

汽车行业 2010 年投资策略

——重视价值投资 关注政策导向

优于大势

维持评级

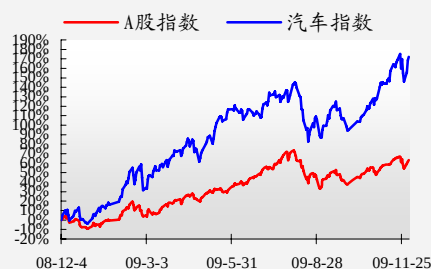
可选消费/汽车与零部件

2009 年 12 月 3 日

投资要点:

- 自 2000 年至 2009 年的 9 年, 中国汽车产量的复合增长率约为 22.60% (2009 年的汽车产量以 1300 万辆计)。中国正处于汽车快速进入家庭的时期, 未来 5-10 年年复合增长率有望继续维持 20% 左右。
- 自 2001 年以来, 中国汽车工业已经经历了两个完整地周期; 一个是 2001-2004 年; 一个是 2005-2008 年。2009 年是第三个周期的开始, 我们判断 2010 年仍处于第三个周期的上升阶段。
- 国家刺激汽车消费的产业政策在 2010 年不变的可能性很大, 并有望对新能源、汽车以旧换新、财政补贴等政策进一步加强。另外, 考虑到 2009 年第一季度低基数的情况, 至少中国车市明年上半年的走势没有问题, 下半年还不好判断, 我们将动态调整投资策略。
- 2009 年三、四线城市的销量增长率远超过了一、二线城市, 而且在一、二线城市, 汽车也逐步从奢侈品过渡到必需品。2010 年这种趋势仍将延续。
- 2009 年, 中高排量轿车和小排量轿车的市场明显拉开差距, 由以前的 50: 50 的比例, 变为 30: 70 的比例。因此汽车行业的产能问题也就有了答案: 短期来看, 中高排量轿车的产能过剩, 小排量轿车的产能不足。
- 根据 WIND 资讯, 以三季度业绩*4/3 计算 (剔除负值), 截止 11 月 30 日收盘, 汽车行业的市盈率为 28.78 倍, 在所有行业中仍处于偏低水平。从历史看, 仅略高于 2001 年以来的平均值 27.76 倍。
- 我们仍给予行业“优于大势”的投资评级, 但更看好乘用车子行业相关个股的投资机会。给予江淮汽车 (600418)、一汽轿车 (000800)、华域汽车 (600741)、江铃汽车 (000550)、宇通客车 (600066) 等个股“推荐”的投资评级。

走势图



子行业

评级

乘用车	优于大势
零部件	优于大势
商用车	优于大势

重要公司

评级

江淮汽车	推荐
一汽轿车	推荐
华域汽车	推荐
江铃汽车	推荐
宇通客车	推荐

分析师: 刘立喜

TEL: (8621)6337 7000-257

FAX: (8621)6337 3209

Email: llx365@vip.sina.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

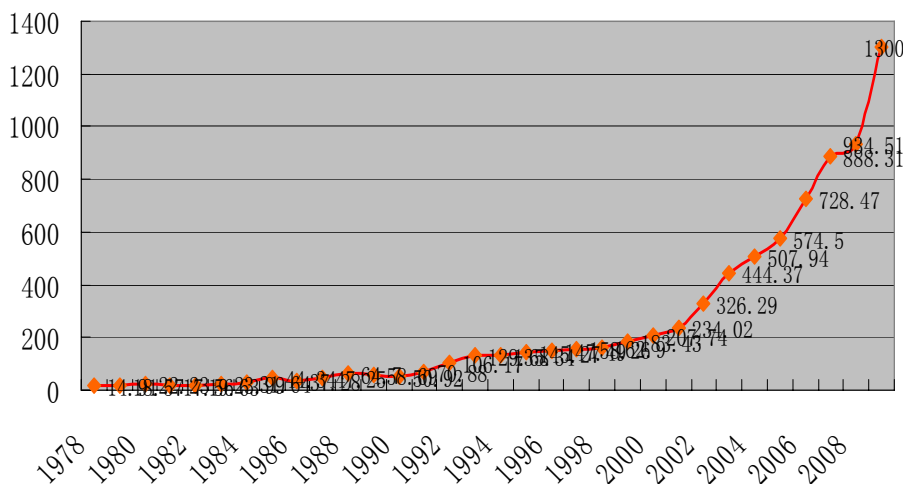
邮编: 200002

一、行业回顾与展望：

1、中国正处于汽车快速进入家庭的时期，未来 5-10 年年复合增长率有望维持 20% 左右。

我们整理了中国改革开放 30 年的汽车产量数据（如下图），前 20 年，汽车产量年复合增长率为 12.69%，和 GDP 增长率基本持平；后 10 年，汽车产量的复合增长率为 19.09%，而超过 GDP 增长率 10 个百分点左右。2001 年中国加入 WTO，人均 GDP 也超过 1000 美元，自 2000 年至 2009 年的 8 年，中国汽车产量的复合增长率约为 22.60%（2009 年的汽车产量以 1300 万辆计）。

