

深度报告

汽车与汽配

汽车行业 2010 年年度投资策略

行业评级

(谨慎推荐)

2009 年 12 月 9 日

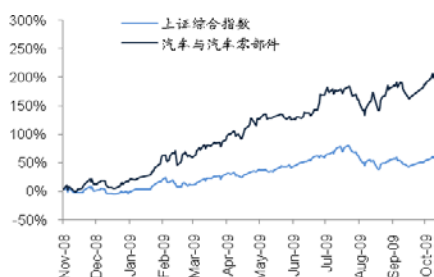
本报告的独到之处

- 对轿车行业三轮周期进行了详细的比较
- 从运力的角度分析重卡

汽车行业投资策略

走向最后疯狂？

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《汽车行业 2009 年中期策略：行业向上趋势明朗》
2009/06/22

《汽车行业 2009 年一季度策略：三条投资主线的轮动》
2009/03/20

《汽车行业 2009 年投资策略：并购先行 轮动在后》
2008/12/08

分析师：李君

电话：021-60933156

E-mail: lijun2@guosen.com.cn

分析师：左涛

电话：021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

● 汽车细分子行业中，最看好轿车股

2010 年中期前，各汽车细分子行业中，我们认为轿车仍然存在“进一步走向疯狂”的可能，行业供应紧张情况下需求的进一步提升将会是主要推动力。股价层面能多大幅度超出大盘表现，将在春节前旺季的销售情况、以及今年四季度厂商盈利明朗后，视市场多大幅度上调预期而定。我们对此偏乐观。

● 轿车：三轮行业周期的比较

通过比较三轮周期以来的需求、供应、库存、盈利和股价表现情况，可以得出结论：【1】行业表现为周期性波动，股价相对市场表现的力度与周期强度有高度的关系；【2】2010 年上半年，我们对需求预期乐观，而产能增长较为有限，我们认为行业盈利将进一步上升，行业股价迎来最后的疯狂将是一个高概率事件。维持上海汽车、一汽轿车的推荐组合。

● 重卡：难以走得更高

我们通过将重卡销量分解为“更新换代量”、“新增需求量”等，从分析运力供需角度判断重卡销量变动。我们认为，目前基数上，重卡行业再进一步大幅增长难度较高，未来二至三个季度更大的可能是在目前销量平台维持。

● 大中客：短期看出口，中期看铁路

大中客国内需求目前已恢复正常水平，明年出口仍有改善空间。中期看，铁路客运投资在未来 3-5 年会对公路客运运用大中客产生较大的负面冲击。

● 推荐的投资组合

我们建议重点配置轿车整车和相关零部件，推荐组合为上海汽车、一汽轿车、一汽富维。重卡：潍柴动力估值仍相对便宜，有一定安全边际。大中客：宇通客车是首选。

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	昨收盘 (元)	EPS		PE	投资评级
			2009-12-1	2009E	2010E	2010E	
000800	一汽轿车	40,199	24.31	0.84	1.13	21.5	推荐
600104	上海汽车	169,213	25.54	1.00	1.50	17.0	谨慎推荐
600742	一汽富维	5,009	23.54	1.32	1.48	15.9	谨慎推荐
000338	潍柴动力	50,474	60.33	3.96	4.46	13.5	谨慎推荐
600066	宇通客车	10,107	18.86	0.91	1.05	18.0	谨慎推荐

资料来源：公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

至 2010 年中期，汽车细分子行业中，我们最看好轿车股。通过比较分析 2000 年以来轿车行业三轮周期中需求、供应、库存、盈利和股价的变化，我们认为本轮轿车行业周期与 2002-2003 年那一轮的上升更为相似，并判断需求仍将继续上升，在目前库存紧张、产能无法快速释放的背景下，行业盈利进一步超出市场预期的概率较高，2010 年上半年，相关股票或将迎来“最后的疯狂”。推荐上海汽车、一汽轿车的投资组合。

重卡需求我们认为很难进一步走高，更大的可能是 2010 年中期前在目前的高位维持。

大中客短期将会受益于出口市场的逐步复苏，但中长期看，铁路客运投资会对其形成巨大冲击。

核心假设或逻辑

我们做出上述判断的假设是：1、2010 年轿车销量增长 15-18%，“有效产能”增加 80 万辆左右，并集中在下半年体现；2、对重卡、大中客的 2010 年销量增速预测分别为 0-5%、7-10%。

股价变化的催化因素

春节前旺季轿车消费的进一步上升；2009 年四季度厂商盈利的逐步明朗。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、三、四线区域轿车需求增长的力度和持续时间低于我们预期；
- 2、资产市场价格出现全面下跌，会带来财富负效应，冲击轿车需求。

内容目录

轿车：三轮周期的比较.....	5
需求.....	5
供应.....	8
库存.....	9
盈利.....	11
股价.....	13
结论及投资策略.....	13
重卡：难以走得更高.....	14
关于重卡需求的三个问题.....	14
对第一个问题的解释.....	15
对第二和第三个问题的解释.....	15
2009 年以来重卡复苏的逻辑.....	16
预计 2010 年重卡需求同比持平或小幅上升.....	17
大中客：短期看出口 中期看铁路.....	18
国内需求已恢复至正常水平 明年出口仍有改善空间.....	18
中期看，铁路客运投资将对大中客需求产生重大冲击.....	19
推荐的投资组合.....	21
附表 1：重点公司盈利预测及估值表.....	21

图表目录

图 1: 北京、上海、广东、浙江、江苏五地载客汽车新增保有量占全国比例(2001-2008)	6
图 2: 分地区乘用车上牌数同比增速	6
图 3: 分排量乘用车上牌数同比增速	7
图 4: 轿车年化销量——剔除季节性因素影响 (1Q01-3Q09)	7
图 5: 厂商累计库存变化 (1Q01-3Q09)	10
图 6: 重点汽车企业集团毛利率变动(1Q02-4Q03)	11
图 7: 重点汽车企业集团利润率变动 (1Q02-1Q03)	11
图 8: 汽车行业整体毛利率变动(1Q03-4Q06)	11
图 9: 汽车行业整体利润率变动 (1Q03-4Q06)	11
图 10: 重点汽车企业集团利润率变动 (1Q06-3Q09)	12
图 11: 重点汽车企业集团收入、利润总额同比增长 (1Q07-3Q09)	12
图 12: 重卡年销量及同比增速(2001-2010E)	14
图 13: FAI 和重卡销量累计同比增速 (2006.1-2009.10)	14
图 14: 重卡月销量及同比增速 (2005.1-2009-10)	14
图 15: 半挂牵引车月销量及同比增速 (2005.1-2009.10)	14
图 16: 重工业化进程及重卡销售结构变化(1994-2007)	15
图 17: 重卡替代中卡 (1994-2008)	15
图 18: 重卡销量结构变化 (2005.1-2009-10)	16
图 19: 大中客月销量及同比增速 (2005.1-2009-10)	18
图 20: 大客月销量及同比增速 (2005.1-2009.10)	18
图 21: 中客月销量及同比增速 (2005.1-2009-10)	18
图 22: 大客月出口及同比增速 (2007.1-2009.9)	18
图 23: 2008 年大客拥有量地区分布	19
图 24: 铁路基本建设累计FAI及同比增速	19
图 25: 2008 年全国各省大客保有量	20
图 26: 2008 年大客销量结构	20
图 27: 2008 年中客销量结构	20
表 1: 轿车行业三轮上升周期的需求力量比较	5
表 2: 轿车新增产能汇总 (2004-2012E)	9
表 3: 杭州地区部分热门车型加价及提车等待期间采样	10
表 4: 重点企业集团收入、利润总额增长 (1Q03-4Q03)	12
表 5: 汽车股三轮周期相对市场表现	13
表 6: 重卡销量分解	16
表 7: 重点客运区域近年客运专线建设汇总	19
附表 1: 重点公司盈利预测及估值表	21

