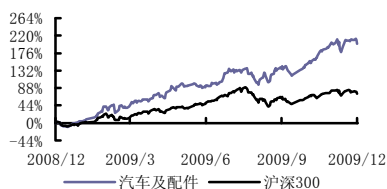


## 消费品及服务 - 汽车及配件

2009 年 12 月 18 日

行业相对沪深 300 表现



| 表现     | 1m  | 3m  | 12m  |
|--------|-----|-----|------|
| 汽车及配件  | -1% | 27% | 203% |
| 沪深 300 | -4% | 7%  | 75%  |

| 代码     | 名称   | 6m% | YTD% | 评级 |
|--------|------|-----|------|----|
| 000800 | 一汽轿车 | 76  | 240  | 买入 |
| 000581 | 威孚高科 | 55  | 207  | 买入 |
| 600104 | 上海汽车 | 83  | 310  | 增持 |
| 600066 | 宇通客车 | 50  | 123  | 增持 |
| 000951 | 中国重汽 | 38  | 88   | 增持 |

吕丽华、冉飞

+86 755 83199599 ext 8207

+86 755 83199599 ext 8247

[lv1h@csc.com.cn](mailto:lv1h@csc.com.cn)[ranfei@csc.com.cn](mailto:ranfei@csc.com.cn)

## 分析师申明

本人，吕丽华、冉飞，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 把握三类投资机会

—2010 年汽车行业投资策略

评级： 强于大市

- **2009 年行业回顾：双轮驱动，华丽反转。**2009 年我国汽车产销量及增速均创近 10 年新高已无悬念。政策提振居功至伟，经济复苏则对维持行业旺盛需求构成坚实保障。
- **2010 年政策展望：目标重心从“量”到“质”。**2010 年，预计相关政策还将围绕《规划》内容陆续出台，目标重心从“量”到“质”的方向转变。其中，企业兼并重组、汽车消费信贷以及新能源汽车是重要看点。
- **2010 年行业展望：预计增速 12%。**我国私人汽车消费从 2009 年起已进入大范围普及阶段，预计 2010 年汽车销量达到 1535 万辆，同比增长 12%。
- **乘用车：产能紧、景气旺。**作为国民消费升级的主要载体，轿车的中长期增速最具持续和稳定性，预计 2010 年仍可实现 13%~15% 的增速，产能利用率维持在较高水平。在多重要素驱动下，优势自主品牌已“集体突破”，是未来几年乘用车市场的最大看点。
- **重卡：仍具增长空间。**2010 年固定资产投资保持高位，物流运输业向好趋势不改，加上换购和出口需求增长，预计重卡销量达到 73 万辆，增速 15%。
- **大中客：继续恢复性回升。**2010 年行业随宏观经济复苏继续恢复性回升。中客较大客更受益于二、三线城市之间为主的客流量增长，预计大、中客增速分别为 7%、11%。
- **维持行业“强于大市”评级。**我们判断行业至少在明年 2 季度以前的盈利上升趋势不变；对比各行业的动态估值水平，汽车板块尤其是龙头公司的估值水平在短期内仍具备上升的潜力，因此维持行业“强于大市”评级。
- **投资策略：把握三类投资机会。**2010 年汽车板块的投资机会将由系统性转向结构性，建议“淡化行业、精选个股”，主要把握以下三类投资机会：（1）兼具估值优势和增长空间的公司；（2）行业整合；（3）新能源汽车。重点推荐的上市公司包括：一汽轿车、威孚高科、上海汽车、宇通客车、中国重汽。
- **风险提示。**宏观经济回落；原材料价格大幅上涨。

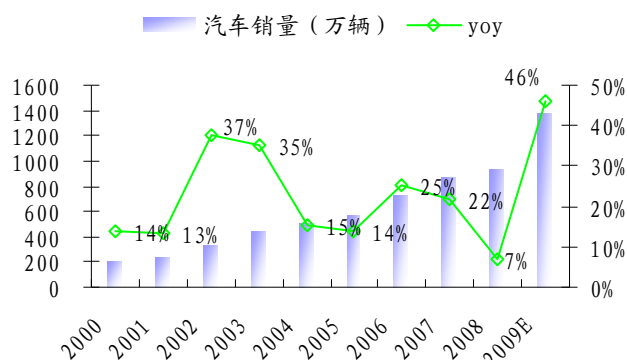
## 2009 年行业回顾

## 双轮驱动，华丽反转

对于我国汽车行业来说，2009 年无疑是载入史册的一年。前 10 月全国汽车累计产销量就已超越 2008 年全年水平，更双双首次突破千万辆级大关；根据中汽协统计，2009 年前 11 月我国汽车累计产量 1227 万辆，累计销量 1223 万辆，同比增速均达到 42%。

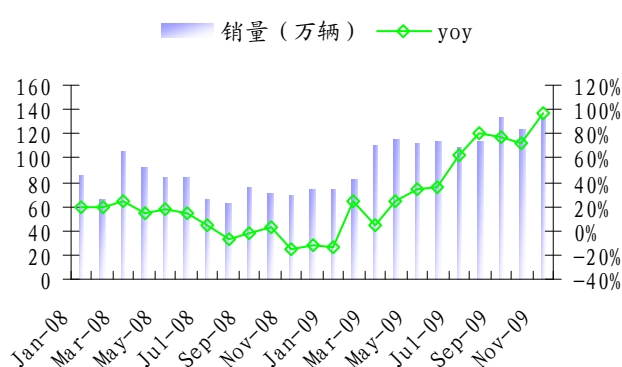
考虑到年末是汽车消费的传统旺季，加上购置税上调前的“政策末班车”效应，预计 2009 年 12 月汽车产量 146 万辆、销量 148 万辆，分别环比增长 5%、10%；2009 年全年汽车产量 1373 万辆，销量 1371 万辆，分别同比增长 47%、46%，产销量及增速均创近 10 年新高已无悬念，并将首次超越美国成为全球第一大汽车消费国。

Figure 1 近年我国汽车销量及同比增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 2 近两年我国汽车月度销量及同比增速



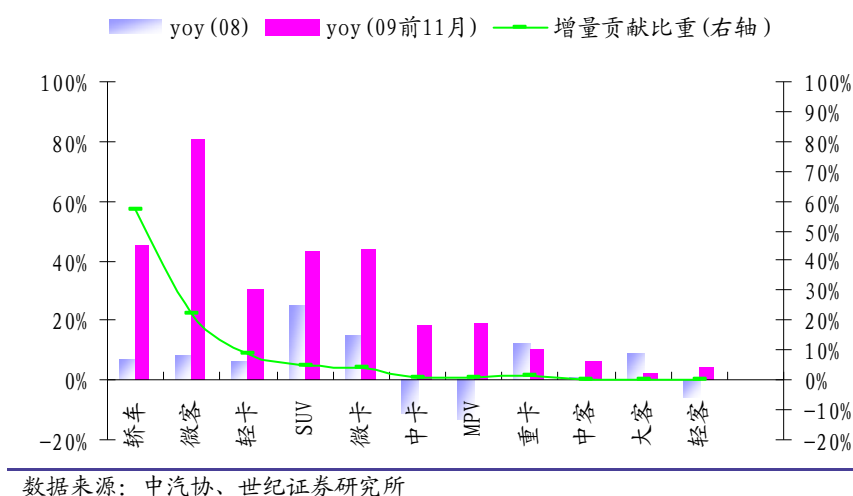
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

从 2008 年下半年金融危机笼罩下的快速回落，到 2009 年 3 月起月度销量维持在百万辆以上的高度景气，汽车行业的表现远好于年初业界普遍预期，我们认为以下两方面因素造就了行业华丽反转：

- (1) 政策提振：以乘用车购置税（≤1.6L）减半征收和汽车下乡为代表的一系列产业政策居功至伟。表现为，重点受益的轿车（≤1.6L）、交叉型乘用车（微客）、轻卡、微卡需求大幅释放；据中汽协统计，1.6L 及以下排量乘用车前 11 月对整个行业销量的增长贡献度达到 85%。
- (2) 经济复苏：宏观经济持续好转对维持行业的旺盛需求构成坚实保障，汽车行业也由结构性复苏逐渐走向全面复苏。表现为，中高级乘用车、客车等政策“遇冷”的子行业需求不断改善。2009 年前 11 月，所有子