改革开放 30 年中国汽车产量（1978-2008）（单位：万辆）



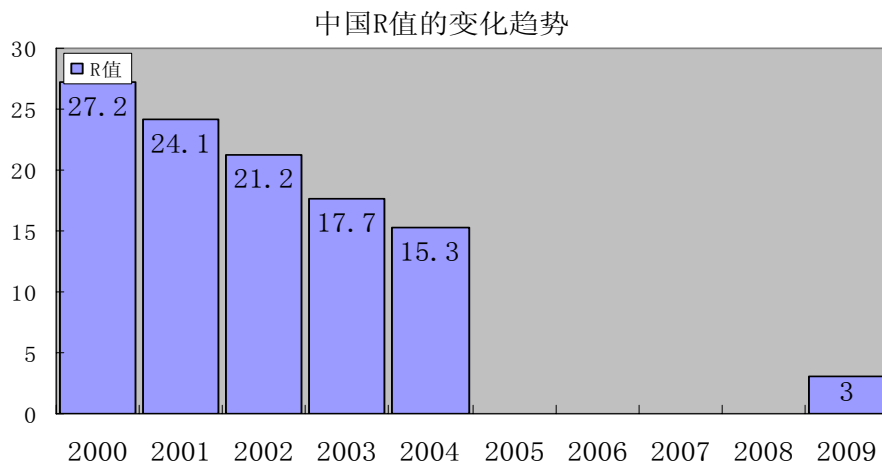
资料来源：《中国汽车报》数据，东北证券金融与产业研究所整理

数据说明，中国自 2000 年开始，汽车已经开始快速进入家庭，堪称“浩浩荡荡，势不可当”。这一点和韩国、日本等国呈现共同的特点。

问题在于汽车产销量持续保持 20% 的增速还能维持多长时间，我们的回答是至少还有 5 年。国际汽车市场发展历史表明：一个国家乘用车市场的中长期发展趋势主要是由 R 值决定的。

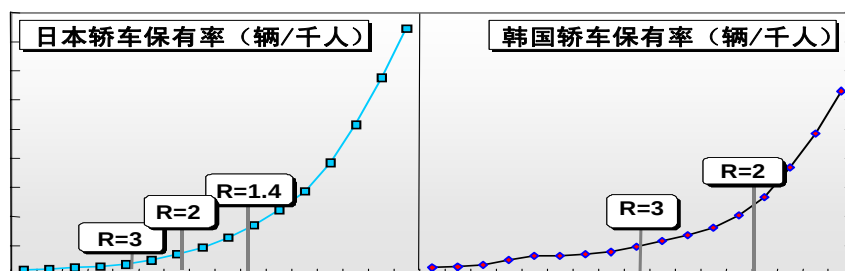
$$R = \frac{\text{车价}}{\text{人均GDP}}$$

从 R 值的公式知道，R 值的变化是由车价和人均 GDP 两个因素共同作用的。在未来 10 年内，人均 GDP 不断增长，车价仍有下降的空间和压力，R 值呈下降趋势。价格和人均 GDP 这两个因素将同时朝着有利于 R 值快速降低的方向发展。



资料来源：CEIC 东北证券金融与产业研究所整理

汽车先导国的发展经验表明，当 R 值达到 2-3 时轿车开始大规模进入家庭，汽车普及率迅速提高，汽车市场开始进入成长期。日本在 1959 年 R 值达到 3，1961 年为 2，日本轿车保有率也正是此时开始高速增长。