轿车：三轮周期的比较

2000 年之后，轿车行业清晰可见有三轮周期：

1、2002-2005 年为第一轮：2002-2003 年，轿车行业需求井喷，行业盈利、股价显著上升，但 2004-2005 年随着供应大幅释放，厂商利润、股价大幅下跌；

2、2006-2008 年为第二轮：2006-2007 年，产能利用率逐步上升，行业利润率好转，股价在 2007 年至 2008 年 2 月显著跑赢市场，2008 年 3 月起，行业需求出现下降，股价表现则显著落后市场。从产能、库存、价格情况看，本轮上升周期比上一轮要缓和的多，而下降周期持续的时间也要短暂的多，至 2008 年四季度已经见底；

3、2009 年以来，轿车行业进入 2000 年后的第三轮上升周期：从需求释放的动力和力度、产能和库存的紧张程度看，本轮上升周期与 2002-2003 年轿车行业的上升更为相近。

在之前的研究中，市场关注的焦点是，本轮轿车需求快速复苏的力量来自于哪里？目前市场对此分歧不大——三、四线城市进入需求释放的高峰期是主导，汽车产业刺激政策“锦上添花”。

但如今，最迫切的问题则是：**现在我们处于周期的哪个阶段？还能向上走多远？**

通过比较三轮周期的异同，我们来寻找答案。

需求

需求层面，三轮上升周期的共同点在于：收入和财富上升是推动轿车消费的最根本力量。影响轿车需求因素众多，包括居民收入水平上升、财富效应、汽车信贷、油价、交通约束、产业政策等。国内轿车消费基本上以“新增需求”为主，“更新”占比低，消费者对油价、交通约束等使用成本不够敏感，多年以来，收入和财富的持续上升是推动居民轿车消费的主导力量。

三轮上升周期需求层面的差异总结为表 1。

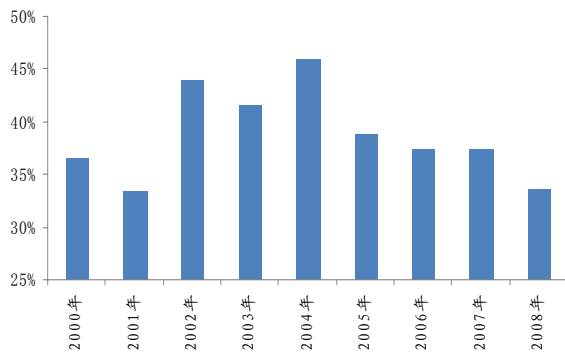
表 1：轿车行业三轮上升周期的需求力量比较

	三轮周期的上升阶段	推动需求的主导力量
第一轮	2002-2003 年	一线城市、部分发达二线城市需求力量释放
第二轮	2006-2007 年	财富效应（尤其体现在 2007 年）
第三轮	2009 年以来	三、四线城市需求力量释放+财富效应+产业政策刺激

数据来源：国信证券经济研究所

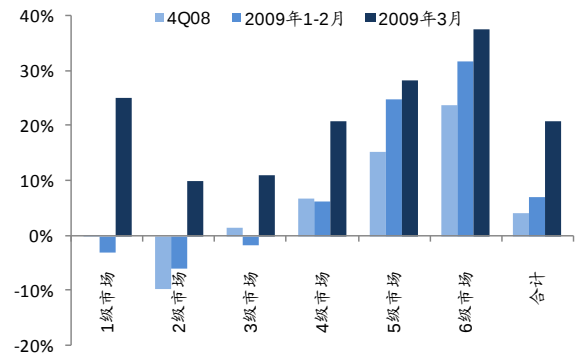
2002-2003 年、2009 年以来，不同区域和消费人群进入消费高峰期分别是各时期需求拉动的主导力量。【1】2002-2003 年，一线城市、部分发达二线城市需求力量的释放表现最为强劲：2002-2003 年，北京、上海、浙江、江苏、广州五地载客汽车（轿车为主）新增保有量占比较 2001 年快速上升了 10.4 个百分点，大体反映了当时一线区域需求力量的快速释放，五地新增保有量合计占比达到了全国的 44%，北京地区占比最高，达 10.2%。【2】2009 年以来，二、三线城市需求的释放则最为强劲：2005 年之后，轿车“新增需求量”在区域上表现为从一、二线区域向三、四线区域延伸，而 2008 年起，这一过程出现加速，表现为上述五地新增保有量占比的骤降，占全国新增保有量的比例快速降至 33%，较 2007 年下降 4 个百分点，较 2003 年下降了 12 个百分点，2009 年以来，这一区域消费特征又进一步加剧。在 2008 年四季度，即使在经济增长快速放缓，一线城市轿车消费出现下滑的背景下，国内很多小城市的轿车消费仍出现了 30% 以上的销量增幅。推动这一现象产生的根本力量来自于该部分地区收入水平进入轿车消费的爆发性增长空间，从收入结构的金字塔特征来看，这一部分人口基数更高，我们预计在未来 2 年，仍将会扩散。

图 1：北京、上海、广东、浙江、江苏五地载客汽车新增保有量占全国比例(2001-2008)



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

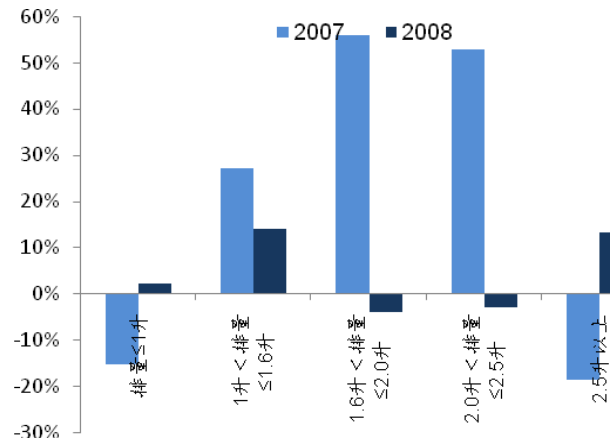
图 2：分地区乘用车上牌数同比增速



资料来源：国信证券经济研究所

财富效应在 2006-2007 年、2009 年以来的轿车消费，也起到了重要作用，主要影响了轿车消费的结构：【1】2006-2007 年，轿车需求相当大程度受益于资产价格普涨带来的财富效应，表现为“中高端车型”销量表现最佳，2007 年，中高端车型销售同比增幅超过 50%，而微车销售则出现下滑。【2】2009 年以来，由于消费增速最快的区域来自三、四线城市，10 万元以下轿车更受偏好，购置税调整也增加了对 1.6L 以下排量轿车的消费，总的来说，今年的轿车消费结构低端车占优，但我们也看到，2Q09 起，在资产价格持续回暖的背景下，中高端车型从一季度的同比下滑，开始显著回升。可以说，若假定没有财富效应的影响，2009 年轿车消费结构的变化将表现得更为剧烈。

