



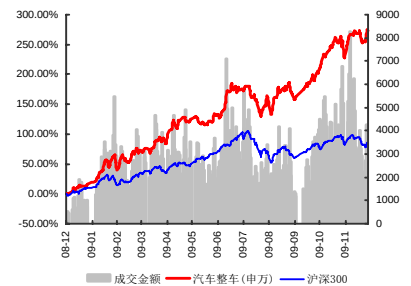
汽车及零配件行业

投资评级：看好

2009 年 12 月 28 日

相关研究：

行业一年股价表现：



资料来源：wind

执笔人

白宇

baiyu@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

2010 年汽车行业投资策略

销量增长保持稳定，行业景气维持高位

行业研究/深度研究

● **政策作用催化下汽车需求进入百万新纪元：**汽车销量的大幅度增长，政策催化是非常重要的原因，但更深层的原因则仍然是我国经济增长带来的居民财富增加和积累。城市居民的收入提升，使得二三线城市步入汽车进入家庭高峰。而乡镇居民收入的增长，使得微客、轻卡在“汽车下乡”政策帮助下大规模进入农民生产、生活成为可能。

● **明年轿车保持稳定增长：**通过定性和定量两种方法，我们预计明年我国轿车销量能够有 13% 以上的增长。我们的定量方法主要基于对 GDP 增长、居民收入、汽车销量的回归分析；而定性方法的主要依据则是居民消费倾向的增大以及轿车消费在居民消费比重的上升。

● **投资下滑不会抑制重卡销量：**虽然明年我国固定资产投资增速将会一定程度低于今年，但是我们认为在经济增长稳定的情况下物流、工程、大宗商品运输等重卡需求仍将稳定增长，预计重卡销量增长 15%。

● **大中客车将恢复正常：**高铁的发展短期内对大中客的冲击不大，公交、旅游、客运等大中客需求的增长在 2010 年仍将带动大中客车销量增长 10%。

● **农村汽车市场的活力将使得微客、轻卡继续增长：**农民收入的提高、农村经济的增长、经济结构的变化以及政府的扶持使得我们对明年农村汽车市场依旧乐观，预计微客、轻卡分别增长 10%、15%。

● **汽车行业景气依然会处于高位：**我们预计明年钢价上涨对汽车企业盈利的影响仍在可控范围内，而产能利用率的高位运行利好车企。预计轿车车型结构也有望上行，这将利好一些高端乘用车企业。

● **投资策略：**我们维持对汽车行业的“看好”评级，建议投资者关注：1) 关注高端乘用车；2) 布局商用车龙头。

● **风险提示：**原材价格过度上涨带来盈利压力；原油价格上涨抑制需求。

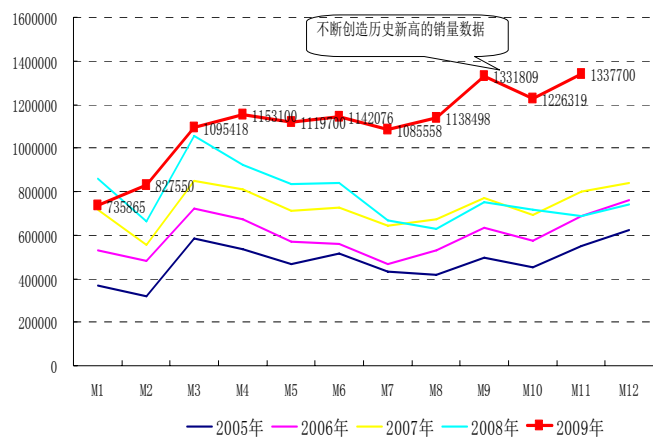
目录

政策作用催化下汽车需求进入百万新纪元.....	2
2010 年轿车仍将保持稳定增长.....	4
投资增速下滑不会抑制重卡增长.....	8
大中客车恢复正增长，明年形势乐观.....	12
农村市场活力依然，轻卡微客仍将小幅增长.....	14
行业景气将保持，利润增速前高后低.....	14
投资策略	18
乘用车子行业：关注高端乘用车	18
商用车子行业：布局商用车龙头企业	19
风险提示：	20