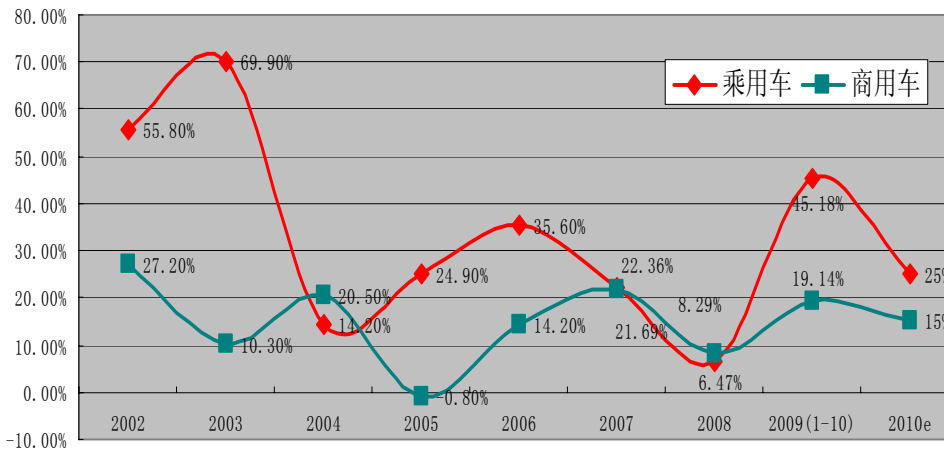
资料来源：CEIC 东北证券金融与产业研究所整理

另外，按照先进国家的惯例，千人汽车保有量超过 20 辆后有一个爆发期，至少会持续 5 年。从日本、韩国、巴西、墨西哥的经验看都是如此。其中日韩增长率甚至超过了 30%，巴西、墨西哥年增长率也超过 15%。2008 年，我国千人汽车保有量是 23 辆，可以大致判断未来中国汽车工业的发展前景。

2、“前途是光明的，道理是曲折的”，汽车行业是一个短周期的行业。

自 2001 年以来，中国汽车工业已经经历了两个完整地周期；一个是 2001-2004 年；一次是 2005-2008 年。现在是第三个周期，2009-? 年，未来几年汽车股的走向怎样是投资者最关心的问题。

入世以来乘用车和商用车的增长情况



资料来源：中国汽车工业协会，东北证券金融与产业研究所整理

我们从国家政策中寻找答案。2009 年 3 月 20 日，《汽车产业调整和振兴规划实施细则》正式出台，细则中进一步明确：

- 到 2011 年，1.5L 以下排量乘用车市场份额达到 40%以上，其中 1.0L 以下小排量车市场份额达到 15%以上。
- 到 2011 年，自主品牌乘用车国内市场份额超过 40%，其中轿车超过 30%。自主品牌汽车出口占产销量的比例接近 10%。
- 2009 年汽车产销量力争超过 1000 万辆，2009-2011 年三年平均增长率达到 10%。

用国家政策的形式明确汽车行业增长速度的举措在中国汽车工业发展历史上是从来没有的，因此汽车行业的发展仍面临较大的发展机遇。

2009 年上半年，国家先后推出了一系列刺激汽车消费的政策，重点列举如下：

- 2009 年 1 月 14 日，国务院常务会议审议并原则通过了汽车产业调整振兴规划。会议决定：

从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，对 1.6 升及以下排量乘用车按 5%征收车辆购置税。另外，购买 1.3 升以下排量的微车，给予一次性财政补贴。增加老旧汽车报废更新补贴资金，并清理取消限购汽车的不合理规定。

- 3 月 13 日推出的《汽车摩托车下乡实施方案》及 6 月 10 日推出的《汽车摩托车下乡操作细则》又规定：

自 2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，农民购买微型载货车、轻型载货车、微型客车，按销售价格 10%给予补贴，单价 5 万元以上的，实行定额补贴，每辆补贴 5000 元。

我们认为，国家刺激汽车消费的产业政策在 2010 年不变的可能性很大，并有望对新能源、汽车以旧换新、财政补贴等政策进一步加强。另外，考虑到 2009 年第一季度低基数的情况，至少中国车市明年上半年的走势没有问题，高增长低通胀的格局不会改变，

