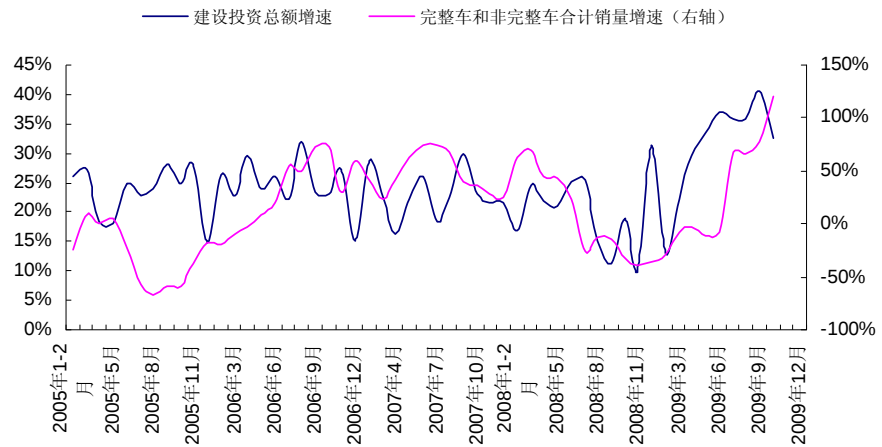
数据来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

注：由于统计局并未统计该项数据，因此我们将水上运输业、道路运输业、铁路运输业、航空运输业、水利管理业以及电网投资额的合计值作为观察指标

从 2 季度开始房地产销售状况的持续回升带动了房地产施工投资也呈现快速回升趋势，由于对 2010 年房地产销售状况仍持乐观预期，因此预计 2010 年全年房地产投资增速将比 2009 年有明显提高。同时，2009 年房地产施工投资中存量开发比例较高，而新开工比例直至下半年才有明显回升，因此预计 2010 年房地产施工对工程类重卡的采购增速弹性也将大于 2009 年。

因此，尽管我们预计 2010 年建设投资增速将由 2009 年的 33% 下降至 26%，但由于其中的结构性变化，我们预计工程类重卡 2010 年仍将有很好的增长。

图 21、 建设投资总额增速，完整车和非完整车合计销量增速

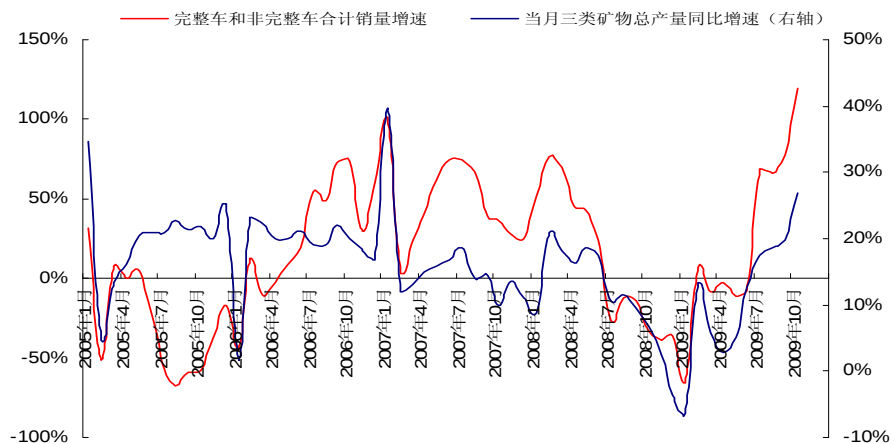


数据来源：国家统计局，中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

采掘业增速提高

国内重卡的一个重要采购群体为采掘业，特别是煤炭的现场作业车辆和运输车辆。由于宏观经济的回落，2008年下半年开始出现的三类矿物总产量（原煤、洗煤、铁矿石）增速下滑（12月甚至出现了罕见的同比负增长）对重卡需求造成了较大冲击。从5月开始，总产量增速的迅速回升使得该市场迅速回暖。