政策作用催化下汽车需求进入百万新纪元

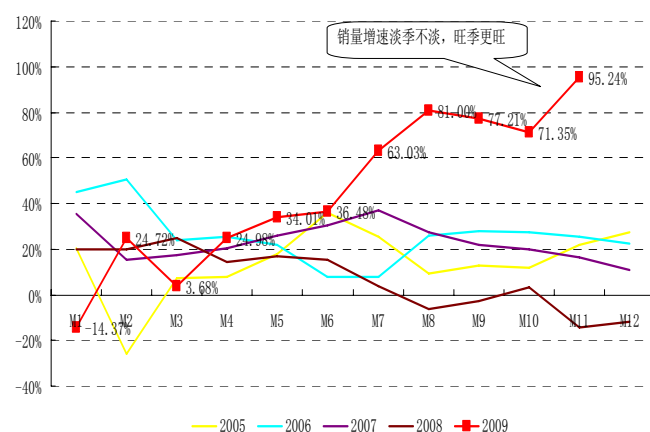
09 年来，中国汽车市场销售情况火热，截止 11 月，我国共计销售汽车 1223 万辆，累计同比增长 42.4%。从月度数据上来看，自 2 月份汽车销量买入百万大关以来，月度销量数据就一直保持在百万的高位，即使是在 7、8 月等传统淡季，汽车销量也没有跌破百万。我们预计 09 年，我国汽车销量有望突破 1300 万辆，同比增长 40%以上。

图表 1：月度汽车销量走势图



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图表 2：月度汽车销量增速走势图



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

我们认为 09 年以来汽车销量高速增长最主要特点是政策刺激催化下的需求反弹。08 年下半年以来，在股市大幅度缩水、金融危机影响下低迷经济及就业状况的背景下，乘用车消费，尤其是轿车消费受到了一定程度的抑制。商用车方面，07 年和 08 年上半年的高速增长的压力、房地产、采掘等主要下游行业在 08 年下半年以来的低迷，直接导致其在 08 年 8 月份开始连续出现严重的下滑。

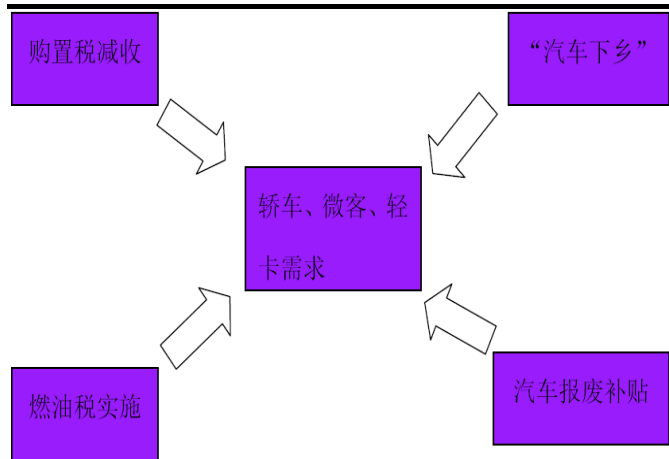
08 年末以来，政府出台了多项汽车产业的利好政策直接催化了汽车需求的复苏。小排量汽车购置税减收、燃油税取代养路费的实行，“汽车下乡”及汽车报废补贴等政策直接刺激了二三线城市、农村等新的汽车市场。

在新的市场空间被打开后，轿车、微客、轻卡高速增长。1-11 月份，这三个车型分别累计同比增长 45%、80%、25%，是本轮汽车高增长的主要车型。

同时，下半年以来随着宏观经济复苏的确定，重卡、大中客等投资品也开始加速复苏。重卡在物流用半挂车带动下强力复苏，而工程机械用重卡整车等也在保持平稳增长。上半年一直处于大幅度负增长的大中客车也在四季度开始恢复增长。