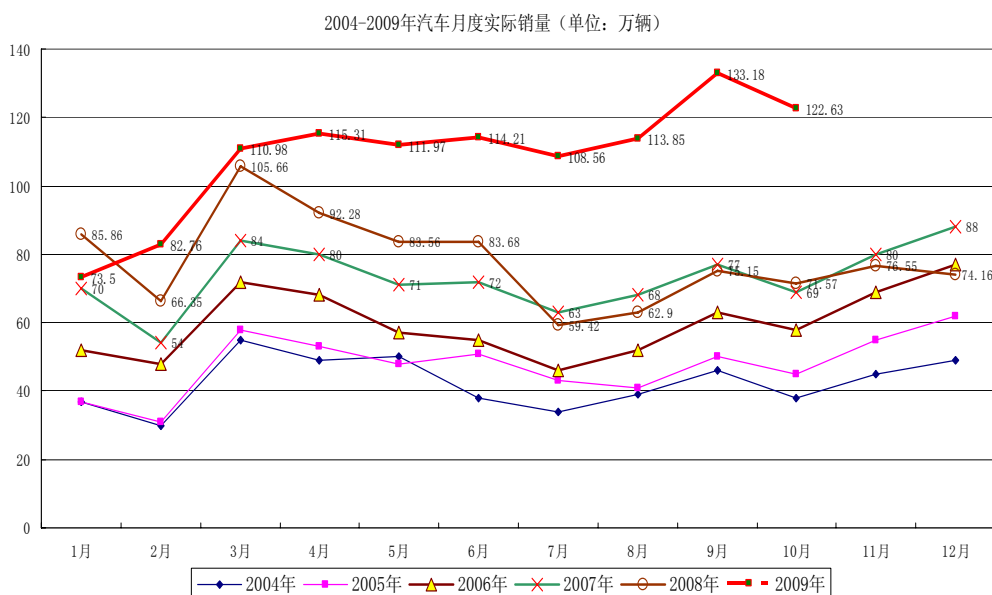
下半年还不好判断，我们将动态调整投资策略。我们预计全年 15-20% 的销售增长率是没有问题的。

3、2009 年中国汽车销售结构发生了较大的变化，预计 2010 年将在新的结构下保持基本稳定。

1-9 月，累计销售汽车 966.27 万辆，同比增长 34.24%，超过 2008 年全年 28.22 万辆。其中，乘用车销售 724.15 万辆，同比增长 41.90%；商用车销售 242.12 万辆，同比增长 15.59%。乘用车对汽车销量增长贡献度为 86.01%，比中期下降 10.79 个百分点，而商用车增长贡献度为 13.99%，比中期提升 10.79 个百分点。

(1) 2009 年三、四线城市的销量增长率远超过了一、二线城市，而且在一、二线城市，汽车也逐步从奢侈品过渡到必需品。2010 年这种趋势仍将延续。

根据新华信咨询公司的统计数据，从 2005 年至 2008 年，一线汽车市场占全国总销量的份额，从 40.1% 逐年下滑到 33.4%。而三线和四线市场份额则由 34.8% 上升到 41.5%。2009 年，由于三、四线城市受金融危机的冲击相对于较小，人口众多，加上随着经济的发展，这些地区的消费能力日益增强，市场份额预计上升到 50% 以上。

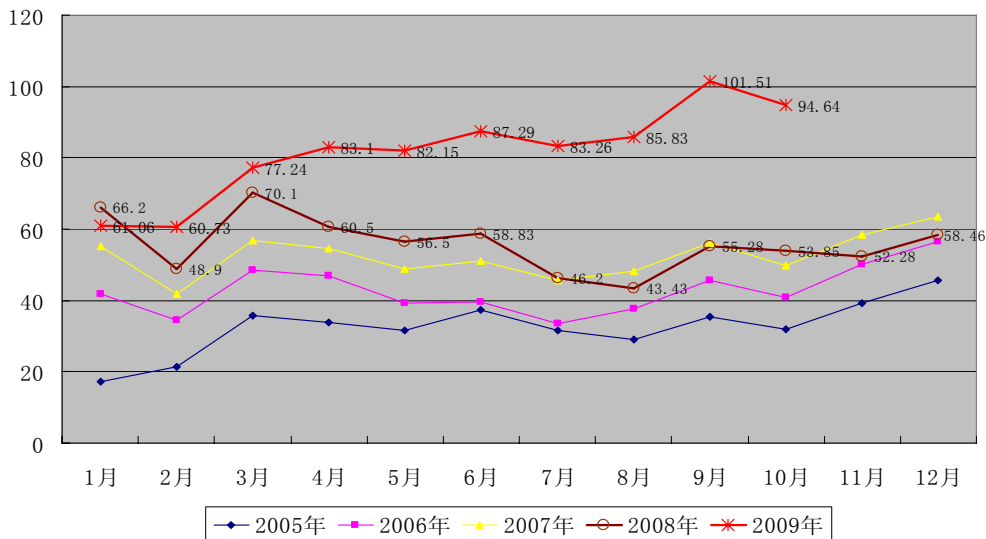


资料来源：中国汽车工业协会，东北证券金融与产业研究所整理

(2) 2009 年，中高排量轿车和小排量轿车的市场明显拉开差距，由以前的 50: 50 的比例，变为 30: 70 的比例。因此汽车行业的产能问题也就有了答案：短期来看，中高排量轿车的产能过剩，小排量轿车的产能不足。