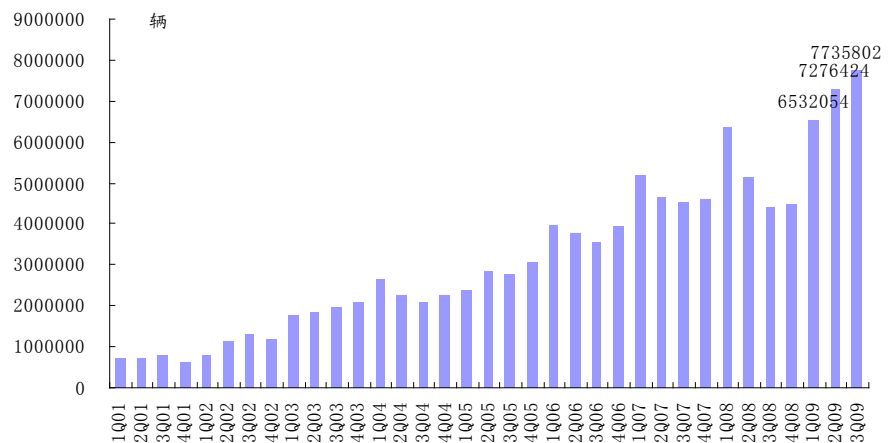
图 3: 分排量乘用车上牌数同比增速



资料来源: CAAM 国信证券经济研究所

对 2010 年国内轿车需求的判断: 保守预计销量将实现 15%-18%增幅。其中, 2010 年一季度由于基数原因, 名义增速有望达到 30%以上。考察各季度调整季节性因素后的年化销量水平, 我们获得两点启示: 1、2009 年以来, 季度年化销量水平逐季快速上升, 与 2002-2003 年极为相似, 当时这样的上升过程大约持续了两年; 2、“经季节性调整后的年化销量”可以理解为反映了其时“实际的消费力量”, 3Q09 年化销量水平达 770 万辆, 进一步, 以同样的方式处理月度数据, 我们看到 2009 年 9、10 月份的年化销量水平分别达到 800、829 万辆, 这一数字意味着, 即使“需求力量”仅仅维持在目前的水平, 没有更进一步的上升, 由于基数的原因, 2010 年的名义销量增速水平也能达到 10-15%。

图 4: 轿车年化销量——剔除季节性因素影响 (1Q01-3Q09)



资料来源: CAAM 国信证券经济研究所

供应

供应层面，比较 2004-2005 年、2008 年轿车行业周期的下滑，共同点在于：需求增速慢于产能增速，导致产能利用率、行业利润率的下滑。

差异在于：2004-2005 年，产能释放非常剧烈。当时的背景是，2002-2003 年的市场井喷带来了相当乐观的情绪，同时，大量外资汽车厂商进入国内、新车型纷纷引入，2004、2005 年轿车产能则分别上升了 89、110 万辆至 307、417 万辆，同比分别增长了 40%、36%，远超同期需求的增长；2008 年，产能增长则表现得相对理性，更多是因为需求增长的突然放缓，带来了行业的下滑，因而，这一轮，周期下滑的时间较为短暂，力度也较 2004-2005 年弱得多。

下一轮产能释放的高峰期在 2011-2012 年，预计合计新增产能达到 300-400 万辆，相当于在 2010 年末产能的基础上增长 25-35%。2008 至 2009 年初，厂商对需求快速释放预计不足，产能投资相对谨慎，从而导致 2010 年之前，“新增有效产能”将会偏少。2009 年中期之后，厂商情绪开始转向乐观，大量新的投资开始规划，按照 1 年半至两年的投产期，2011 至 2012 年将是厂商产能释放的高峰期。需要指出的是，根据我们跟踪的产能规划情况看，本轮周期与往年的一个较大区别是，自主品牌成为新产能形成的主要力量。

比较而言，本轮周期产能的释放同样较为谨慎，这主要是因为 2004-2005 年的行业下滑令厂商记忆犹新，但随着行业景气度快速升温，行业情绪也随之乐观，我们预计后期仍会有新的产能规划不断增加。

2010 年 130 万辆的新增“规划产能”中，预计当年带来新车型，具备实质性供应能力的“有效产能”仅 70-80 万辆，且有两大特点：1、大部分新增产能将在 2010 年下半年体现；2、自主品牌成为新增产能的主要贡献者，占比达到一半以上，而目前的情形则是，大量合资厂商出现供应紧张局面，自主品牌产能紧张的情况要弱得多。

表 2: 轿车新增产能汇总 (2004-2012E)

新增产能 (万辆)	厂商	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011-2012E
欧系厂商	上海大众	18	7			6	6		20
	北京奔驰							5	
	一汽大众	3	33			2	10		13
	神龙汽车		5			10	15		
	华晨宝马			1				3.5	10
美系厂商	上海通用	12	18	10		21			
	长安福特马自达	5	7	5	16		5		15
日系厂商	广州本田	16		12					
	东风本田	3		9		4	8		24
	一汽丰田	5	10		4	18	5	10	
	广州丰田			10	10		16	4	
	东风日产	3	4	8	10		15		24
	长安铃木	2	6	2					20
韩系厂商	北汽现代				30	20		10	20
	东风悦达起亚			13		15		15	
本土厂商	一汽夏利		5						15
	奇瑞汽车	10		15	10	15		20	
	一汽轿车	0		2			4	14	10
	海马汽车	5						15	15
	吉利汽车		10		20	15	25	5	35
	哈飞汽车								
	昌河汽车				5				
	上汽通用五菱	2		3	2				
	比亚迪	5	5		10	10	10	20	20
	长安汽车				8	2	6		24
	上汽汽车				5	25			5
	东南汽车			4			6		15
	力帆汽车						20		
	江淮汽车					20			10
	东风乘用车						10	14	
	合计	89	110	94	130	183	161	135.5	295
	其中本土厂商合计	22	20	24	60	87	81	88	149

数据来源: 国信证券经济研究所

注: 需要强调的是, 2011-2012 年统计的新增产能数我们认为仅是一个较保守的统计, 后续还会有新的增加。

库存

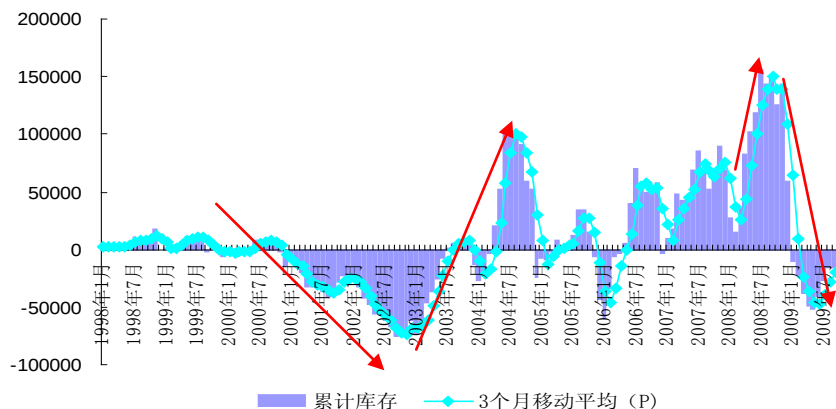
轿车库存可以分为厂商库存和渠道库存, 从对周期的反映角度看, 渠道库存更为敏感。

库存层面, 三轮行业周期的共同点在于: 均表现为周期性的变动, 上升周期时, 库存下降; 反之, 则库存上升。而库存压力的大小, 会对轿车终端零售价格产生重大影响。

差异在于: 2002-2003 年、2009 年以来, 与 2006-2007 年的上升周期相比, 库存下降的幅度异常剧烈, 提车时间普遍出现延后, 部分热门车型供货紧张, 出现了现货需加价提车的现象。而 2006-2007 年上升周期, 库存的变化幅度则相对不明显, 部分车型仍有降价, 经销商的优惠则更为普遍。之所以出现这种差异, 在于

各轮周期供需紧张程度的不同，目前国内轿车行业库存紧张的程度，与 2002-2003 年那一轮更加相似，价格也更为坚挺。

图 5: 厂商累计库存变化 (1Q01-3Q09)