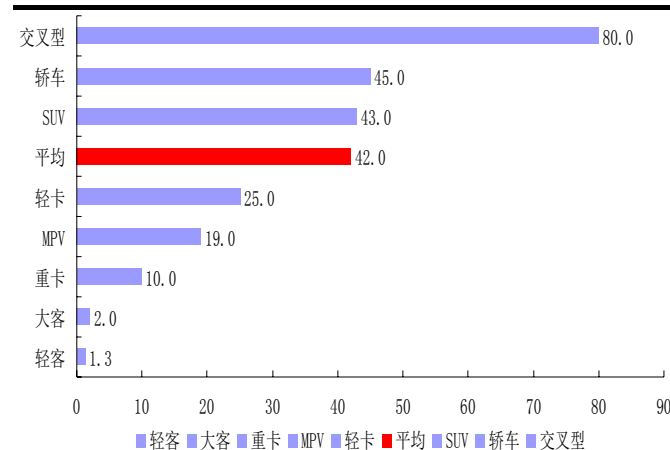
不论是作为可选消费品的乘用车还是投资品的商用车，对宏观经济的敏感性都十分强，因此我们认为政策只是催化了我国汽车市场，而 09 年高增长背后更深层的原因则是我国宏观经济的强劲复苏。

图表 3：政策催化了车市复苏主



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

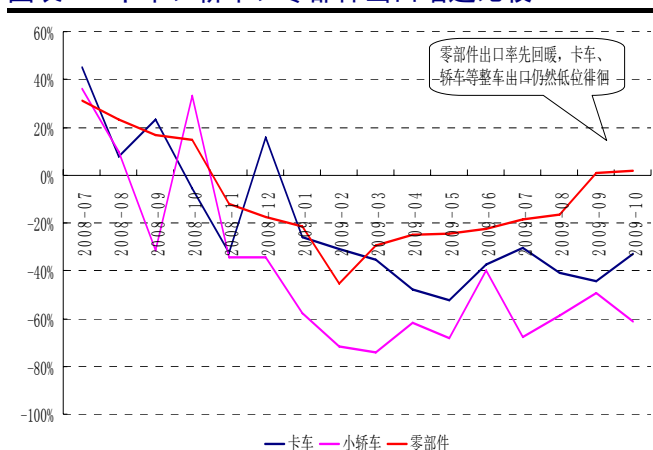
图表 4：细分车型增速比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

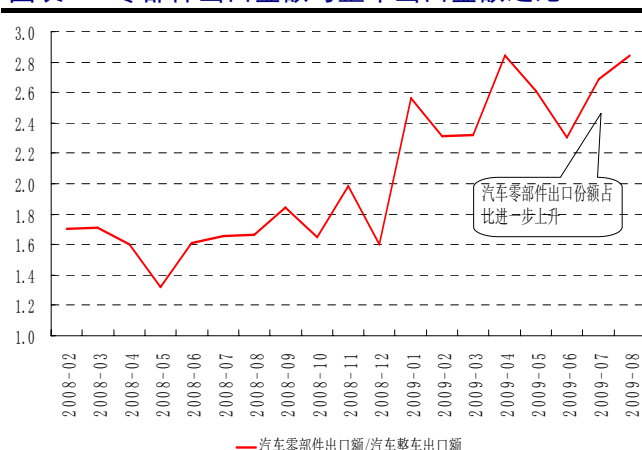
出口方面，海外市场仍然低迷。我国汽车行业最大的两个整车出口品种轿车和货车在 09 年以来仍然处于同比下降阶段，没有明显的恢复迹象。零部件行业相对出现了一定程度的恢复，这一定程度上显示了国际汽车市场随着国际经济整体趋稳。金融危机后，诸如伟世通、德尔福等大的零部件厂商纷纷破产，这带给中国零部件厂商的更大的机会，也是零部件出口迅速恢复的重要原因。