行业的累计销量均实现了同比增长。

Figure 3 各子行业销量增速对比及前 11 月增长贡献度

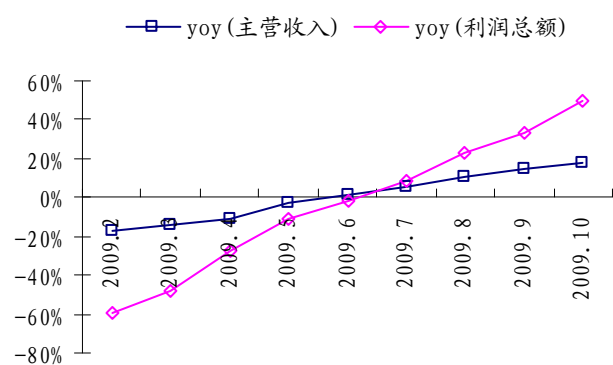


数据来源：中汽协、世纪证券研究所

### 行业经济效益大幅好转

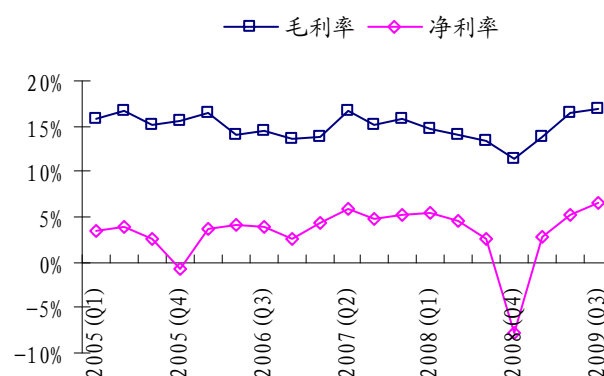
在经历 2008 年 4 季度的“急跌”，以及 2009 年初的去库存化后，行业经济效益随需求、成本的双重改善大幅提升。据中汽协统计，19 家汽车工业重点企业（集团）前 10 月累计实现营业收入 11866 亿元、累计实现利润总额 927 亿元，分别同比增长 18%、50%；上市公司方面，2009 年 3 季度汽车板块的毛利率、净利率上升至近 5 年单季最高水平。

Figure 4 19 家重点企业（集团）收入、利润累计同比增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 5 汽车板块上市公司分季度毛利率、净利率



数据来源：wind、世纪证券研究所

政策立竿见影、消费者享受实惠、厂商增收增利，2009 年的中国汽车市场可用“皆大欢喜”来形容。

2010 年行业展望

政策：重心从“量”到“质”

政策对我国汽车行业的作用向来举足轻重，粗略估算2009年各项汽车产业刺激政策对销量的拉动超过260万辆，2010年产业政策依然是影响车市运行的一大关键因素。目前，2010年的乘用车购置税、汽车摩托车下乡、以旧换新、节能与新能源汽车等4项政策已明确在2009年的基础上进行小幅调整。

Figure 6 汽车产业相关政策调整对比

| 政策关键词        | 2009 年核心内容                                                   | 受益子行业                  | 2010 年调整后的核心内容                                   |
|--------------|--------------------------------------------------------------|------------------------|--------------------------------------------------|
| 购置税减征        | 对购置 1.6L 及以下小排量乘用车减按 5%征收车辆购置税                               | 轿车 (≤1.6L)、微客          | 2010 年对购置 1.6L 及以下小排量乘用车减按 7.5%征收车辆购置税           |
| 汽车下乡         | 对农民购置微客、轻卡、微卡按车价 10%给以补贴，补贴额度最高不超过 5000 元                    | 微客、轻卡、微卡               | 2010年延长实施，已纳入汽车下乡补贴渠道的摩托车下乡政策执行到2013年1月31日。      |
| 以旧换新         | 对符合一定使用年限要求的中、轻、微卡和中客以及“黄标车”提前报废并换购新车的按车型给予 3000~6000 元的单车补贴 | 卡车、客车所有子行业、轿车、微客、专项作业车 | 单车补贴额提高至 5000~18000 元（补贴总额是否调整尚未公布）              |
| 节能与新能源汽车示范推广 | 在 13 个城市试点，对单位购买节能与新能源车的按车型标准给予补贴                            | —                      | 原试点城市由 13 个扩大到 20 个选择 5 个城市作为对私人购买节能与新能源汽车给予补贴试点 |

数据来源：发改委等、世纪证券研究所

对已调整政策的解读

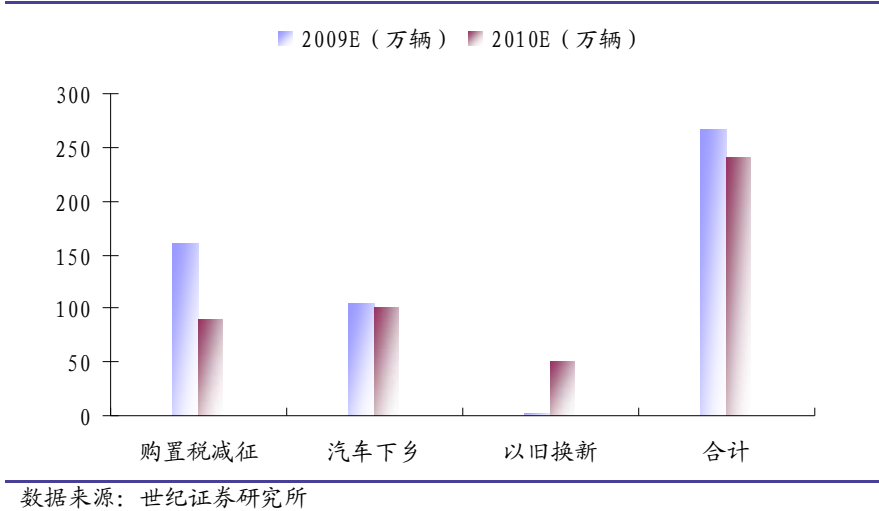
- (1) 购置税：1.6 升及以下小排量乘用车购置税较2009年提升2.5 个百分点。以该排量区间的轿车为例，2010年对应的购置税支出一般增加1250~3000元。考虑到该类消费群体对价格的敏感性较高，2010年的部分需求将在2009年12月提前释放，预计2010年的政策效用将明显减弱。
- (2) 汽车下乡：2010 年延长实施。前 11 月，三大下乡车型—微客、微卡、轻卡累计销量增速分别为 81%、44%、30%，政策拉动效果显著，也反映出农村市场已具备一定的消费能力。预计 2010 年政策对销量的整体拉动与 2009 年大致持平。
- (3) 以旧换新：单车补贴金额标准提高到 5000~1.8 万元。2009 年的《汽车以旧换新实施办法》单车补贴额偏低，造成政策收效不佳。对换购车主而言，在新的补贴标准下补贴额相比转售已有较好的吸引力，

2010 年有望实现较大的换购量。

（4）节能与新能源汽车：现阶段国内新能源汽车的发展仍较多依赖于政策。扩大示范推广和选择私人购买试点城市都体现了政府加大新能源汽车扶持力度的决心，有利于加速新能源汽车的研发和产业化进程。

从以上 4 项政策调整来看,我们认为对汽车整体销量的影响偏中性,而更意在均衡各子行业的增速,避免“政策过热”和“政策遇冷”持续并存的情况;另外通过加大新能源汽车推广和老旧车、黄标车的淘汰力度,有利于结构升级和节能减排。

Figure 7 三项政策调整对拉动汽车销量的影响对比



对后续政策的前瞻

预计 2010 年，相关政策还将围绕《汽车产业调整和振兴规划》的内容陆续出台，目标重心将继续从“宏观”到“微观”、从“量”向“质”的方向转变。结合行业发展趋势和国内车市现状，企业兼并重组、汽车消费信贷以及新能源汽车是 2010 年政策面的重要看点。