图 22、 三类矿物总产量增速与重卡增速



数据来源：国家统计局，中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

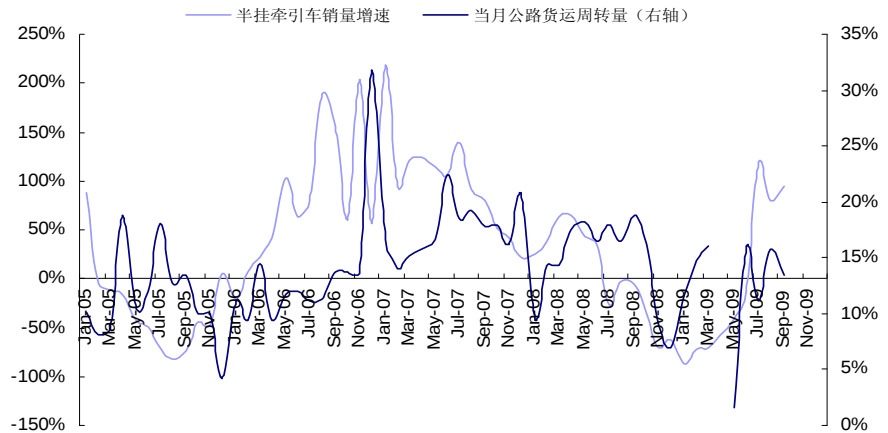
根据目前主流的宏观经济预测，2010年GDP增速至少在8.5%以上，因此我们认为同GDP增长联系紧密的采掘业增速也将高于09年，受此影响其对采掘作业和运输重卡的采购增速也将进一步提升。

物流需求回升

尽管目前出口复苏仍然艰难，但由于国内整体经济好转带来的内需启动带动了公路物流量增长的逐步恢复，使得半挂牵引车销售在下半年出现了强劲回升。明年内需增长带动公路货运周转量的进一步回升将确保半挂牵引车销量至少可维

持在目前水平。

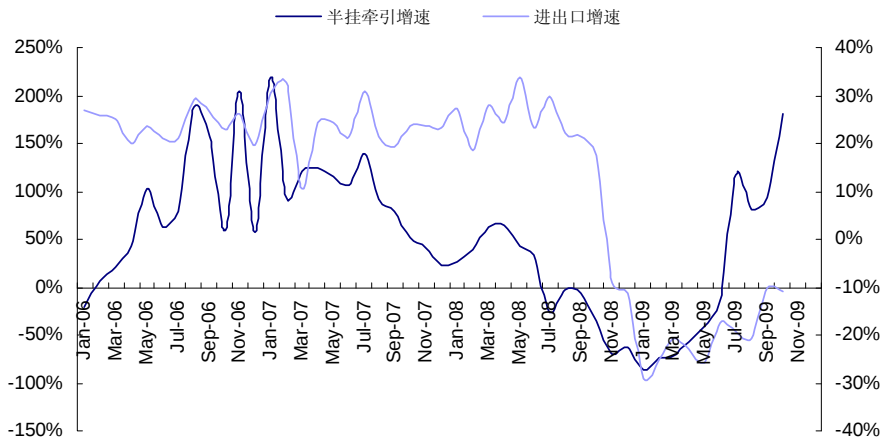
图 23、半挂牵引车销量增速与公路货运周转量增速



数据来源：国家统计局、CAAM、华泰联合证券研究所
注：4月统计口径的变化，使得同比数据缺失

而出口若能如期复苏，则有望使集装箱半挂牵引车销量进一步走高。

图 24、半挂牵引车销量增速与出口总额增速



数据来源：国家统计局、CAAM、华泰联合证券研究所

重卡市场明年增速有望超越 2009 年

2009 年全年重卡有望实现销售 62 万辆，同比增长约 15%。预计 2010 年影响重卡的主要三个方面建设投资、采掘业、物流均将呈现较好态势。由于 2010 年施工高峰的到来在上半年或将见到完整和非完整车辆销量的较大增长，但半年波动较大，全年我们预计月均应略高于 2009 年下半年水平；而半挂牵引车半年波动较小，预计 2010 年至少可维持在 2009 年下半年水平。因此预计 2010 年月均销量可能至 60000~62000 辆/月，增速达到 16%~20%。