图表 5：卡车、轿车、零部件出口增速比较



资料来源：山西证券研究所

图表 6：零部件出口金额与整车出口金额之比

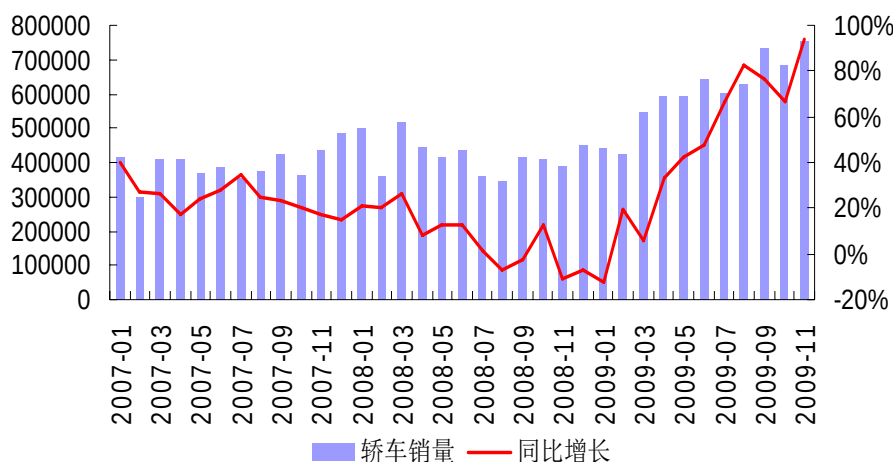


资料来源：山西证券研究所

2010 年轿车仍将保持稳定增长

作为中国汽车销量占比超过 50%的主力车型，轿车销量在 09 年初开始回暖，下半年开始强劲增长。1-11 月份轿车共计销售 665 万辆，累计同比增长 45%。从轿车的月度销量图上我们可以看到在 09 年 1 月达到低谷后，轿车增速恢复迅猛。及时在 6-8 月份的淡季，轿车销量仍大幅度增长。

图表 7：轿车月度销量及同比增长



资料来源：山西证券研究所

高速增长过后，许多研究人员对明年汽车销量的增长并不乐观，但我们仍然认为明年轿车销量将会保持稳定增长，销量增速保持在 10%以上的概率很大。我们从定性和定量两个方面来论证我们的观点。

定量上，我们将轿车销量与居民可支配收入以及我国 GDP 做回归分析，希望从我国经济增长的长期角度推导轿车销量的增长。

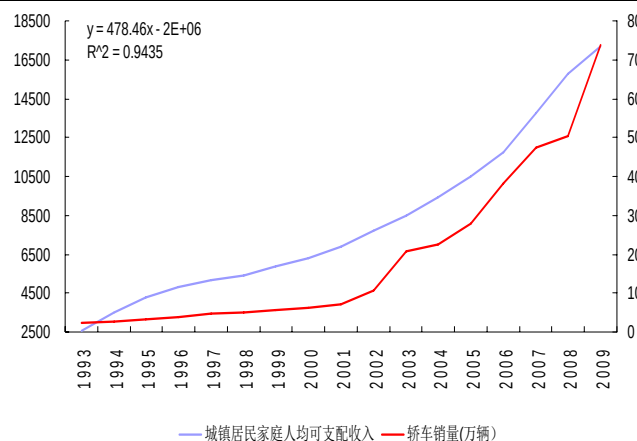
◆ 作为典型的可选消费品，轿车销量与居民实际可支配收入水平密切相关。两者的线性相关系数 R^2 达到了 94%。而同时，居民可支配收入水平又于我国 GDP 增长密切相关。我们将 2010 年-2025 年我国经济的成长分为三个阶段。三阶段增长率逐步下降，显示了我们预测的保守。但即使是在保守的预测假设下，我们的结果仍然显示，2010-2015 年轿车销量仍然有 10%的年均增长率。