Figure 8 《汽车产业调整和振兴规划》政策目标及相关点评

| 关键词  | 核心内容                                               | 分析点评                                                                                                  |
|------|----------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 产销增长 | (1) 2009 年汽车产销量力争超过 1000 万辆。<br>(2) 三年平均增长率达到 10%。 | 2009 年全年预计产销均突破 1370 万辆，同比增长超 46%，已率先达到政策目标。                                                          |
| 消费环境 | 建立完整的汽车消费政策法规框架体系、科学合理的汽车税费制度、现代化的汽车服务体系和智能交通管理系统。 | (1) 目前我国贷款购车比例不及 10%，与发达国家相比存在数倍的增长空间。<br>(2) 消费群体的年龄结构下移，对应信贷消费的观念增长。<br>(3) 随着近年汽车信贷体系的完善和汽车金融公司数量的 |

结构优化 (1) 1.5 升以下排量乘用车市场份额达到 40%以上, 其中 1.0 升以下小排量车市场份额达到 15%以上。

(2) 重型货车占载货车的比例达到 25%以上。

兼并重组 (1) 通过兼并重组, 形成 2~3 家产销规模超过 200 万辆的大型汽车企业集团, 4~5 家产销规模超过 100 万辆的汽车企业集团。

(2) 产销规模占市场份额 90%以上的汽车企业集团数量由目前的 14 家减少到 10 家以内。

自主品牌 (1) 自主品牌乘用车国内市场份额超过 40%, 其中轿车超过 30%。

(2) 自主品牌汽车出口占产销量的比例接近 10%

电动汽车 (1) 形成 50 万辆纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车产能。

(2) 新能源汽车销量占乘用车销售总量的 5%左右

增加, 汽车消费信贷面临快速发展机遇。

(1) 前 11 月, 1.6 升及以下排量乘用车市场份额达到 69%, 其中 1.1 升及以下排量车份额约为 15%。

(2) 重卡占卡车比例为 21%, 距政策目标尚有提升空间。

(1) 2009 年行业大规模的兼并重组已明显提速, 其中已发生的有广汽重组长丰, 长安收编中航汽车。其他如北汽、吉利等也屡现收购动作。

(2) 前 11 月, 汽车企业 CR(10) 已达到 87%。

(3) 政策引导下, 未来 2 年行业整合还将不断上演。

(1) 前 11 月, 自主品牌乘用车占国内乘用车份额为 44%, 其中自主品牌轿车的份额为 29%, 基本实现目标。

(2) 受金融危机影响, 前 11 月累计出口汽车 29 万辆, 同比下降 51%, 占销量比约为 4%, 距离政策目标尚有较大提升空间。

(1) 目前新能源汽车以“整车厂牵头、区域化产业联盟”的方式为主, 2011 年的设计总产能已超过规划数。

(2) 参照目标, 2011 年我国新能源汽车销量将达 50~60 万辆, 产业具爆发性增长空间, 客车有望率先实现产业化。

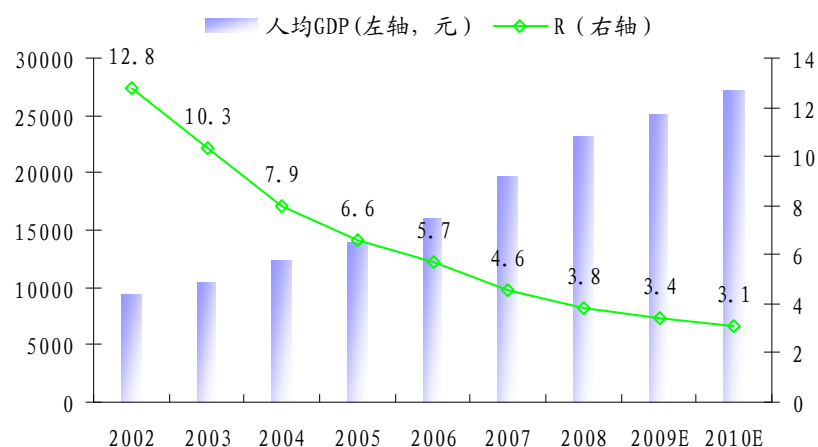
(3) 目前新能源汽车配套政策尚不完善, 尤其是消费和使用的瓶颈有待解决。

数据来源: 工信部等、中汽协、世纪证券研究所

### 需求: 进入大规模普及阶段

海外发达国家汽车市场的经验显示, R 值 (车价/人均GDP) 可被用来衡量一国汽车市场所处的发展阶段。一般当R值在2~3时, 将进入至少10年的私人汽车大规模普及阶段。

Figure 9 我国人均 GDP 与 R 值趋势



数据来源: 国家统计局、wind、世纪证券研究所

伴随近年来我国人均GDP的快速增长以及汽车均价下探, R值也呈快



速下降趋势，2009年达到3.4，预计2010年将降至3.1，首次触及大规模普及的经验区间。

回顾我国汽车行业自入世以来的“走势”，选择具有代表性的狭义乘用车为参考，大致经历了 2 个完整的周期。

Figure 10 入世至今我国狭义乘用车（不包括微客）的周期性特点描述

|    | 周期                | 行业增速                               | 需求特征                                        | 供给特征              | 企业盈利               |
|----|-------------------|------------------------------------|---------------------------------------------|-------------------|--------------------|
| I  | 上升<br>(2001~2003) | 入世后爆发性增长，<br>02、03年分别高达63%、<br>72% | 一线地区（城市）进入首次私人购车高峰                          | 产能紧张              | 普遍大幅<br>增长         |
|    | 调整<br>(2004)      | 回落至16%                             | 一线地区（城市）完成初次普及，二、三线消<br>费能力尚有限，新增需求动能减弱     | 产能扩张后利<br>用率下降    | 明显下滑               |
| II | 上升<br>(2005~2007) | 提升至25%、36%、25%                     | 收入增长引发二、三、四线地区（城市）需求<br>相继释放；财富效应刺激中高级车逐渐走俏 | 总体平衡，优势<br>厂商产能偏紧 | 在竞争压<br>力下逐渐<br>分化 |
|    | 调整<br>(2008)      | 增速下降至7%，其中下<br>半年销量同比为-3%          | 受金融危机影响，消费信心大幅下滑，车市全<br>面快速走低               | 产能利用率<br>大幅下降     | 急降，亏<br>损面加大       |