零部件——内需强劲，外需增长可能超预期

内需强劲

虽然出口市场下滑巨大，但受益于国内整车配套需求的拉动，2009 年汽车零部件行业仍然欣欣向荣，主要原因是，国内零部件企业在大部分领域对外依赖度还比较小，其次，内需的增长足以弥补海外出口的下滑。事实上，行业集中度相对较高的一级和二级配套商，产能不足的矛盾十分突出，2010 年仍然有较大的扩产增收空间。2010 年行业新增扩产计划均将进入实施阶段，将带动行业上游产业链景气度的提升，上游产业直接受益的环节包括模具制造企业和生产线相关设备制造企业。

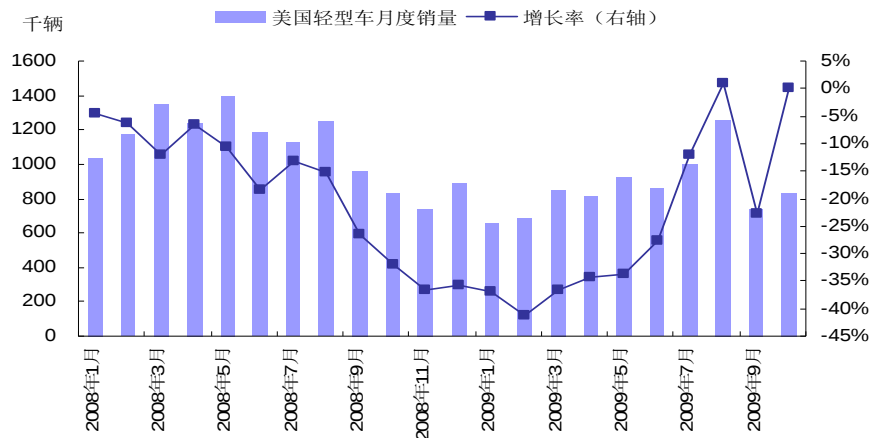
成本变化是零部件行业最主要的不确定因素。2009 年零部件行业享受了需求的爆发式增长和原材料价格大幅下降的双重利好，这一情况在 2010 年可能产生变化。2010 年经济景气进一步上行可以确定将带动原材料成本上升，对零部件行业盈利水平构成压力，其所受影响显然较整车制造业更大一些。但 2 个因素可能使情况并未象想象中悲观：一是高的产能利用率，二是由于外部环境的抑制，上游产业景气回升幅度可能比较有限。

海外汽车市场有望步入收获期

经历 2008 年 7 月开始的销量急剧下滑后，随着整体经济企稳和相关政策刺激的双重作用下，欧美汽车市场的企稳信号已较为明确。

尽管“旧车换现金”计划导致 8、9 月波动较为剧烈，但是 8~10 月的月度平均销量仍在 94.5 万辆的水平，相信之后随着透支影响的逐步消失和其整体经济的回暖，美国轻型车月度销量仍有较大概率恢复至 100 万辆。我们预计 2009 年下半年环比增长仍有望超过 15%，2010 年增长率可至 10%~15%（对应月度平均销量为 93~100 万辆）。

图 25、美国轻型车月度销量

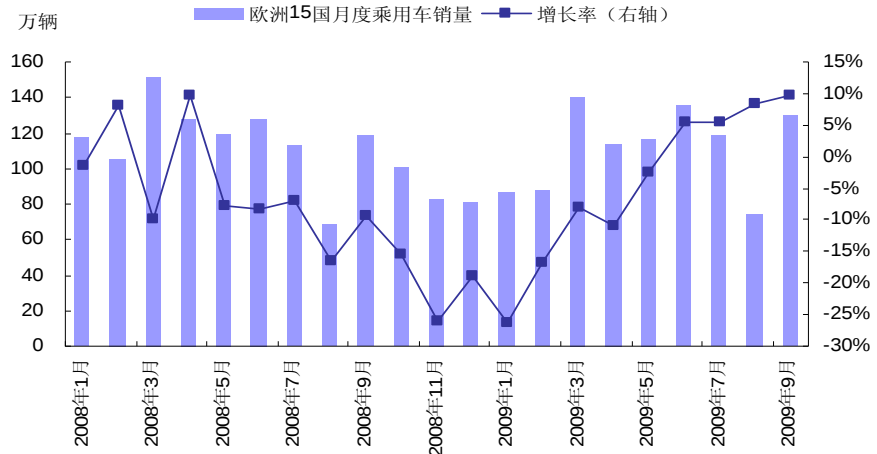


数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

由于欧洲各国纷纷采取汽车“以旧换新”补贴的刺激计划，2009 年欧洲汽车

市场复苏进程较快。其中，奥地利、德国、法国、意大利 1~9 月合计累计同比增长 6.68%、26.11%、2.39%、-5.86%；英国、西班牙之前下滑剧烈，1~9 月同比分别下降 28.67%和 15.46%，但近期均已同比转正。