2009 年 1-9 月，国内乘用车总销量为 722.17 万辆，同比增长 41.9%，其中 1.6 升及以下的乘用车增长 60.43%，比乘用车同期增速高 18.53 个百分点；1.8 升及以上的乘用车增长 13.65%，比乘用车同期增速低 28.25 个百分点。1.6 升及以下的乘用车占乘用车总量比重为 69.89%，市场占有率为创历史最高，比上半年提升 1.34 个百分点；同比增长 7.71 个百分点；1.8L 及以上中高级轿车市场份额为 30.11%，同比下降了 7.71 个百分点。

2005-2009年乘用车月度实际销量（单位：万辆）

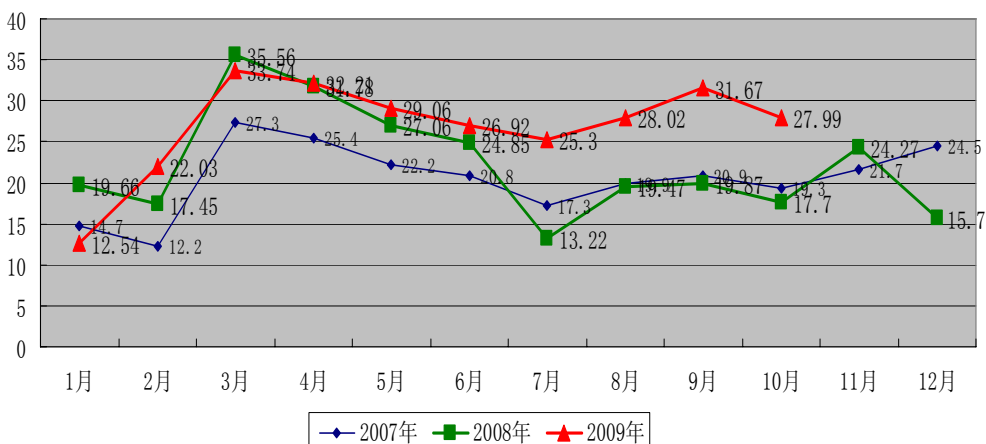


资料来源：中国汽车工业协会，东北证券金融与产业研究所整理

（3）乘用车和商用车的销量比例由原来的 60：40 变为 75：25，接近发达国家水平，我们认为 2010 年将基本维持这一水平。

2009 年 1-9 月，乘用车占整车市场的比例上半年的 74.34% 上升到 74.94%，商用车占比由 25.66% 降至 25.06%。第三季度，商用车销售 84.99 万辆，同比增长 61.7%，环比仅下降 3.63%。