数据来源：中汽协、世纪证券研究所

与前两次以“区域性、结构性”为主的汽车消费高峰（上升期）不同，受益于政策提振和经济回暖，2009年我国车市呈全方位的激活特点：

（1）分级别看，各子行业增速均不低于15%。其中，中小排量轿车表现最佳，中大排量为主的SUV也持续热销，中高级轿车、MPV则在一、二线城市的拉动下逐季回暖。

Figure 11 2009 年狭义乘用车子行业分季销量及累计增速

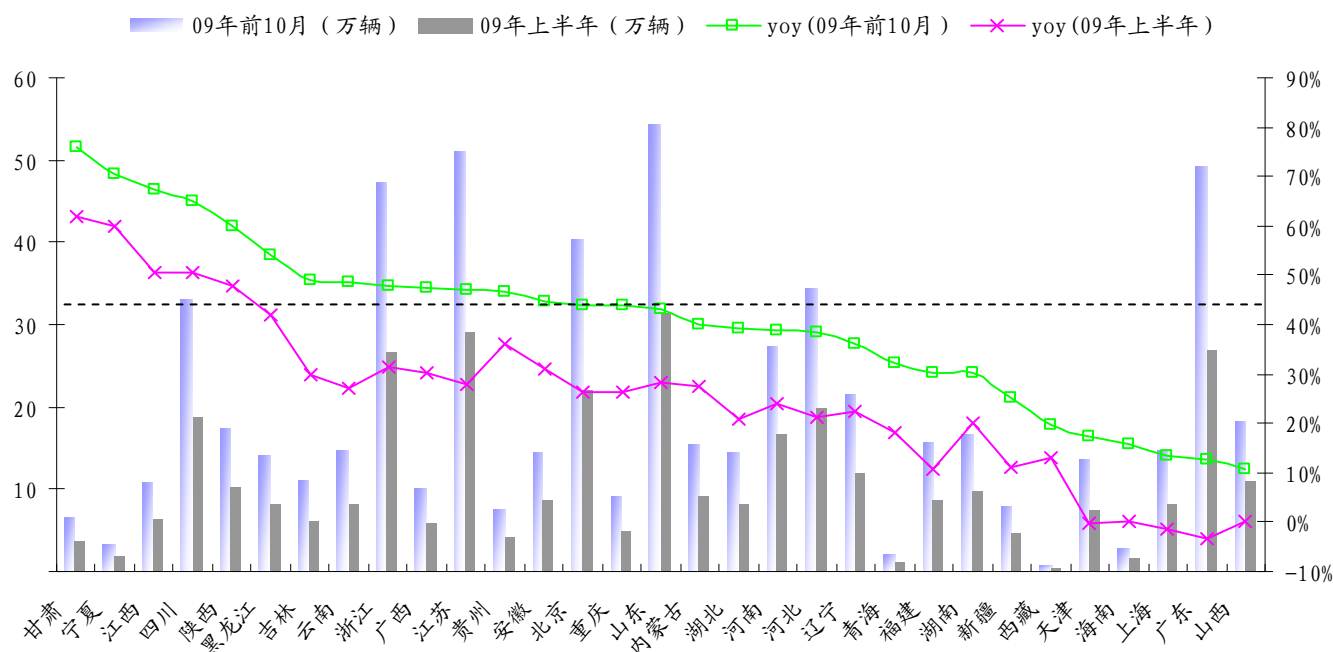
| 子行业       | 2009(Q1) | 2009(Q2) | 2009(Q3) | yoy(前11月) |
|-----------|----------|----------|----------|-----------|
| 合计        | 141.22   | 183.18   | 195.70   | 45%       |
| ≤1L       | 8.58     | 11.90    | 9.09     | 71%       |
| 轿车        |          |          |          |           |
| 1L~1.6L   | 88.30    | 116.92   | 124.18   | 63%       |
| (万辆)      |          |          |          |           |
| 1.6L~2.0L | 31.63    | 39.15    | 44.57    | 15%       |
| >2.0L     | 12.72    | 15.21    | 17.85    | 18%       |
| MPV (万辆)  | 4.67     | 5.58     | 6.42     | 19%       |
| SUV (万辆)  | 10.24    | 14.93    | 18.84    | 42%       |

数据来源：中汽协、世纪证券研究所

（2）分区域看，半数的省市前10月狭义乘用车（不包括微客）增速超

过了行业水平（44%）。其中，中西部省市总体增速最快，东部经济发达省份则构成需求主力军，而上半年增速为负的部分汽车大省市（广东、上海）也明显恢复。

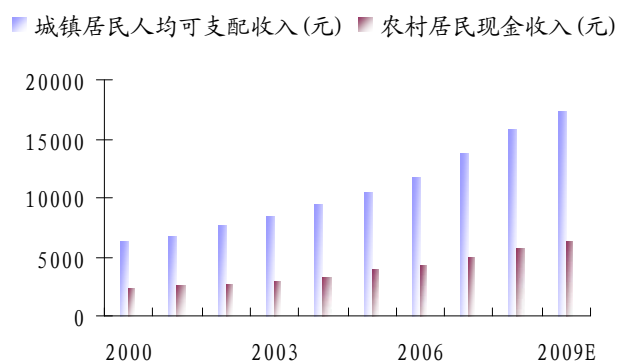
Figure 12 2009 年前 10 月、上半年各省市狭义乘用车销量及累积增速对比（虚线为行业增速）



数据来源: Chinaautomarket、世纪证券研究所

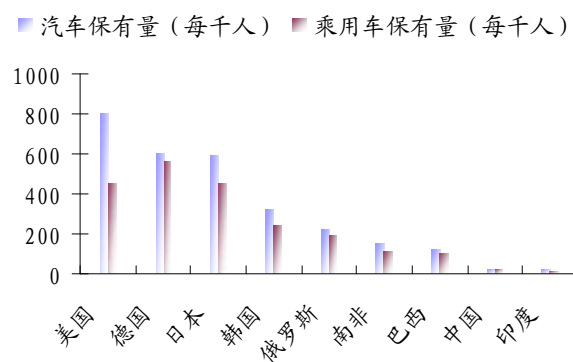
结合R值及2009年车市特点，我们判断，我国私人汽车消费从2009年起已进入大范围普及阶段，此阶段主要表现为“普及区域广、时间跨度长”，国民消费能力提升以及较低的保有量基数对行业的中长期高速增长构成有力支撑。

Figure 13 近年我国城乡居民收入走势



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 14 全球部分国家汽车保有量比较



数据来源: 世纪证券研究所



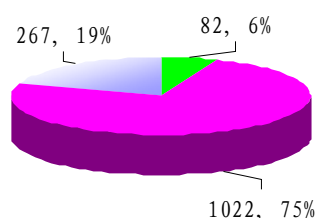
### 预计 2010 年销量增速为 12%

考虑到 2008 年下半年行业急剧下滑以及 2009 年的政策提振因素，2009 年的汽车销量实际可分解为“延迟需求”、“自然需求”以及政策的“拉动需求”三个部分。根据我们的估算，三部分销量分别约为 82、1029、267 万辆，分别占 2009 年总销量比重的 6%、75%、19%。

综合近年行业的均衡增速，以及 2010 年政策“递延”效用，预计 2010 年汽车销量有望达到 1535 万辆，同比增长 12%。

Figure 15 2009 年汽车需求分解

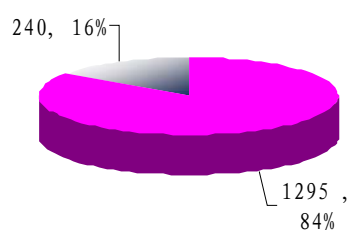
■ 延迟需求 ■ 自然需求 ■ 拉动需求



数据来源：世纪证券研究所

Figure 16 2010 年汽车需求分解

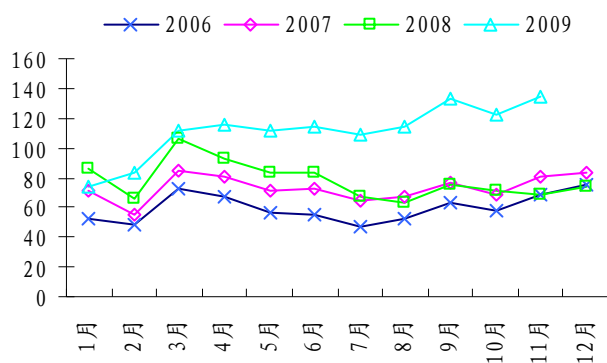
■ 自然需求 ■ 拉动需求



数据来源：世纪证券研究所

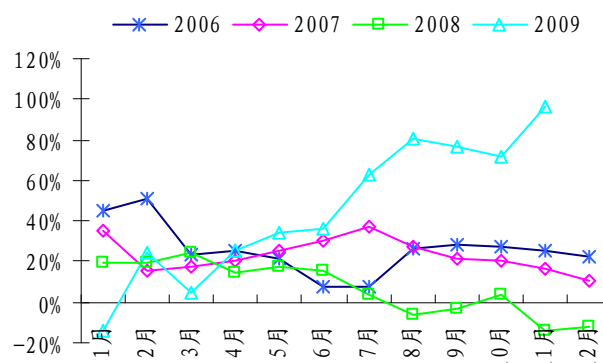
需要提出的有三点：（1）“拉动需求”在于量化政策对相关子行业的拉动效用，该部分需求并不完全等同于“透支”性质；（2）未来在政策“退出”以后，国民消费能力的持续提升能够有效弥补其中的“透支”部分；（3）尽管 2010 年行业仍可保持较高景气，但基于 2009 年度的跳跃式增长，2010 年增速将正常性放缓；从月度销量看，不排除下半年个别月度出现同比下滑可能。

Figure 17 近四年我国汽车月度销量



请参阅文后免责条款

Figure 18 近四年我国汽车月度销量同比增速



- 9 -

世纪研究 价值成就

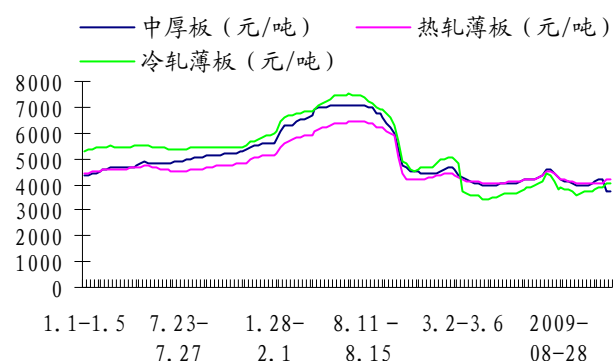
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