资料来源: 国信证券经济研究所

注: 累计库存的计算: 1998 年起, 累计产量-累计销量

本轮周期中，主流合资厂商库存最为紧张。以上海通用、上海大众为例，预计目前库存水平仅为历史平均水平的 1/6 左右。渠道库存的准确统计并不容易，但通过从目前部分地区热门车型的加价提车及提车等待时间调研看，渠道库存同样较正常水平大为下降，通用、大众等合资企业提车等待时间较长，库存也最为紧张。

表 3: 杭州地区部分热门车型加价及提车等待期间采样

厂商	车型	原价	加价	提车等待时间
一汽大众	奥迪 Q5	57.7 万 ~ 67.8 万	5 万	已排到明年 4 月
一汽大众	1.4T 速腾	14.98 万 ~ 16.28 万	加 1 万装潢	已排到明年 3 月
一汽大众	高尔夫 6	13.68 万 ~ 18.38 万	加 1 万	已排到明年 4 月
广州丰田	汉兰达	24.88 万 ~ 42.98 万	2 万	已排到明年 4 月
广州本田	东本 CRV	19.78 万 ~ 25.28 万	1.5 万	已排到明年 3 月
一汽丰田	RAV4	18.98 万 ~ 26.43 万	加装潢 1 万~3 万	已排到明年 3 月
东风日产	轩逸	12.48 万 ~ 16.78 万		2 个月以上
上海通用	凯迪拉克新 SRX	49.8 万 ~ 57.8 万		等待 3-4 个月
上海通用	别克新君越	21.99 万 ~ 31.99 万		等待 20-30 天
上海通用	别克新君威	17.99 万 ~ 25.99 万		等待 20-30 天
一汽轿车	马 6 2.0	16.38 万		1.5-2 个月
上海大众	明锐	12.49 万 ~ 18.59 万		1.5-2 个月
上海大众	朗逸	11.28 万 ~ 16.48 万		一个多月
上海大众	POLO	8.58 万 ~ 11.36 万		一个多月
上海大众	雪佛兰科鲁兹	10.89 万 ~ 14.89 万		1 个月以上
东风标致	标志 307 自动三厢	10.68 万		1 个月以上
长安福特	沃尔沃	39.8 万 ~ 67.86 万		等待 0.5-1 个月

数据来源: 国信证券经济研究所

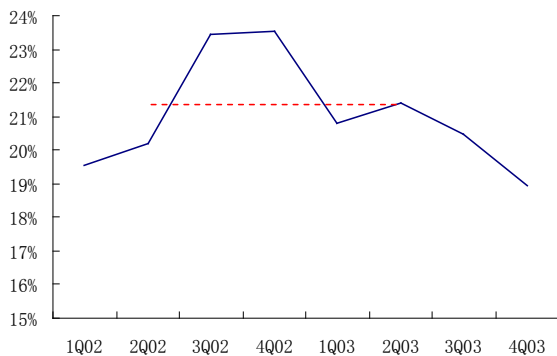
盈利

盈利层面，三轮行业周期表现的相同点在于：上升周期，均表现为行业利润率的明显改善，盈利增幅表现强于收入增幅，下降周期则相反。

差异在于：即使在行业顶峰，三轮周期中，行业盈利能力也有所差别。3Q02-2Q03，行业毛利率、净利率水平均为多年以来的高点，其中，毛利率超过20%，净利率则在10%一线；2Q07-1Q08，尽管较2005-2006年的利润率低位已有所好转，利润率上升了1.5-2个百分点，至6-7%的水平，但距离2003年仍有较大差距；从净利率水平来看，2Q09以来轿车行业的盈利能力已超过2007年的高峰，达到8-9%之间。三轮周期中，2007年的上升周期是最弱的，而2Q09以来行业盈利表现正在向2003年靠近。

由于数据统计口径的变动原因，对2002-2003年、2006-2009年，我们采用汽车行业协会公布的国内重点汽车企业集团可比财务数据（包含商用车，但考虑到轿车占比较高，不影响我们的结论），2004-2006年，基于统计口径产生较大变动，我们以整个汽车行业财务数据代替。综合来看，不同数据口径在趋势上保持一致，不影响结果。

图 6：重点汽车企业集团毛利率变动(1Q02-4Q03)



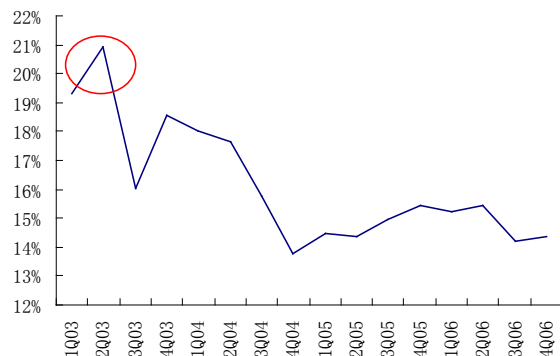
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 7：重点汽车企业集团利润率变动（1Q02-1Q03）



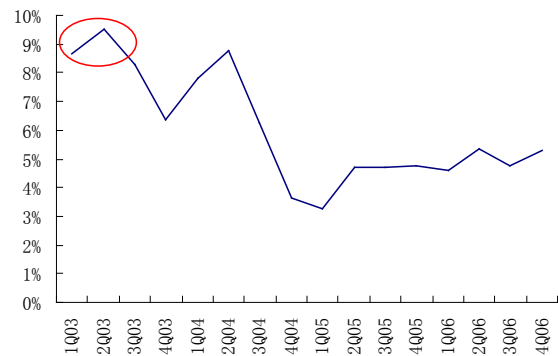
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 8：汽车行业整体毛利率变动(1Q03-4Q06)



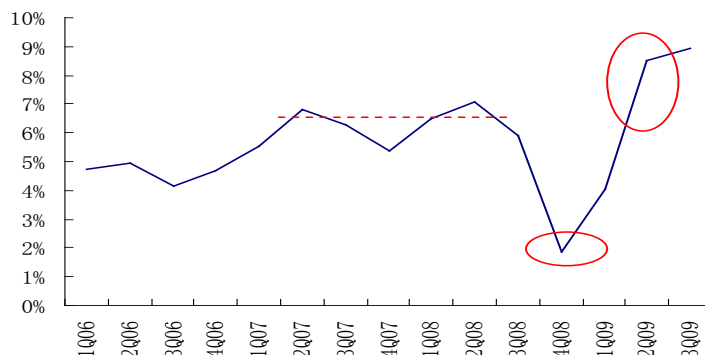
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 9：汽车行业整体利润率变动（1Q03-4Q06）



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 10: 重点汽车企业集团利润率变动 (1Q06-3Q09)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

考察 2002-2003 年行业上升周期,基本上在 2Q03 见顶,其中 1Q03、2Q03 行业利润增幅均显著超过了收入增幅。而 2004-2005 年,在销量、收入增长的同时,利润则出现大幅下降。

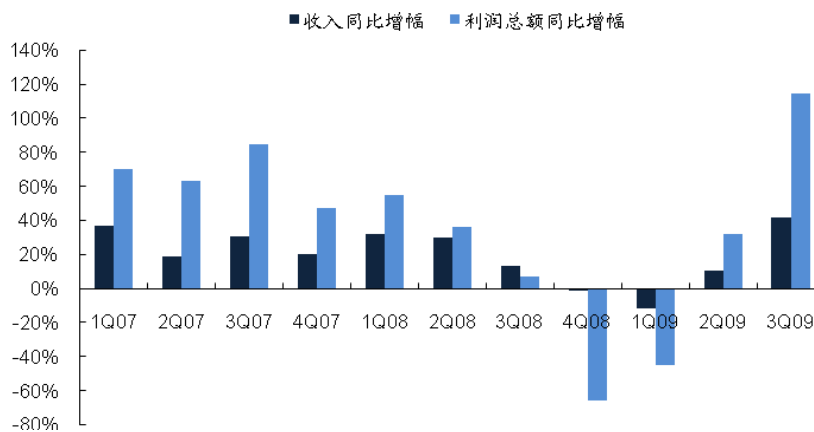
表 4: 重点企业集团收入、利润总额增长 (1Q03-4Q03)