2007-2009年商用车月度销量数据（单位：万辆）



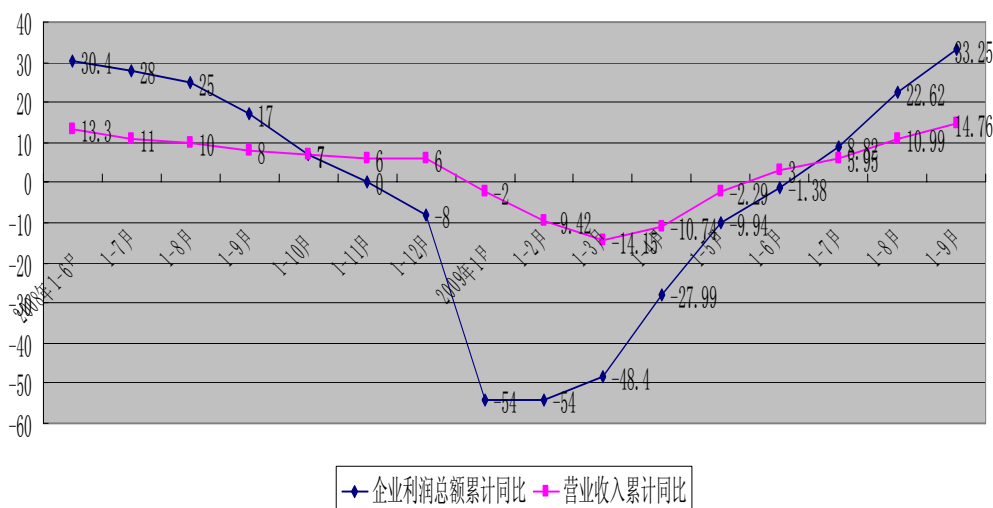
资料来源：中国汽车工业协会，东北证券金融与产业研究所整理

4、由于各汽车厂家对产能扩张都比较谨慎，随着销量的增长，毛利率的

稳定，至少在 2010 年行业利润增长率将继续快于收入增长率。

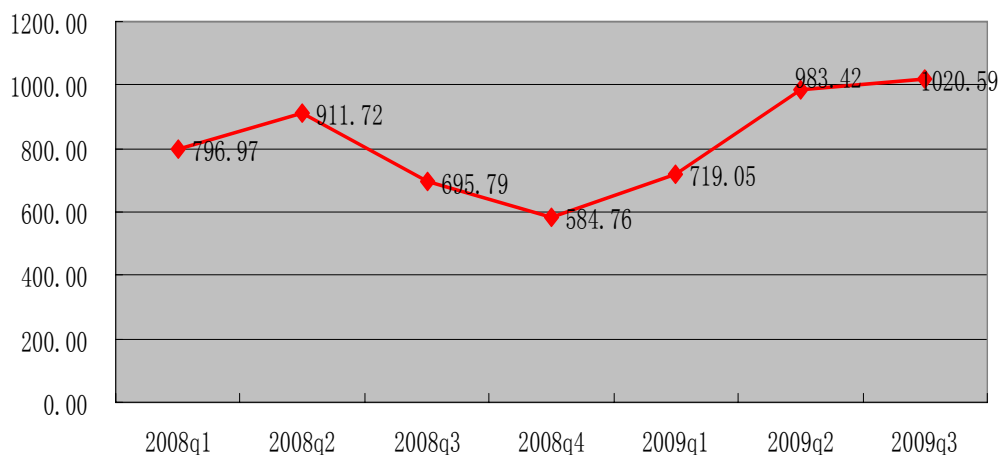
根据中国汽车工业协会数据，19 家重点企业（集团）的营业收入 3 月份见底，4 月份开始逐月回升，利税总额 2 月份见底，3 月份开始逐月回升。从 7 月开始，两个指标都进入增长，且利润回升的幅度开始超过收入回升的幅度，其中，1-8 月，19 家重点企业（集团）的营业收入增长 10.99%，利税总额增长 22.62%。

19家重点汽车集团利润总额与营业收入累计同比变化情况



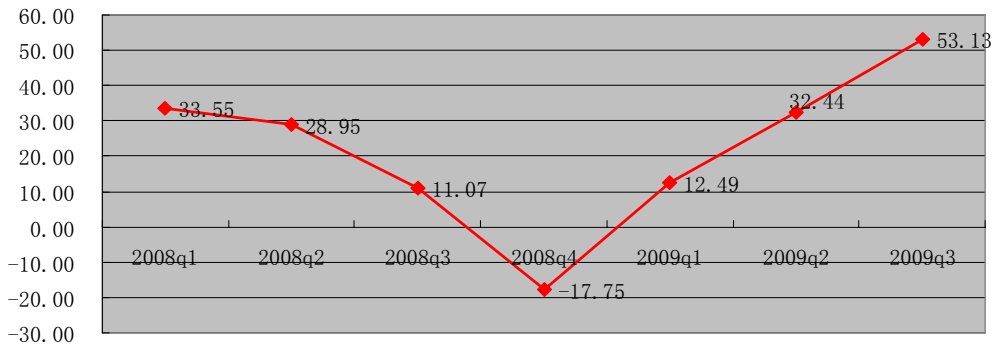
资料来源：中国汽车工业协会，东北证券金融与产业研究所整理

汽车行业季度营业收入的变动趋势



资料来源：WIND 资讯，东北证券金融与产业研究所整理

汽车行业季度净利润的变动趋势



资料来源：WIND 资讯，东北证券金融与产业研究所整理

5、结合我们上述对汽车行业的回顾与展望，以及汽车行业的估值水平，我们仍然谨慎看多 2010 年汽车股行情。

根据 WIND 资讯，以三季度业绩*4/3 计算（剔除负值），截止 12 月初，各行业的市盈率列表如下：可以看出，汽车行业的市盈率为 28.78 倍，在所有行业中仍处于偏低水平。从历史看，仅略高于 2001 年以来的平均值 27.76 倍。