数据来源：中汽协、世纪证券研究所

### 原材料成本：预期上涨，影响部分子行业盈利

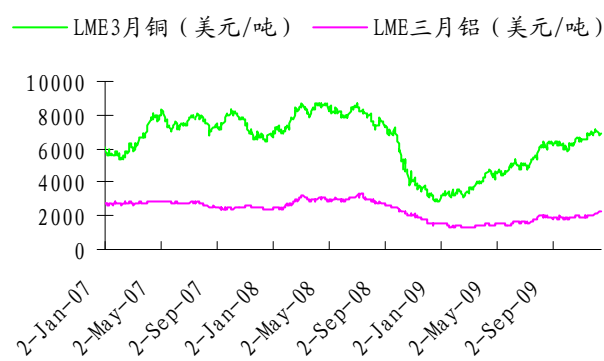
2009 年，主要车用原材料（钢材、铝等）价格在经历 2008 年下半年大幅跳水后维持低位运行，对以小排量乘用车、商用车为主的汽车产品的毛利率有较大改善。

Figure 19 2007~2009 年主要汽车用钢价格走势



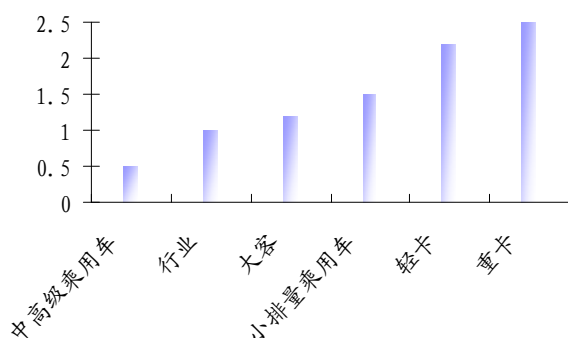
数据来源：中国钢铁业协会、世纪证券研究所

Figure 20 2007~2009 年主要车用金属价格走势



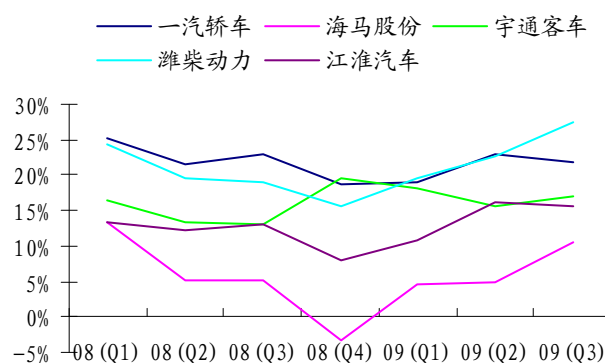
数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 21 子行业毛利率对钢价的弹性



数据来源：世纪证券研究所

Figure 22 部分汽车板块上市公司分季毛利率走势



数据来源：wind、世纪证券研究所

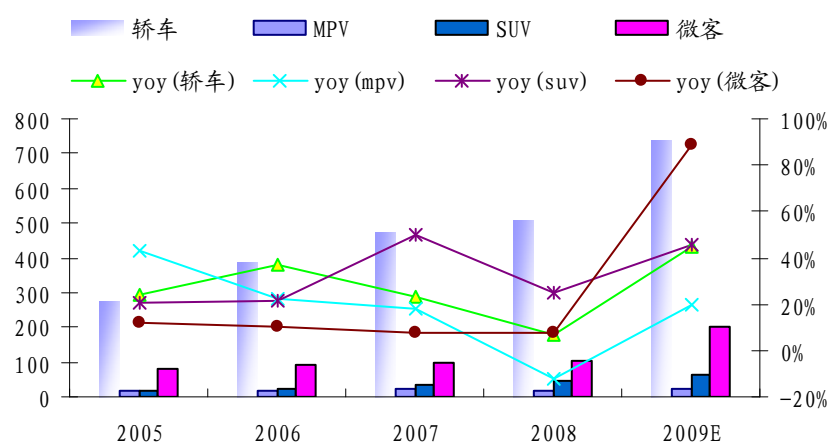
当前全球经济整体复苏迹象越渐明显，钢材等大宗商品需求呈回暖趋势；同时在通胀预期下，2010 年价格上涨是大概率事件，进而对重卡、轻卡等子行业盈利有一定的负面影响，对原材料占成本比重较小的中高级乘用车影响有限。

## 子行业展望

## 乘用车景气旺、产能紧

前 11 月累计销售 923 万辆，占行业总销量 75%，其中轿车、微客分别占乘用车市场 72%、19%，增速分别达到 45%、81%。我们认为，微客的爆发性增长主要源于多重政策刺激下的集中释放，2010 年景气度很可能高位回落，而作为国民消费升级的主要载体，轿车的中长期增速最具持续和稳定性；预计 2010 年轿车仍可实现 13%~15% 的增速，略高于行业水平。

Figure 23 乘用车各子行业近年销量及增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

高景气支撑下，2009 年乘用车行业经历了从“去库存”到“补库存”的过程；2 季度开始消费者排队购车屡见不鲜，部分热销车型更出现一车难求的情景；汽车周转库存持续不足的状况也大大减缓了产品的降价竞争压力。

Figure 24 狭义乘用车月度库存及产销率

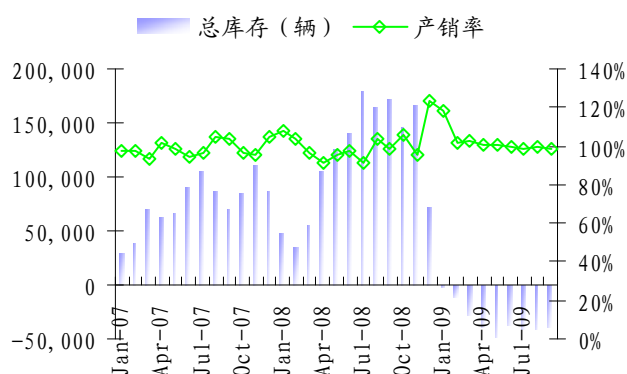
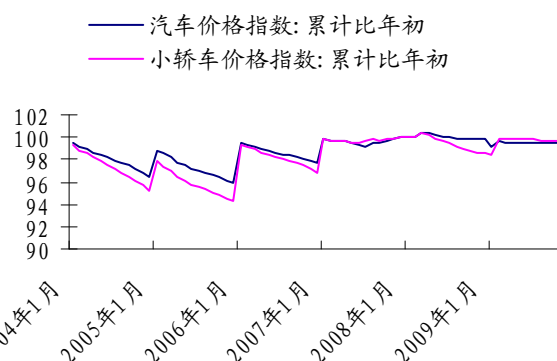


Figure 25 近年汽车价格指数

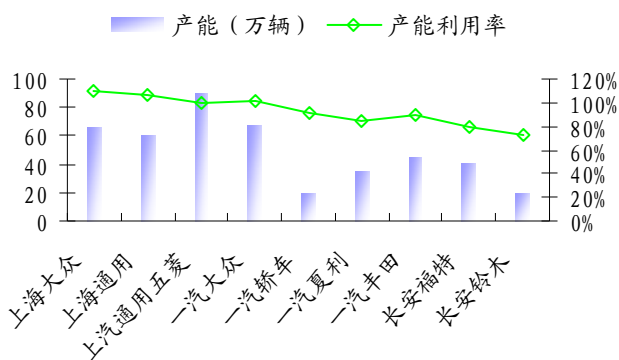


数据来源：世纪证券研究所

数据来源：wind、世纪证券研究所

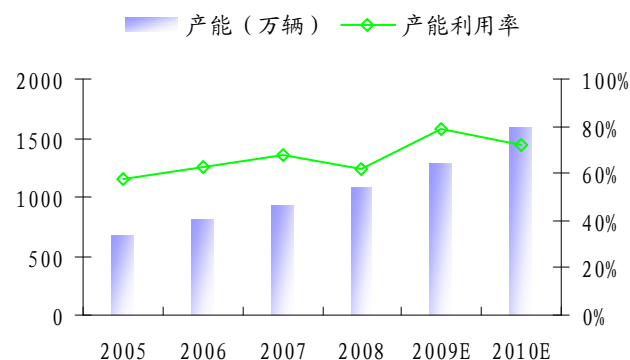
2009 年行业产能利用率接近 80%，部分主流厂商产量已超过设计产能。结合乘用车厂商的扩产计划和建设周期，预计 2010 年行业产能利用率仍处在较高水平。