	收入同比增幅	利润总额同比增幅
1Q03	68.6%	250.6%
2Q03	36.8%	87.3%
3Q03	38.0%	29.9%
4Q03	58.6%	-6.2%

数据来源: CAAM, 国信证券经济研究所

考察 2007-2009 年横跨两年周期的行业收入、盈利数据,得出的结论与第一轮周期相似。1Q07-1Q08,连续 5 个季度,行业的盈利增幅均超过收入增幅; 3Q08-4Q08,行业利润表现弱于收入,甚至在 4Q08 盈利出现了大幅的下滑; 2Q09 以来,盈利表现又一次显著超过收入增长。

图 11: 重点汽车企业集团收入、利润总额同比增长 (1Q07-3Q09)



资料来源: 国信证券经济研究所

股价

股价层面，三轮行业周期的共同点在于：每轮行业上升、下降周期，股价分别显著跑赢、跑输市场。

差异在于：每轮周期力度不同，从而导致相对市场表现的程度各异。以本轮周期为例，从去年 11 月的谷底反弹以来，行业表现超出大盘已达 84 个百分点，为多年以来最佳。反面的例子则是：2004-2005 年产能大幅投放导致的行业下滑，同期股价跌幅超出市场约 45 个百分点，是最大的相对跌幅。

需要一提的是，2002-2003 年尽管行业需求井喷，但股价仅超越市场 26 个百分点，不仅低于本轮周期，甚至低于 2006-2007 年的上升周期。我们认为原因有二：1、其时，主流轿车企业并未完整上市，板块代表性不够，可以说其股价表现被低估了；2、股权分置改革后，大市值的银行、保险等金融股纷纷上市，市场结构产生重大变化，本轮周期汽车股的超额收益，部分也是银行股表现不佳带来的结果。若不考虑上述因素，我们可以认为，股价相对市场表现的力度与周期强度有很大的正向关系。

表 5：汽车股三轮周期相对市场表现

	时间阶段	相对市场表现
第一轮上升周期	2002 年 1 月至 2003 年 5 月	25.6%
第一轮下降周期	2003 年 6 月至 2005 年 12 月	-44.8%
第二轮上升周期	2006 年 1 月至 2008 年 2 月	43.0%
第二轮下降周期	2008 年 3 月至 2008 年 10 月	-32.1%
本轮上升周期	2008 年 11 月至 2009 年 11 月	83.7%

数据来源：国信证券经济研究所

结论及投资策略

综合考量三轮周期以来的需求、供应、库存、盈利和股价表现情况，可以得出以下结论：

1、行业表现为周期性波动，股价相对市场表现的力度与周期强度有高度的关系；

2、2010 年上半年，我们对需求预期乐观，而产能增长较为有限，我们认为行业盈利将进一步上升，行业股价迎来最后的疯狂将是一个高概率事件。

推荐持有上海汽车、一汽轿车的投资组合。

重卡：难以走得更高

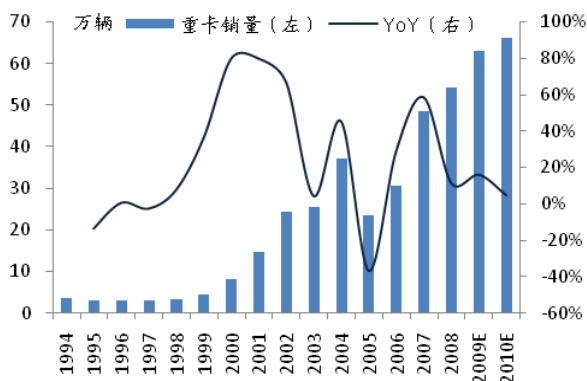
关于重卡需求的三个问题

与轿车行业相比，重卡行业同样表现出较强的周期性特征。不同的是，如果说供需匹配关系的变动是轿车周期的根本，那么，重卡行业的周期则更大程度上依赖于其需求或者说销量的变化。

要讲清楚重卡的需求，我们认为首先有三个问题需要解答：

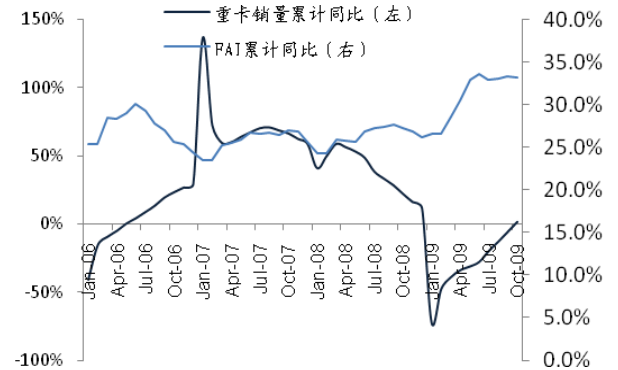
- 1、为什么 1999 年之后重卡销量中轴大幅提升？
- 2、为什么年度间重卡销量大幅波动，若干年份甚至出现显著下滑？
- 3、为什么固定资产投资增速、货运周转量增速无法与重卡销量增速较好的线性拟合？

图 12：重卡年销量及同比增速(2001-2010E)



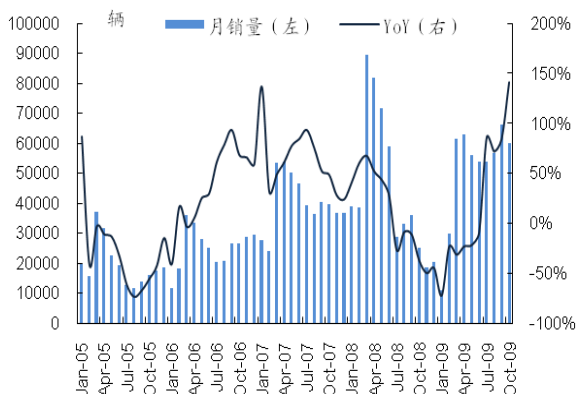
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 13：FAI 和重卡销量累计同比增速（2006.1-2009.10）



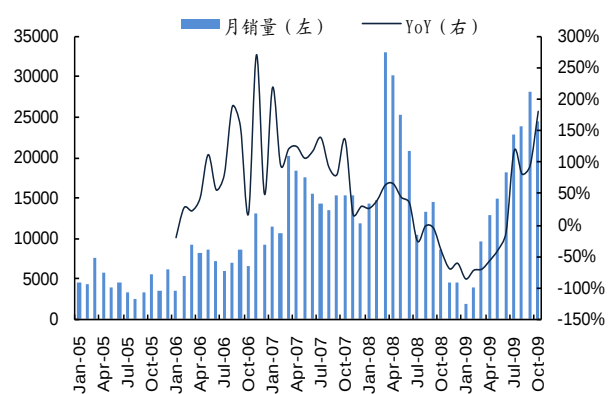
资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 14：重卡月销量及同比增速（2005.1-2009.10）