图 26、欧洲 15 国乘用车月度销量



数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

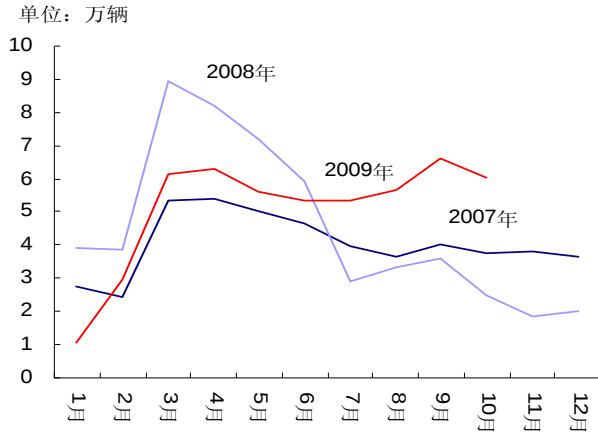
金融危机下欧美零部件供应商不断出现的倒闭情况。在美国市场，原本占据主要地位的墨西哥、加拿大、以及美国本土零部件企业在三大汽车厂商大幅削减采购，现金流枯竭等冲击下，几乎陷入行业性破产的局面。特别在克莱斯勒和通用汽车进入破产重组，大规模关停本土生产厂后，这一情形进一步加剧。随着竞争对手的消失，初步具备了全球竞争力的中国零部件企业在北美市场份额进一步上升。

欧洲零部件厂商情况仅略好于北美，同时过去由于欧洲整车厂商对于当地零部件企业有保护倾向，采购体系很少对中国企业开放。但在需求不振的背景下，目前其寻求高质量廉价零部件的意愿强烈，中国零部件企业在同欧洲零部件厂商的竞争中优势明显，市场份额也有望得到快速提升。

全球金融危机对跨国汽车集团的配套企业造成重创，虽然中国外向型企业也经历了阵痛，但长期看，金融危机对汽车零部件企业带来更多的是扩大市场份额的机遇。金融危机打破了过去阻碍中国汽车零部件出口的保护主义和进入限制，当站在了同一起跑线时，凭借高质量和低价格，中国企业的竞争优势将能够得到充分展现。随着海外汽车市场回暖，外向型中国零部件制造企业即将进入收获期。