Figure 26 2009 年部分厂商产能及利用率



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 27 近年我国乘用车行业产能及利用率



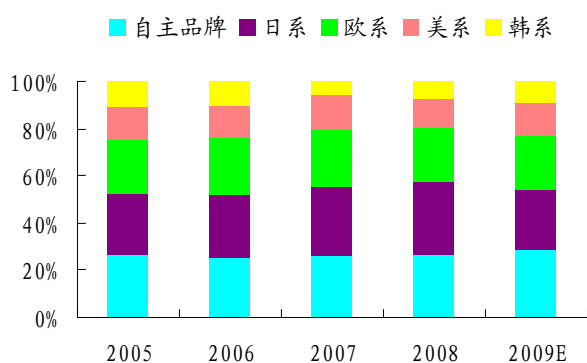
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

需要区分的是，对于有产能约束的公司来说，单车附加值提升将替代销量增长成为 2010 年业绩的主要推动力，因此中高级车占比较大的公司业绩增长更具有确定性；而对于 2009 年表现不佳，产能仍有较大释放空间的公司来说，在新车上市推动下，业绩也存在较大改善可能。

### 优势自主品牌集体“突破”

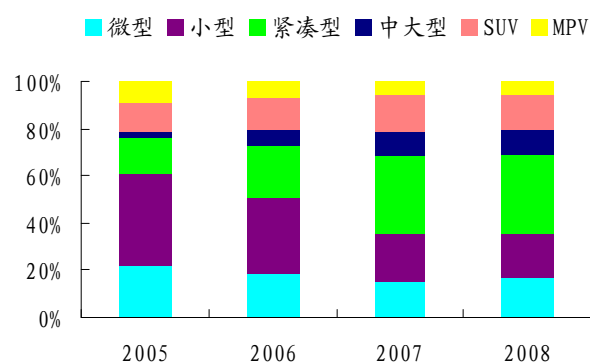
2009 年前 11 月自主品牌轿车市场份额为 29%，较 2008 年提升 3 个百分点，上升至近年最高水平。

Figure 28 近年轿车按国别市场份额



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

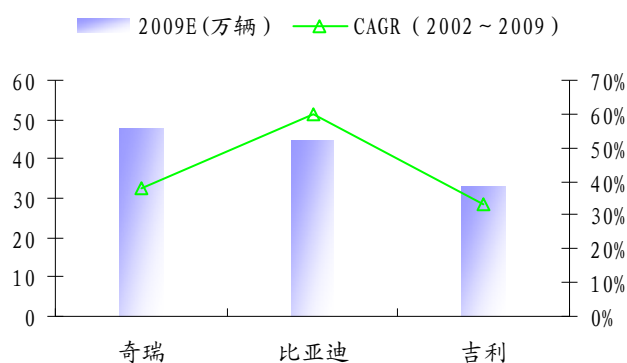
Figure 29 自主品牌车型结构发展



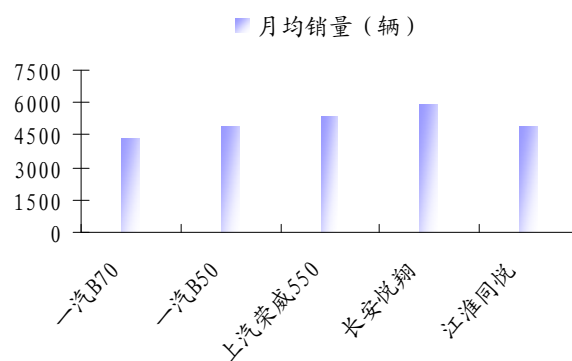
数据来源：sinotrust.、世纪证券研究所

我们注意到，优势自主品牌目前已现集体“突破”迹象。一方面，以奇瑞、吉利、比亚迪为代表的独立制造商综合竞争力提升，表现为：新车投放力度加大、产品梯队不断丰富、多品牌运作等。另一方面，以一汽、上汽、长安、江淮为代表的汽车集团自主品牌业务经过前期大规模投入，也纷纷进入回报期，表现为：培育出“明星”车型、实现盈利或接近盈亏平衡等。

Figure 30 奇瑞、比亚迪、吉利销量及复合增速



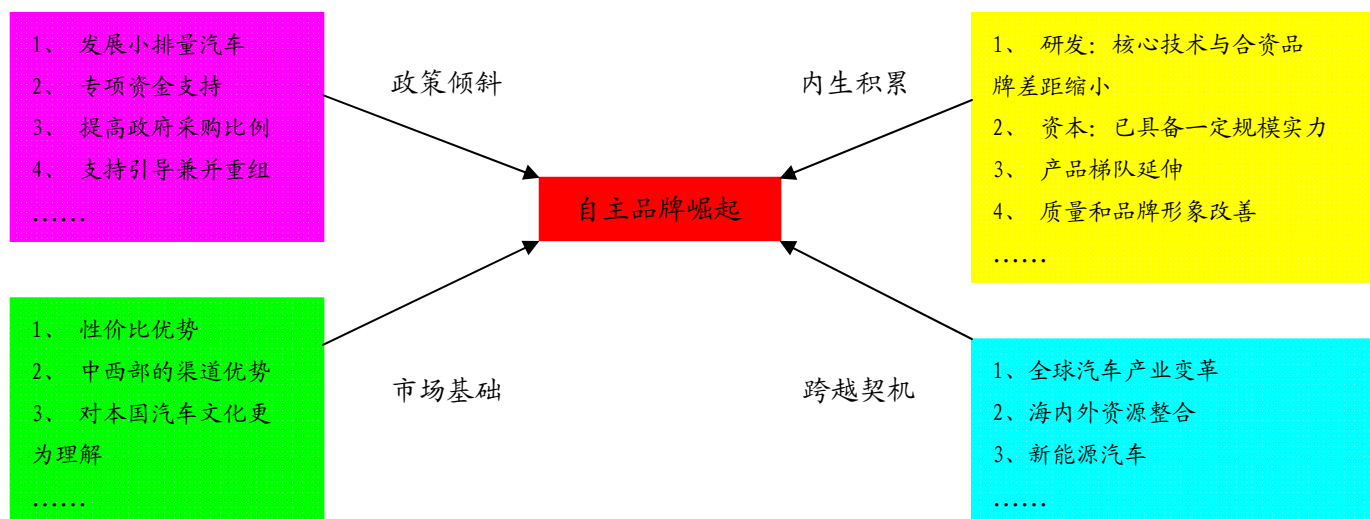
数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 31 一汽轿车、上汽等“明星”车型 09 年月均销量<sup>1</sup>

数据来源：中汽协、世纪证券研究所

在多重要素驱动下，自主品牌正迎来加速壮大的最好时光，是未来几年乘用车市场的最大看点。

Figure 32 自主品牌驱动要素分析



数据来源：世纪证券研究所

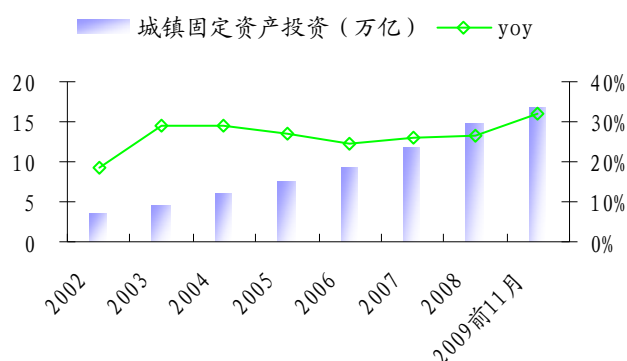
<sup>1</sup> 不包括新车爬坡阶段的月度

## 商用车回暖趋势不改

## 重卡：预计 2010 年增速为 15%

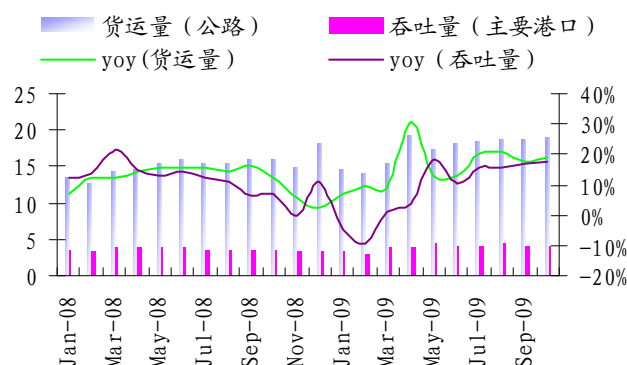
2009 年前 11 月重卡实现销量 57 万辆，同比增长 10%，尽管行业增速并不显眼，但实际表现远好于年初的悲观预期。