图表 8：宏观经济增长率假设

年代	2010-2015	2015-2020	2020-2025
GDP 增长率	8.5%	7%	6%

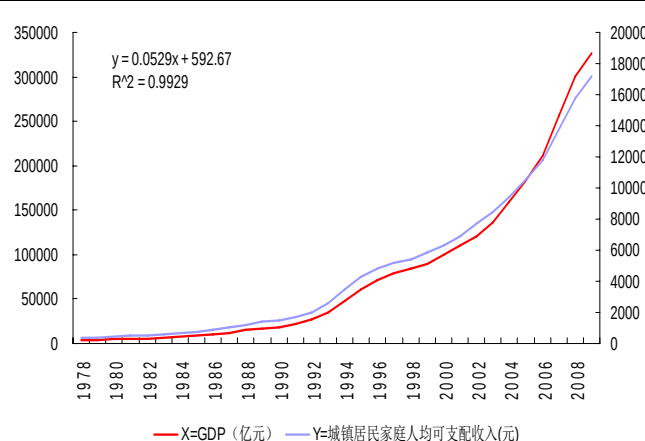
资料来源：山西证券研究所

图表 9：城镇居民可支配收入与轿车销量相关性分析



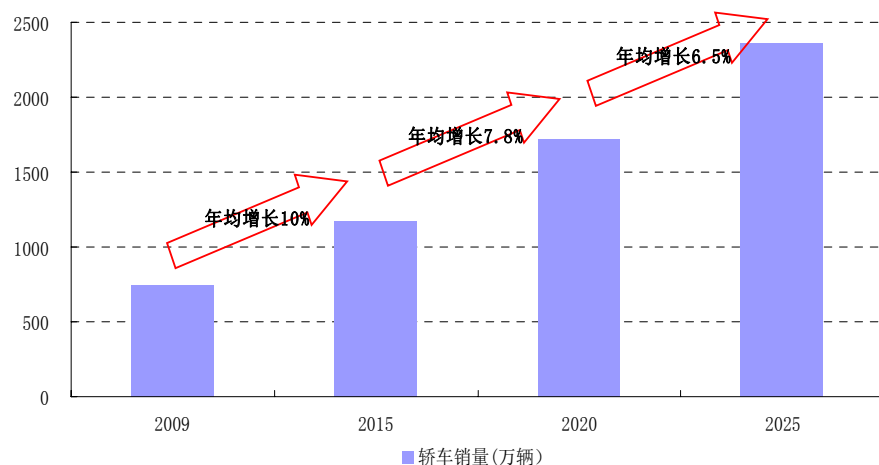
资料来源：山西证券研究所

图表 10：GDP 与城镇居民可支配收入相关性分析



资料来源：山西证券研究所

图表 11：回归预测得到的轿车销量增长预测

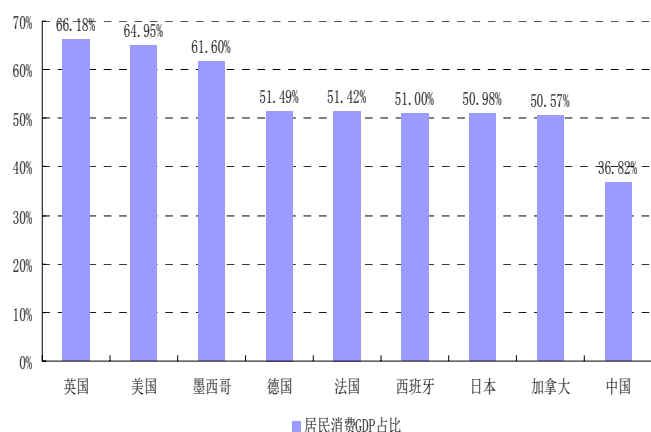


资料来源：山西证券研究所

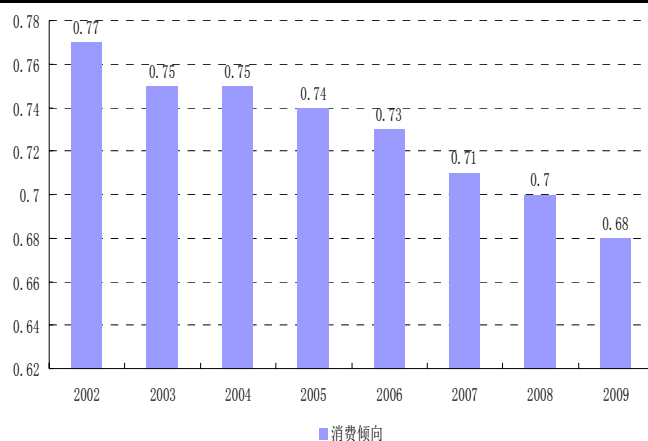
定性上看，影响轿车销量的主要因素仍然朝向有利其增长的方向发展。

◆ 轿车作为典型的可选消费品，消费者消费倾向的变化是影响其销量增长的主要因素。长期以来，我国经济增长主要有投资与出口拉动，居民消费占 GDP 收入的比例长期以来低于世界其他国家。