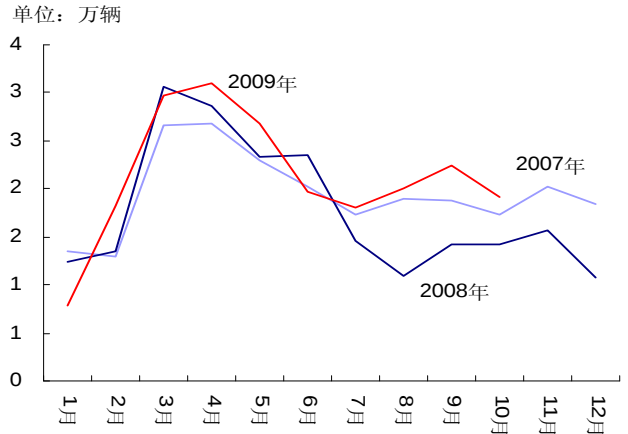
附表：各车型月度销量统计

图 27、重卡月度销量统计



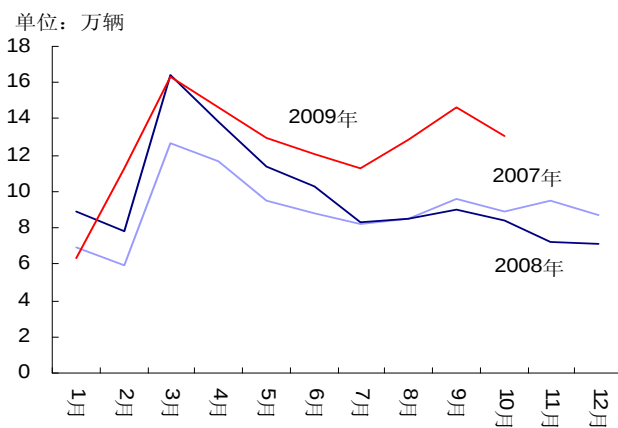
数据来源：中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

图 28、中卡月度销量统计



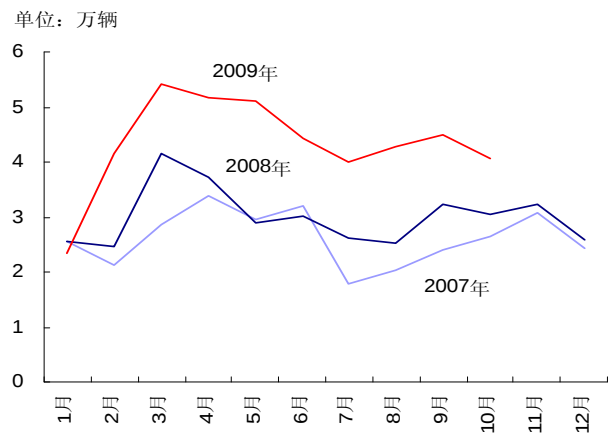
数据来源：中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

图 29、轻卡月度销量统计



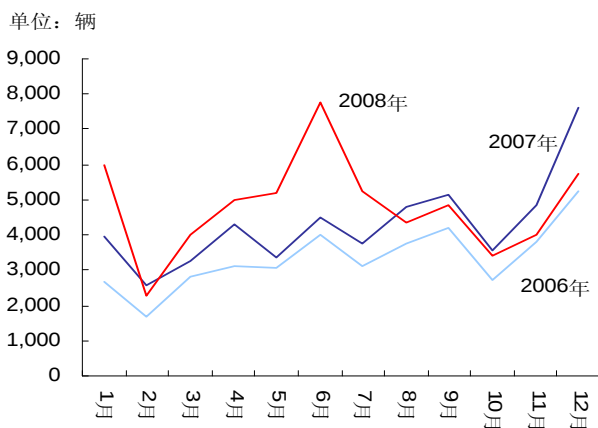
数据来源：中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

图 30、微货月度销量统计



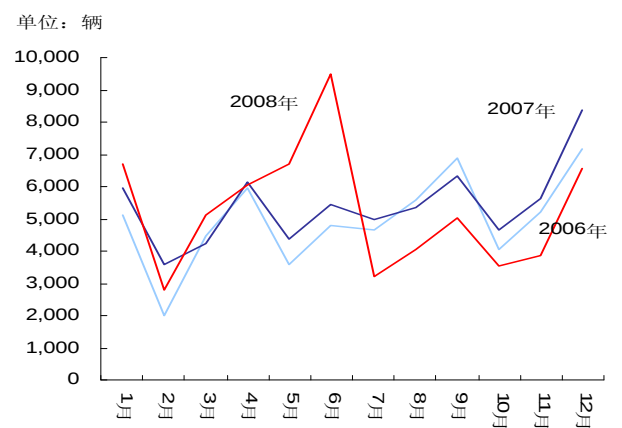
数据来源：中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

图 31、大型客车月度销量统计



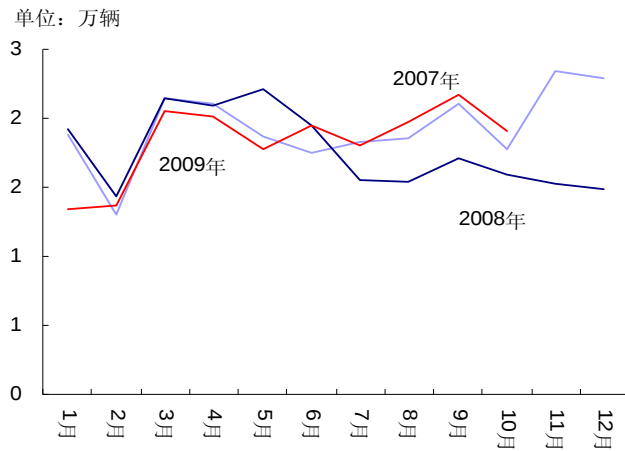
数据来源：中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