资料来源：国信证券经济研究所

图 15：半挂牵引车月销量及同比增速（2005.1-2009.10）

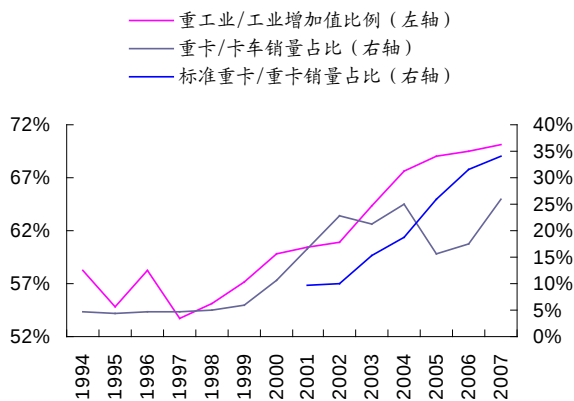


资料来源：国信证券经济研究所

对第一个问题的解释

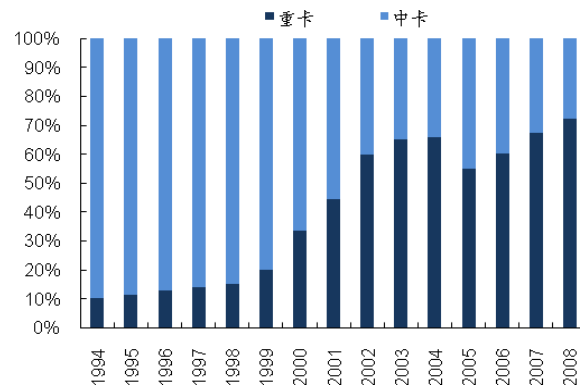
产业结构向“重工业化”转变是 1999 年以后重卡销量中轴大幅提升的主要原因：1999 年之后，中国产业结构向“重工业化”转变，重工业/工业增加值的比例逐年抬升，相应的，1999 年之后，重卡销量增速中轴大幅抬升，重卡对中卡、标准重卡对准重卡开始显著替代，重卡/卡车销量占比也提升了 15 个百分点以上。另外，“计重收费”、排放标准提升、高速公路建设加速等因素也使得重卡替代中卡、标准重卡替代准重卡。

图 16：重工业化进程及重卡销售结构变化(1994-2007)



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 17：重卡替代中卡（1994-2008）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

对第二和第三个问题的解释

关于第二个问题和第三个问题，则可以从同一个角度进行解答。

答案的关键在于：分清存量和流量。重卡属于资本品，基建、物流对重卡的需求都是指对重卡运力（或施工量）的需求，运力的供应来自于重卡的保有量，而非当年销量。正因为此，固定资产投资增速无法与重卡销量增速线性拟合，这也可以理解为，固定资产投资增速、货运周转量增速是运力需求的一阶导数，重卡销量增速是运力供应的二阶导数，重卡销量增速反映了运力需求增速的变化，而非增速本身的大小。同样的，当运力需求增长放慢甚至下降时，对重卡保有量的“新增需求”就会快速下降，从而带来重卡销售的迅速萎靡，导致我们看到重卡在不同年度或季度间销量有非常大的波动。

表 6: 重卡销量分解

	重卡保有量	重卡销量	淘汰更新换代	出口	新增需求
2002	148.3	24.5			
2003	136.8	25.6	37.0	0.1	(11.5)
2004	153.9	37.2	19.9	0.2	17.1
2005	168.1	23.6	8.7	0.8	14.2
2006	174.0	30.5	23.3	1.3	5.9
2007	186.7	48.5	31.5	4.3	12.7
2008	200.8	54.2	34.3	5.8	14.1
1H08	197.8	38.0	23.9	3.1	11.0
2H08	200.8	16.1	10.4	2.7	3.0
2009E	227.3	63.0	32.8	3.7	26.5
2010E	250.3	66.2	38.2	5.0	23.0

数据来源: CAAM, 国信证券经济研究所

注: 1、“新增需求”=本年保有量-上年保有量

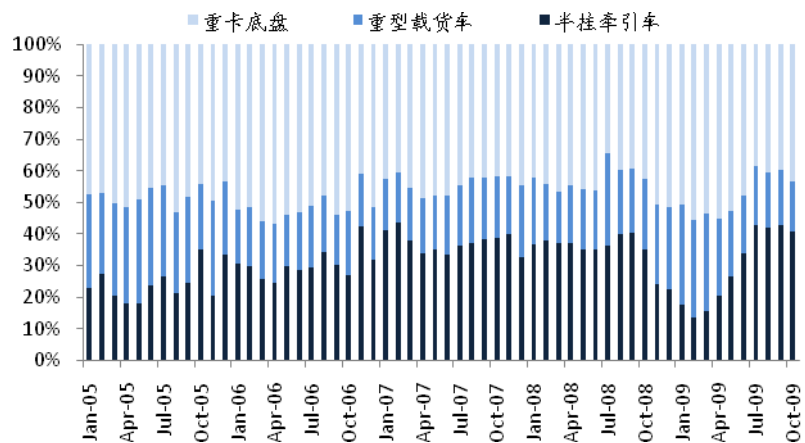
2、“报废更新换代”=年销量-出口+进口-“新增需求”

3、重卡卡进口数量很少, 因而本处忽略, 不影响结论

2009 年以来重卡复苏的逻辑

2009 年, 重卡需求表现为工程用车先复苏, 物流用车后复苏: 【1】2009 年 3 月起, 在国家相关政策的刺激下, 基建需求快速释放, 并主要体现为对工程用车, 即自卸车销售的拉动。1Q09, 自卸车订单占总订单的比例达到 70-80%。**【2】**2Q09 起, 物流用车逐步回暖, 并在三季度达到高峰。2008 年 11-12 月是国内公路物流企业运力过剩最严重的时期, 当时相当一部分物流企业约有 15-20% 左右车辆出现“报停”, 导致同期牵引车下降至 3000-5000 量的月销量水平。随着 2Q09 过剩物流运力得以消化, 半挂牵引车销量环比持续明显回升, 9 月达到 2.8 万辆, 接近历史月销量高点, 占重卡整体销量的比重也已达 30% 左右的正常水平。

图 18: 重卡销量结构变化 (2005.1-2009.10)



资料来源: 国信证券经济研究所

预计 2010 年重卡需求同比持平或小幅上升

预计 2010 年重卡销量将同比增长 0-5%，至 63-66 万辆左右。若按更新换代量、新增需求量等进行分解，展望 2010 年，预计重卡出口将有所回升，达到 5 万辆；更新换代需求由于 2005 年以来重卡保有量的明显提高，将达到 38 万辆；新增需求较 2009 年略有下降，达到 23 万辆。

我们判断 2010 年重卡销量难以大幅增长的原因在于：2009 年 63 万辆左右的销量，隐含着今年的“新增需求量”将达到 25 万辆以上，从历年的新增需求量来看，这已创下了新高，之所以在今年产生这样的结果，是由于运力需求从“过剩”急剧转向“大升”，运力需求增速的较大变化，对应着销量增速的大幅上升。而我们认为，2010 年全年重卡销量，很难达到 70 万辆以上，因为那意味着，明年的新增需求量将达到 30 万辆的水平，在目前保有量的基础上增长 15%，从整体经济“晴雨表”角度看，这难度很高（历史上保有量增速一般在 10%或以下，略高于 GDP 增长）

预计 2010 年重卡销售更可能表现为“前高后低”，重卡行业景气度、企业盈利仍有望在目前平台上维持一至两个季度。主要是因为，我们认为房地产投资仍然会继续上升、进出口贸易也处于复苏进程，这些都会成为重卡销售维持高位的重要力量。