Figure 33 近年我国城镇固定资产投资额及增速



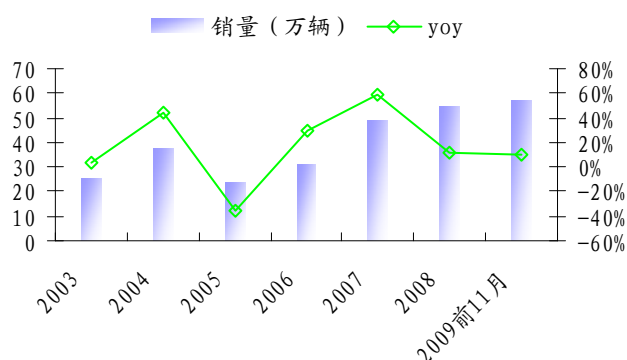
数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 34 2008 年至今公路货运量、港口吞吐量月度走势



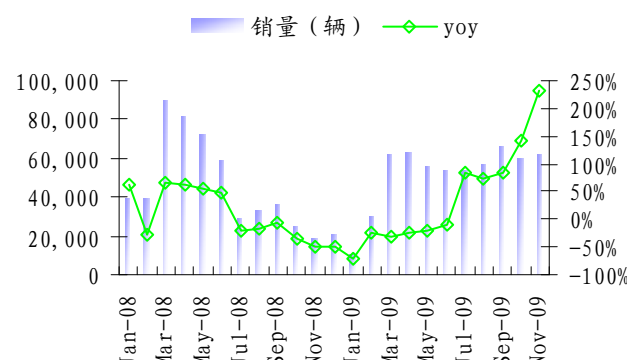
数据来源：wind、世纪证券研究所

Figure 35 近年我国重卡销量及增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

Figure 36 2008 年至今重卡月度销量及增速



数据来源：中汽协、世纪证券研究所

我们判断 2010 年的重卡市场仍具一定的增长空间，主要理由包括：

(1) 固定资产投资和物流运输是决定重卡内需的两大核心要素。在“4 万亿”投资驱动下，2010 年仍将是项目开工和建设的高峰年份；伴随经济复苏，公路物流业的向好趋势不改，重卡将凭借物流运输的经济性优势继续对中卡的取代。

(2) 以国内重卡平均 3~5 年的使用周期计算，2006 年、2007 年重卡销量为 31、49 万辆，增速分别达到 30%、59%，相应提升 2010 年的换购需求。

(3) 2009 年前 10 月重卡出口 3.17 万辆，累计同比下降 35%。考虑到



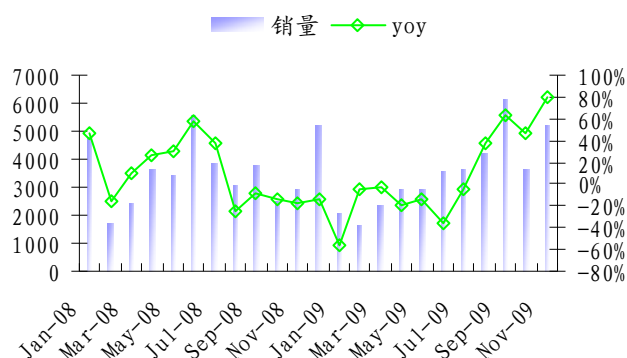
海外新兴经济体复苏,以及我国重卡业较强的国际竞争优势,2010 年出口也具备较大的改善潜力。

预计 2009、2010 年重卡销量分别达到 63、73 万辆,增速分别为 17%、15%。

### 大中客: 2010 年继续恢复性增长

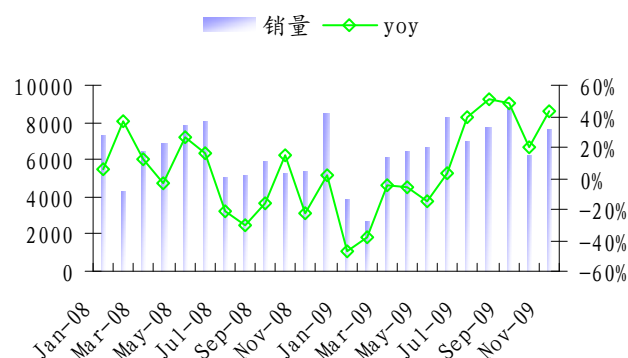
客车是 2009 年景气度恢复最晚的子行业。2009 年上半年,客运企业信心不足、公交市场增速不如预期、出口持续低迷等利空密集交织,行业经历了近 5 年最糟糕的时期;直到 3 季度下游持续回暖,行业才出现较大改观,销量基本恢复到 2008 年水平。前 11 月大、中客分别销售 4、7 万辆,分别同比增长 2%、4%,合计同比增长 3%。

Figure 37 2008 年至今大客月度销量及增速



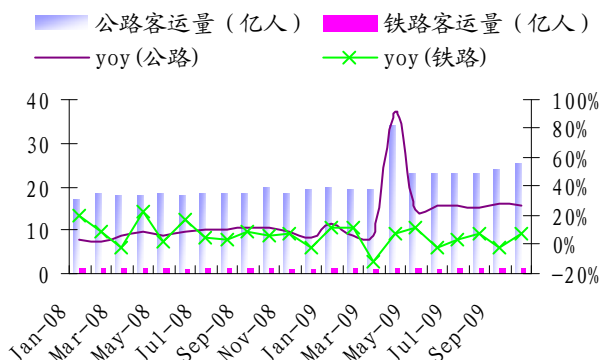
数据来源: 中汽协、世纪证券研究所

Figure 38 2008 年至今中客月度销量及增速



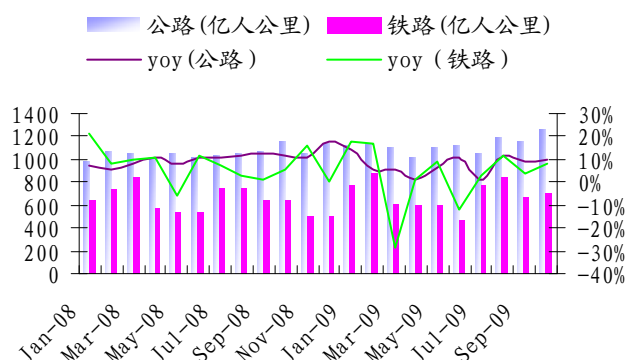
数据来源: 中汽协、世纪证券研究所

Figure 39 公路、铁路客运量月度走势



数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 40 公路、铁路客运周转量月度走势



数据来源: wind、世纪证券研究所

短期来看,我们认为大中客随宏观经济复苏继续恢复性回升,尤其是中客较大客更受益于二、三线城市之间为主的客流量增长,预计大、

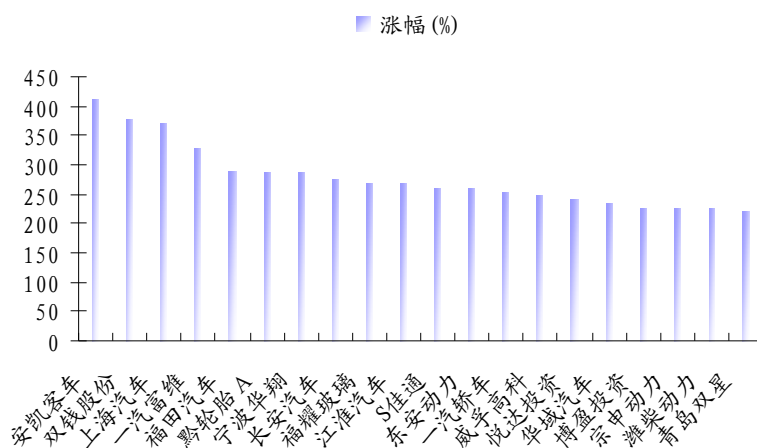
中客 2010 年增速分别为 7%、11%；从中长期来看，公路客运面临着铁路建设提速后的强大竞争压力，大中客行业的发展将更多依赖于产品升级和出口增长。