图 32、中型客车月度销量统计



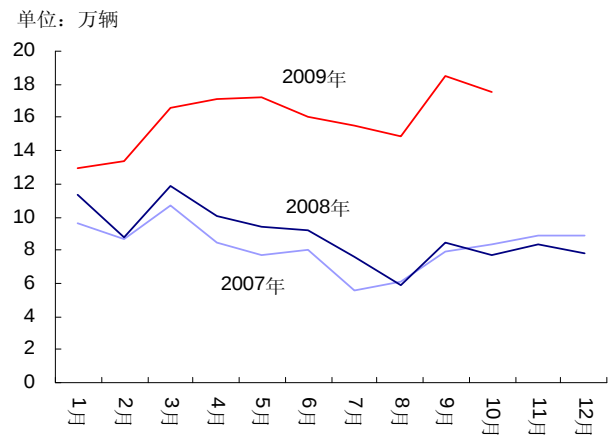
数据来源：中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

图 33、 轻型客车月度销量统计



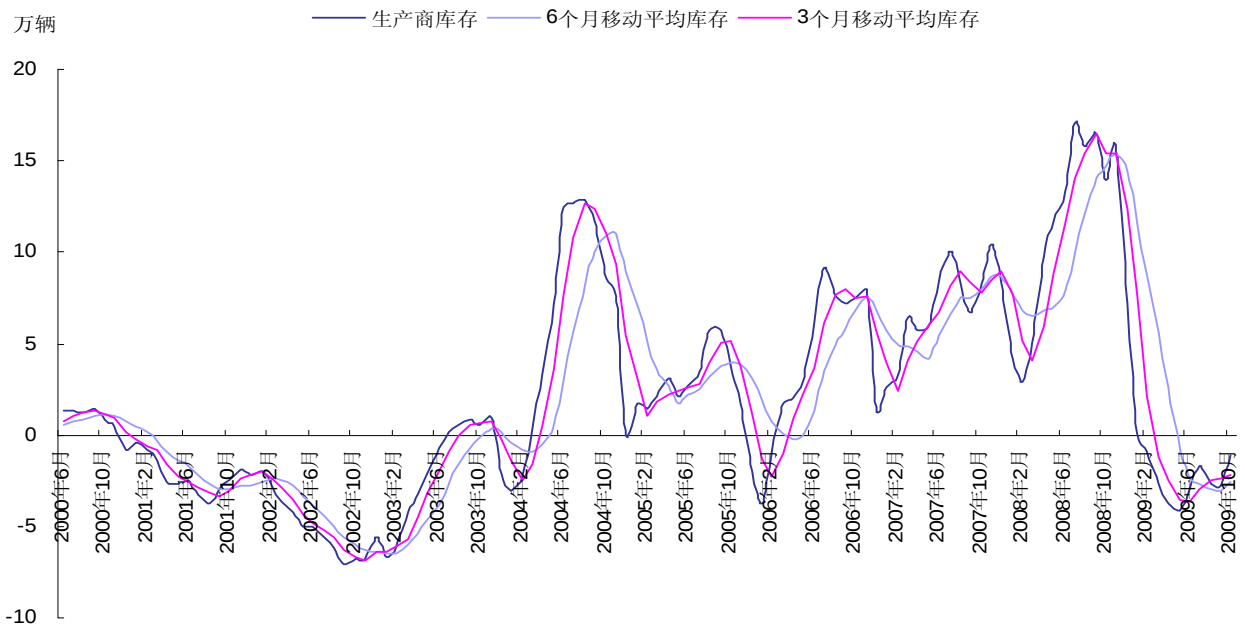
数据来源：中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

图 34、 交叉型乘用车月度销量统计



数据来源：中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

图 35、 轿车月度库存统计



数据来源：中国汽车工业协会，华泰联合证券研究所

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。