作为政府调整经济结构的重要方向，努力提高居民消费增长成为目前政府经济政策的核心内容。我们认为在政府经济政策的扶持小，处于下降趋势的居民消费倾向将会再次升高，社会消费额将会大幅度增长。在拉动宏观经济增长的动力当中，消费将成为主要力量。这位汽车销量增长奠定了良好的宏观基础。

图表 12：世界各国消费 GDP 占比比较



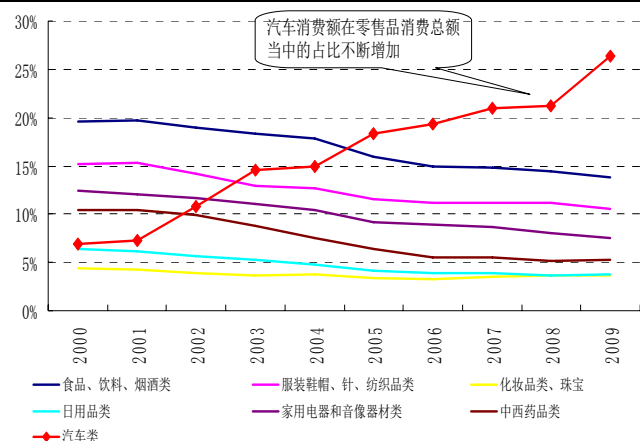
图表 13：城镇居民消费倾向变化趋势



资料来源：山西证券研究所

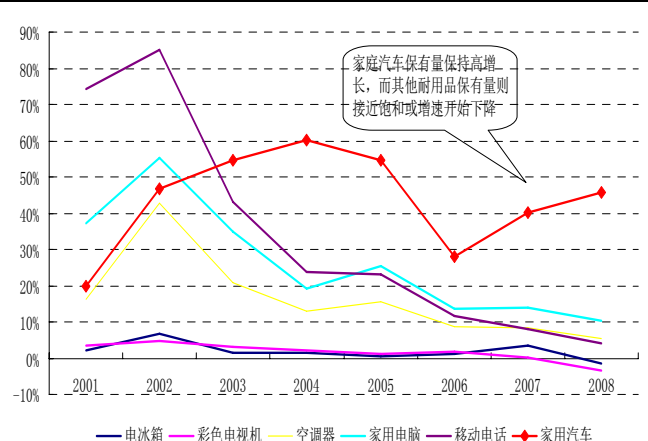
◆ 从消费结构方面来看，目前汽车已经成为居民最重要的消费品，而且其在居民消费中的比重仍在不断的提高当中。观察 2000 年以来零售品分项目占比情况，我们可以看到食品饮料、服装、化妆品、日用品、药品等主要零售商品占零售品总额的比例均保持平稳或者下降，唯有汽车消费在不断上升。再从居民耐用消费品保有量增长的角度来看，电冰箱、彩电等在城镇居民家庭当中已经进入了饱和状态而，空调、电脑、移动电话等的保有量增长也已经开始下降，只有汽车保有量仍然保持高速增长。