板块名称	行业市盈率	板块名称	行业市盈率
农林牧渔	58.93	食品饮料	37.36
能源	22.08	商业贸易	41.59
基础化工	45.32	旅游休闲	40.7
黑色金属	60.8	传媒	46.46
有色金属	72.28	医药保健	34.86
造纸印刷	31.41	金融	15.96
建筑建材	27.32	房地产	41.32
机械设备	32.47	信息技术	47.39
汽车汽配	28.78	公用事业	29.15
电气设备	41.49	交通运输	28.53
家用电器	29.62	综合	75.74
纺织服装	37.73		

二、关注新能源汽车：

11 月 17 日发表的《中美联合声明》指出，中美清洁能源联合研究中心优先研究课题将包括建筑能效、清洁煤（包括碳捕集与封存）及清洁汽车。并承诺未来五年对该中心投入至少 1.5 亿美元，两国各出资一半，中心在两国各设一总部。《联合声明》将清洁汽车的发展方向锁定电动汽车，《联合声明》称，双方欢迎启动中美电动汽车倡议，使两国在未来数年有数百万辆电动汽车投入使用。两国政府宣布在十几个城市开展联合示范项目，并努力开发共同的技术标准以推动此产业规模快速增长。这是中美两国对新能

源汽车的最新表态，表明两国的电动汽车规划目标及国内产业化进程将进一步加快。《中美联合声明》发表之后，我国关于电动汽车产业发展的后续政策更是值得期待。

根据今年初出台的《汽车产业振兴规划》，到 2012 年，我国新能源汽车占车辆总产量的 5%，约 50 万辆。而在今年 10 月召开的 2009 年中国汽车工程学会年会上获悉，国家正考虑推出新能源汽车发展政策，其中以发展电动车为主，而且，中国正在组建电动汽车战略联盟。

11 月 19 日，在南昌举行的新能源汽车与锂离子电池专题论坛上，国家发改委汽车专家组组长王书林表示：“我国近期将发布新能源汽车技术规范，而新能源汽车发展规划已由发改委上报国务院，预计明年 3 月正式颁布。”另据了解，国家有关部门也将在明年推出针对新能源汽车发展的 5 项配套措施。

北京市 2010 年年底力争能进行 500 辆纯电动出租车的示范运行，以此为突破口，带动北京本地形成新能源汽车，特别是电动汽车的产业链。

8 月 23 日，重庆市委常委、常务副市长黄奇帆在会见美国波士顿电池公司首席技术官佩尔·欧纳鲁德一行时称：“中国最早实现电动汽车普及化的城市一定是重庆！”他认为，随着原油价格的上涨以及关键技术的突破，电驱动汽车将在未来 3~5 年开始逐步普及。而在此之前，重庆将于 3 年内开始在全市加油站安装汽车充电周转系统，预计 5 年内全覆盖。黄奇帆说，重庆还将在政策上鼓励电动汽车的发展，例如当原油价格低于 150 美元一桶时，财政对电动汽车给予一定的补助。

我们判断：2010 年，国家在新能源汽车发展规划及具体措施方面一定会有大的突破，值得重点关注。

三、重点个股推荐：

1、江淮汽车（600418）：

10 月 18 日，江淮和悦三厢轿车和江淮和悦 RS 两厢轿车全面推向市场。公司希望和悦轿车成为一款年销量突破 10 万辆的明星车型以及江淮汽车乘用车战略转型的标志车型。根据公司的经营能力，我们有理由相信，江淮汽车轿车的销量将会持续大幅增长，带动公司业绩的提升和公司股价的上涨。

三季度实现营业收入 55.42 亿元，同比增长 80%，环比增长 3%；受益于营业费用的下降，公司三季度实现营业利润 1.84 亿元，同比增长 390%，环比增长 20%。由于三季度所得税快速上升，公司三季度实现净利润 1.41 亿元，同比增长 201%，环比下降 24%，对应 EPS0.11 元，低于预期。

考虑到公司业绩弹性较大，根据公司目前的发展态势，以及我们对未来汽车行业的整体判断，我们维持公司 2009-2011 年的每股收益预测为 0.36 元、0.56 元、0.65 元，维持公司“推荐”的投资评级。