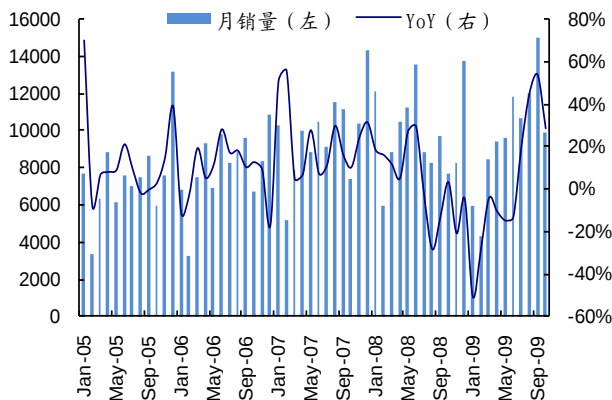
重卡行业的股票配置我们依然建议选择潍柴动力。公司掌握了行业产业链中盈利能力最强的环节，目前估值具备一定安全边际。

大中客：短期看出口 中期看铁路

国内需求已恢复至正常水平 明年出口仍有改善空间

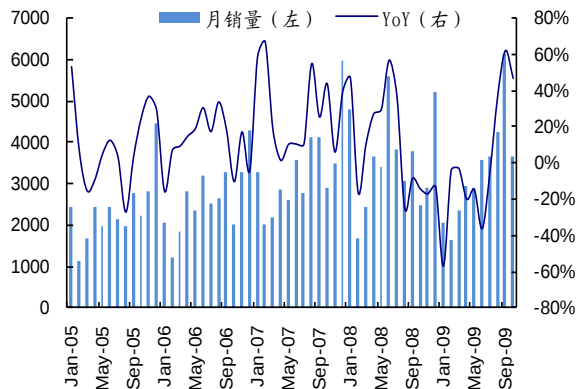
2009 年，大中客国内销量自年初至今持续稳步改善，累计同比增速由年初的 -50% 上升至 10 月的 0.3%，其中，中客销售改善速度较大客快一些，大、中客 2009 年 1-10 月销量累计同比增速分别为 -4.6%、3.0%，预计短期内国内销量仍将处于稳步上升通道。

图 19：大中客月销量及同比增速（2005.1-2009.10）



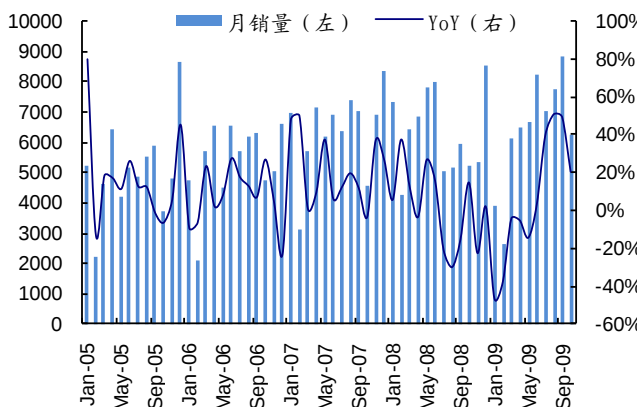
资料来源：国信证券经济研究所

图 20：大客月销量及同比增速（2005.1-2009.10）



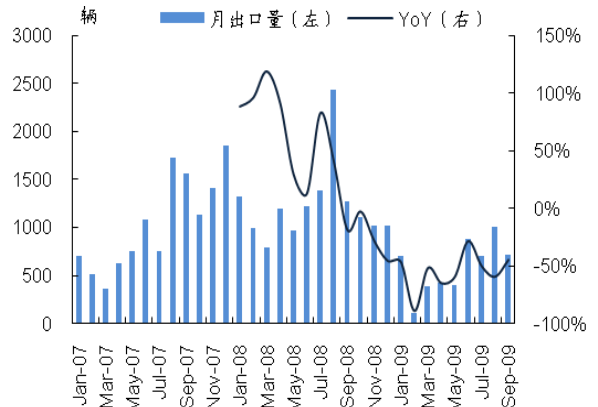
资料来源：国信证券经济研究所

图 21：中客月销量及同比增速（2005.1-2009.10）



资料来源：国信证券经济研究所

图 22：大客月出口及同比增速（2007.1-2009.9）



资料来源：国信证券经济研究所

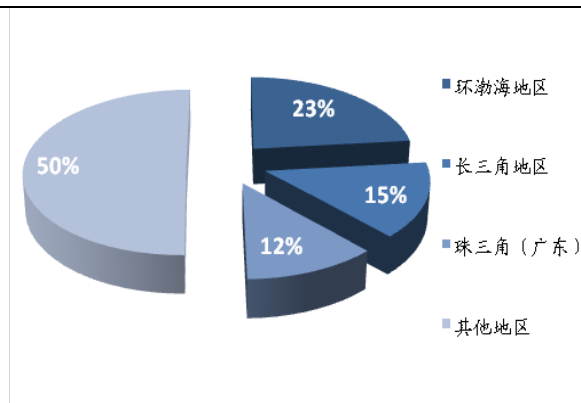
预计大中客出口随外围经济回暖将逐步改善，大中客仍是汽车子行业中出口最值得期待的子行业。历史上大中客行业出口销量占比约为 20%-30%，但 2H08 起，大中客主要出口目的地国家经济受创，需求锐减，大中客出口持续下滑，1Q09 至最低点，2009 年 2 月大客出口仅 114 辆。自 2Q09 起，大中客出口需求逐步回暖，

目前大客月出口量已达到 1000 辆左右的水平，但距 1H08 平均 1500 辆左右的水平仍有差距，改善空间较大。随着国际金融危机影响逐步减弱，全球经济复苏，主要能源价格上涨，预计作为我国大中客主要出口目的地的能源出口国家大中客需求将逐步恢复，2010 年中大客出口量将持续改善。

中期看，铁路客运投资将对大中客需求产生重大冲击

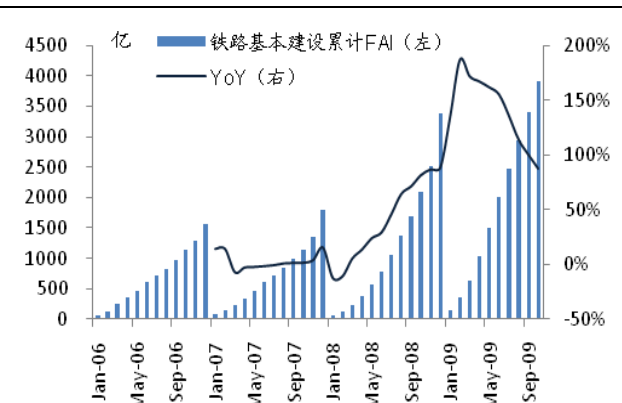
近年铁路建设提速，2008-2012 年进入客运专线集中投入运营期间，五年间有二十余条客运专线投入运营，且大部分集中于公路运输较为发达的地区。我们认为动车组中期会对上述区域的大客需求形成冲击。