## 投资策略

### 维持“强于大市”评级

截止到 12 月 17 日，汽车板块指数年内涨幅达 231%，超越大市 142 个百分点，部分个股更录得惊人涨幅。

Figure 41 汽车及配件板块上市公司年内涨幅 TOP20（截止到 12 月 17 日）



数据来源：wind、世纪证券研究所

综合前文分析，我们判断汽车行业至少在明年 2 季度以前的盈利上升趋势不变；对比 2010 年各行业的动态估值水平，汽车板块尤其是龙头公司的估值水平在短期内仍具备上升的潜力，因此维持行业“强于大市”评级。

Figure 42 汽车板块上市公司平均市盈率（静态）



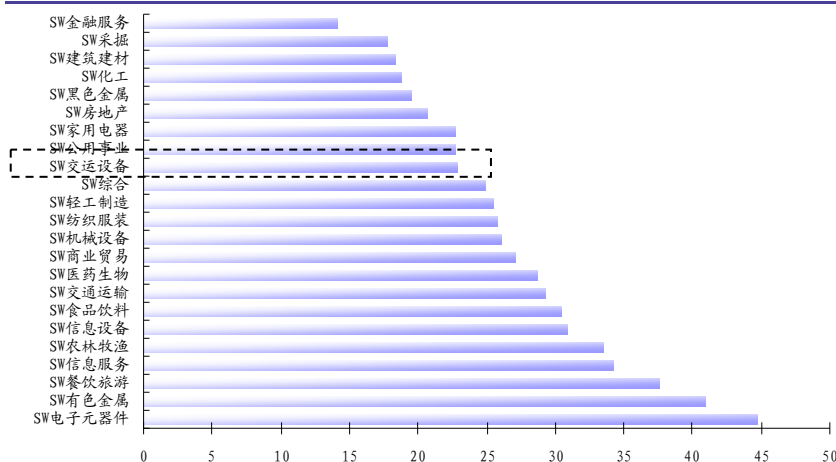
Figure 43 汽车板块上市公司平均市净率（静态）



数据来源: wind、世纪证券研究所

数据来源: wind、世纪证券研究所

Figure 44 申万行业 2010 年动态 PE 对比



数据来源: wind、世纪证券研究所

### 把握三类投资机会

总体上,我们判断 2010 年汽车板块的投资机会将由系统性转向结构性,建议“淡化行业、精选个股”,主要把握以下三类投资机会:

#### 1、高安全边际公司:兼具估值优势和增长空间

高安全边际,体现为兼具估值优势和增长空间。部分动态估值不高、子行业恢复较晚的优质公司是较好的配置标的,此外基本面有较大改善潜力的公司也值得追踪。

推荐:威孚高科、中国重汽、宇通客车;关注:海马股份、金龙汽车。

#### 2、行业整合:“故事”还可期待

汽车产业整合是我们 2009 年持续关注的话题,投资机会包括内部(资产注入)、外部(兼并重组)两方面,相关个股在 2009 年的投资回报优异。政策引导下,2010 年汽车行业的整合大戏将继续上演。其中,一汽集团的整体上市最值得关注。

推荐:一汽轿车;关注:一汽夏利、一汽富维、中通客车。

#### 3、新能源汽车:战略性择机配置

低碳经济、节能减排趋势下,新能源汽车引领全球汽车产业升级变革已成共识,战略地位日渐突出,进而提升产业链相关上市公司的战略性配置价值。

关注:杉杉股份、江苏国泰。

## 重点上市公司推荐

### (1) 一汽轿车 (000800): 业绩持续增长+整体上市预期

公司旗下自主品牌奔腾、合资品牌马 6 在中高级轿车细分市场均已树立了较强竞争力; 共线生产降低了单车摊销成本, 盈利能力出众; 公司的产品梯队和销售布局也逐渐完善, 未来两年多款新车相继上市, 产能有序释放, 有助业绩持续增长。

预测 2009~2011 年公司 EPS 分别为 0.85 元、1.17 元、1.36 元, 当前股价对应 2010 年 PE 为 22 倍, 考虑到公司的良好质地以及一汽集团整体上市预期, 估值水平仍具备提升空间, 2010 年目标价格 30 元, 给予“买入”评级。

主要风险: 宏观经济低迷。

### (2) 威孚高科 (000581): 受益于下游产业升级

2009 年公司本部及各子公司初步完成了转型升级, 其中新培育的电控 VE 泵、SCR 业务以及参股的博世汽柴将持续受益于重卡等下游产业升级, 增长动力强劲。

预测 2009~2011 年公司 EPS 分别为 0.65 元、0.87 元、1.13 元, 2010 年目标价格 24 元, 给予“买入”评级。

主要风险: 重卡等下游行业回冷; 排放政策变动。

### (3) 上海汽车 (600104): 尽享乘用车景气

2009 年, 公司旗下合资品牌 (上海大众、上海通用、上汽通用五菱) 均表现优异, 产能均接近极限。2010 年在销量高基础上, 中高级新车占比继续加大, 进而提升单车附加值; 自主品牌荣威则有望首次实现盈利。

预测 2009~2011 年公司 EPS 分别为 0.99 元、1.41 元、1.54 元, 2010 年目标价格 30 元, 给予“增持”评级。

主要风险: 宏观经济低迷。

### (4) 宇通客车 (600066): 行业复苏, 龙头当仁不让

客车行业在 2009 年前 3 季度经历了周期性低谷, 目前处于底部回升阶段, 2010 年内需和出口市场均有继续好转趋势; 公司作为行业龙头, 技术和管理优势突出, 表现有望超越平均水平。

预测 2009~2011 年公司 EPS 分别为 0.87 元、1.12 元、1.28 元。2010 年目标价格 25 元, 给予“增持”评级。

主要风险: 大中客市场持续低迷。

### (5) 中国重汽 (000951): 王者迈步从头越

由于在半挂车方面不具优势, 重汽自 2009 年 2 季度起未能充分享

受重卡行业复苏的果实，市场份额被一汽、福田快速挤压。不过通过与 MAN 合作后，能够有效弥补重汽在高压共轨发动机和半挂车的短板，并在进入“国 IV”前占据行业先机，所带来的产品竞争力和市场份额提升将从 2010 年开始显现，当前公司市场份额处在谷底，回升在即。

预测 2009~2011 年公司每股收益分别为 1.02、1.57、1.79 元，2010 年目标价格 37 元，给予“增持”评级。

主要风险：重卡市场回冷；原材料价格大幅上涨。

Figure 45 重点公司盈利预测及投资评级

| 上市公司 | 评级 | 股价      | EPS  |      |      | PE   |      |      |
|------|----|---------|------|------|------|------|------|------|
|      |    | (12.17) | 2009 | 2010 | 2011 | 2009 | 2010 | 2011 |
| 一汽轿车 | 买入 | 24.8    | 0.85 | 1.17 | 1.36 | 29   | 21   | 18   |
| 威孚高科 | 买入 | 17.3    | 0.65 | 0.87 | 1.13 | 27   | 20   | 15   |
| 上海汽车 | 增持 | 25.42   | 0.99 | 1.41 | 1.54 | 26   | 19   | 17   |
| 宇通客车 | 增持 | 19.49   | 0.87 | 1.12 | 1.28 | 22   | 17   | 15   |
| 中国重汽 | 增持 | 27.1    | 1.02 | 1.57 | 1.79 | 27   | 17   | 15   |

数据来源：wind、世纪证券研究所

### 风险提示

- (1) 宏观经济回落。
- (2) 原材料价格大幅上涨。

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.