2、一汽轿车（000800）：

三季度，公司实现营业收入 74.9 亿元，同比增长 40%，环比增长 14%；归属于上市公司股东净利润为 3.64 亿元，对应每股收益 0.22 元，低于预期。

整个汽车市场的销售结构下移对公司产品销售造成不利影响。Mazda6 睿翼销售低于预期，4 月推向市场，二季度仅售 3001 辆，三季度仅售 5349 辆，10 月份推出的 Mazda6 睿翼 2.0L 有望提升睿翼的销量，所幸老款 M6 的销售并没有受到影响，季度销量维持在 2 万辆左右；5 月推出的奔腾 B50，二季度销售 4845 辆，三季度销售 13332 辆，得到市场的认可，但影响了 B70 的销售，二季度销售 15658 辆，三季度销售 11583 辆，环比下降 26%。预计四季度销售略好于三季度，每股收益 0.25 元，2009 年每股收益 0.80 元。

2010 年，公司新建生产线投产，合资品牌 m6 和自主品牌奔腾将分线生产，目前的产能瓶颈将被打破。新产品的陆续推出也将带来销量稳健增长，业绩增长比较确定，预测 2010 年每股收益为 1.05 元，考虑到一汽集团整体上市的预期，我们维持公司“推荐”的投资评级。

3、华域汽车（600741）：

前三季度，公司实现营业总收入 157.88 亿元，剔除延锋公司合并影响实际比上年同期增长 10.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 9.83 亿元，同比增长 18.2%，其中，第一季度、第二季度、第三季度分别实现净利润 2.12 亿元、3.67 亿元、4.04 亿元，环比持续增长，第三季度净利润略低于预期。每股收益 0.38 元；每股净资产为 4.84 元。

公司持有民生银行 1.976 亿股的股权，截止 9 月 30 日，市值为 13.32 亿元，年内累计涨幅为 68.92%。公司还持有 4800 万股兴业证券的股权，以每股 6 元的价格计算，市值为 2.88 亿元。此两项金融资产累计市值约为 16.2 亿元，可以一次性贡献每股收益 0.63 元。

根据行业和公司经营状况，将公司 09-11 年的 EPS 修正为 0.53 元、0.59 元、0.65 元，按 10 月 30 日收盘价 9.63 元计算，PE 分别为 18.17 倍、16.32 倍、14.82 倍，市净率为 1.99 倍，估值优势明显，维持公司“推荐”的投资评级。

4、江铃汽车（000550）：

前三季度，公司实现销售收入 74.99 亿元，比去年同期上升 11.84%；净利润 7.69 亿元，与去年同期上升 20.50%，实现每股收益 0.89 元，超过市场预期。其中，第三季度实现净利润 3.36 亿元，同比增长 214.89%，环比增长 34.4%，实现每股收益 0.39 元。

前三季度，公司销售了 82,718 辆整车，比去年同期上升 10%，包括 34,403 辆 JMC 系列卡车、24,795 辆 JMC 系列皮卡及 SUV 和 23,520 辆福特全顺系列商用车。其中，第三季度，公司累计销售 29,391 辆整车，同比增长 25%，环比增长 1.08%

我们提高公司 09-11 年的 EPS 分别至 1.18 元、1.36 元、1.55 元，维持公司“推荐”的投资评级。

5、宇通客车（600066）：

从公司 4-9 月的销售数据看，销售毛利率比较高的大、中型客车的销量整体呈逐月上升的态势，公司 2009 年全年各类车型的销量有望全部超过 2008 年，保持持续增长的态势。我们预计，随着中国经济复苏态势的持续巩固，全球经济正在复苏，公司四季度以及 2010 年的销售形势值得乐观期待。

公司二季度的销售净利率达到 6.25%，创出自 2006 年来的新高，三季度，公司的销售净利率达到 6.44%，再创新高。综合销量和销售净利率的数据，公司财务状况持续好转，市场龙头地位持续巩固。

根据我们对公司未来经营环境以及公司本身经营状况的判断，我们预测公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.92 元、1.17 元、1.35 元，考虑公司的行业龙头地位，我们给予公司“推荐”的投资评级。

证券简称	09EPS	10EPS	11EPS	投资评级
一汽轿车	0.80	1.05	1.25	推荐
华域汽车	0.53	0.59	0.65	推荐
江淮汽车	0.36	0.56	0.65	推荐
江铃汽车	1.18	1.36	1.55	推荐
宇通客车	0.92	1.17	1.35	推荐

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。