图 23: 2008 年大客拥有量地区分布



资料来源：国信证券经济研究所

图 24: 铁路基本建设累计 FAI 及同比增速



资料来源：国信证券经济研究所

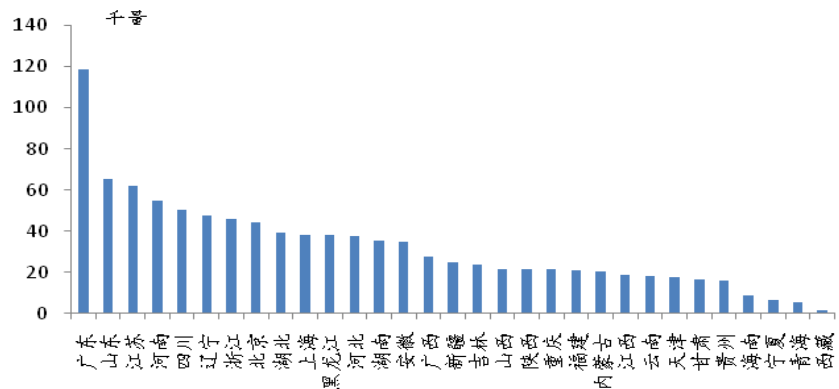
表 7: 重点客运区域近年客运专线建设汇总

区域	客运专线名称	里程（公里）	建成时间
环渤海地区	秦沈客运专线	秦皇岛—沈阳	2003
	京津城际客运专线	北京—天津	2008
	胶济客运专线	青岛—济南	2008
	石太客运专线	石家庄—太原	2009
	京石客运专线	北京—石家庄	2011
	哈大客运专线	哈尔滨—大连	2012
长三角地区	合宁客运专线	合肥—南京	2008
	甬台温客运专线	宁波—温州	2009
	温福客运专线	温州—福州	2009
	京沪客运专线	北京—上海	2012
	宁杭客运专线	南京—杭州	2012
广东省	武广客运专线	武汉—广州	2010
	广深港客运专线	广州—深圳	2010
	广珠城际线	广州—珠海	2010

数据来源：国信证券经济研究所

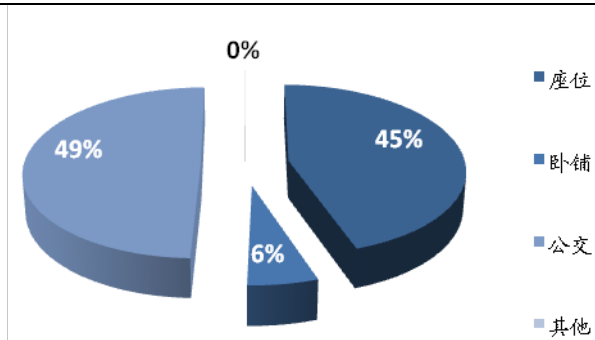
国内大中客销售最发达的地区也是目前铁路客运投资最密集的区域。大客主要销往经济较为发达的东部沿海地区，环渤海地区（四省两市）、长三角地区（上海、浙江、江苏）、珠三角地区（广东省）大客保有量分别占全国大客保有量的 23%、15%、12%，三地区合计占全国客车保有量的一半。这些地区历来是公路客车主要的市场，公路客车占大、中客销量的比重分别为 45%、60%，分别用于中长途客运、短途客运。上述经济发达区域同时也是客运专线建设集中的区域，近年投入运营的客运专线一半以上集中于上述区域。

图 25：2008 年全国各省大客保有量



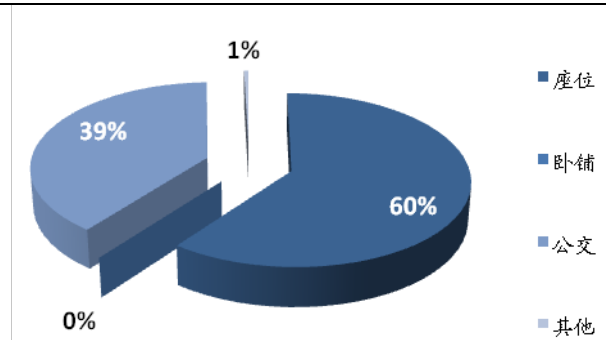
资料来源：交通部 国信证券经济研究所

图 26：2008 年大客销量结构



资料来源：中客网 国信证券经济研究所

图 27：2008 年中客销量结构



资料来源：中客网 国信证券经济研究所

预计未来 3-5 年，大中客保有量的 5-10%会受到铁路客运的替代。受冲击的车型主要是大客中的公路车，环渤海、长三角、珠三角区域大客销量约占全国销量的一半，再考虑到公路客车分城际运输和旅游客车，预计受影响的大客销量占大客总销量的 5-10%。而城市公交车基本不会受到冲击。

预计 2010 年中客销量将同比增长 7-10%。2010 年上半年，由于较低的基数效应，名义增速将会较高。尽管中期看，我们认为铁路投资会对公路客运需求有影响，但这是一个循序渐进的过程，短期看，影响会较为有限。

推荐的投资组合

我们建议重点配置轿车整车和相关零部件。推荐组合为：上海汽车、一汽轿车、一汽富维。

重卡：潍柴动力估值仍相对便宜，有一定安全边际。

大中客：宇通客车是首选。

附表 1：重点公司盈利预测及估值表

公司 名称	收盘价	EPS			PE			PB			最新评级
	2009-12-1	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
一汽轿车	24.31	0.67	0.84	1.13	36.4	28.9	21.5	6.0	5.1	4.3	推荐
宇通客车	18.86	1.02	0.91	1.05	18.5	20.7	18.0	5.8	4.7	3.9	谨慎推荐
江铃汽车	23.02	0.91	1.15	1.25	25.3	20.0	18.4	4.9	4.0	3.4	谨慎推荐
上海汽车	25.54	0.10	1.00	1.50	255.4	25.5	17.0	4.8	4.2	3.4	谨慎推荐
一汽夏利	8.68	0.06	0.16	0.38	138.4	54.3	22.8	4.2	4.2	3.8	谨慎推荐
一汽富维	23.54	0.90	1.32	1.48	26.2	17.8	15.9	3.7	3.2	2.7	谨慎推荐
潍柴动力	60.33	2.32	3.96	4.46	26.0	15.2	13.5	6.3	4.5	3.4	谨慎推荐
银轮股份	17.50	0.44	0.52	0.83	39.8	33.7	21.1	3.7	3.4	3.0	谨慎推荐
云内动力	14.36	0.36	0.41	0.51	40.1	35.0	28.2	2.2	2.1	2.0	谨慎推荐
中国重汽	28.41	1.13	1.10	1.46	25.1	25.8	19.5	4.8	4.1	3.5	谨慎推荐
威孚高科	17.20	0.34	0.60	0.75	50.6	28.7	22.9	3.9	3.5	3.1	谨慎推荐
长安汽车	14.21	0.01	0.53	0.70	1421.0	26.8	20.3	4.4	3.9	3.4	中性
金龙汽车	9.56	0.44	0.29	0.45	21.7	33.0	21.2	3.1	2.9	2.7	中性

数据来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		赵 谦	021-60933153	唐建华	0755-82130468
周炳林	0755-82133339	崔 嵘	021-60933159	孙菲菲	0755-82133400
林松立	010-82254212	廖	021-60933162	黄金香	010-82252922
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
戴志锋	0755-82133343			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	胡鸿柯	021-60875166
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陆 震	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
张栋梁	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
彭继忠	021-60875164	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
皮家银	021-60933160	廖绪发	021-60875168	李洪冀	010-82252922
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	武建刚	010-82250828	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	王一峰	010-82250828	程 峰	021-60933167
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
王俊峰	010-82254205	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646	徐蔚昌	021-60933149
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	高芳敏	021-60875163
苏绍许	0755-82133476	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	秦国文	0755-82133528	戴 军	021-60933166
		刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13823380182			13801832154			13701099132	
	liuyh@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		郑毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13480668226			13795229060			13810118116	
	shaoyf@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456		黄胜蓝	021-60875173		焦戢	010-82254202	
	15814403667			13761873797			13601094018	
	zhubin@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
林莉	0755-82133197		刘塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	13824397011			13817906789			13691229417	
	linli@guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
	18925287888			13817758288			13811271758	
	wanghaow@guosen.com.cn			yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			许娅	021-60875176				
				13482495069				
			江智俊	021-60875175				
				15221772073				
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				