图表 14：主要消费品在零售总额中的占比变化



资料来源：山西证券研究所

图表 15：城镇居民各种耐用消费品保有量增长情况

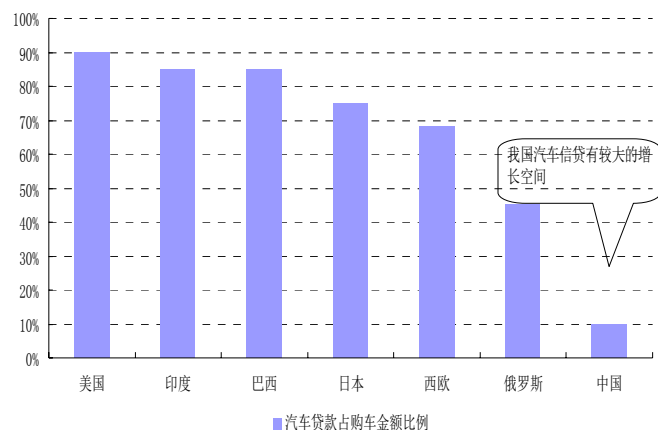


资料来源：山西证券研究所

◆ 从汽车消费的环境来说，汽车金融信贷的发展将会增加消费者汽车消费的边际倾向。对比世界其他国家，我国的汽车消费信贷占汽车消费的比例仍然处于较低位置，低于美、欧等发达国家的同时也低于印度、巴西、俄罗斯等发展中国家，因此我国汽车信贷提升的空间还很大。汽车信贷比例的提升将有效的促进汽车消费，成为居民收入增长之外促进汽车销量增长有力手段。从近年的数

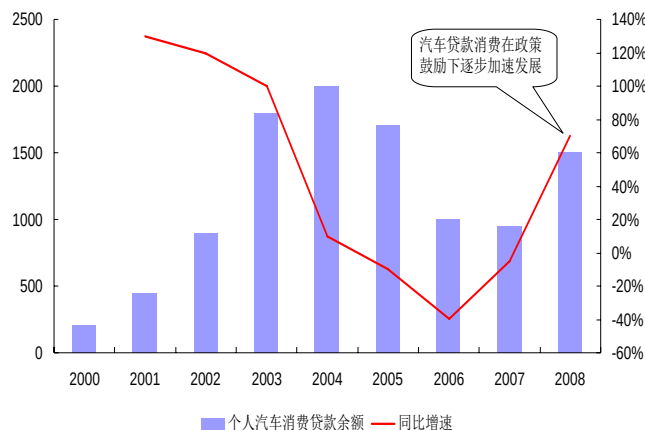
据来看，汽车信贷的增长有加速的趋势，汽车金融信贷的大力发展将会为汽车市场带来新的增长动力。

图表 16：汽车信贷占购车金额比例的国际比较



资料来源：山西证券研究所

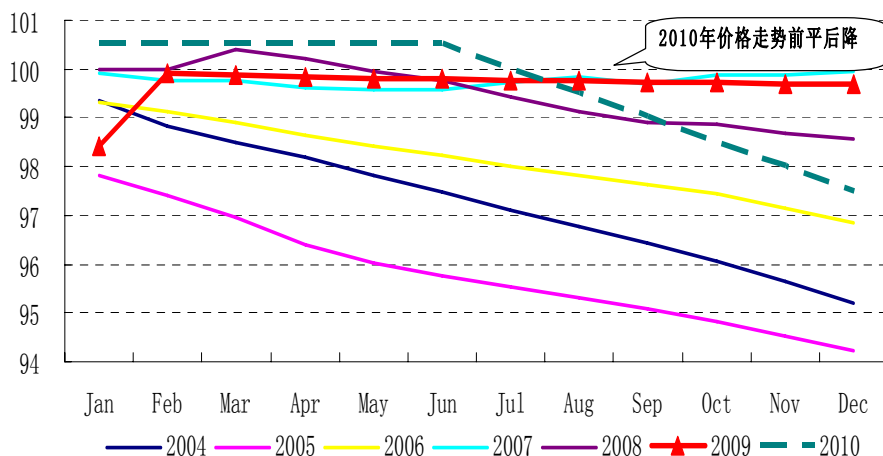
图表 17：汽车信贷增长情况



资料来源：山西证券研究所

◆ 降价将会减小购置税上调带来的压力。12 月中旬，国家新的汽车产业政策将 1.6L 轿车的购置税增至 7.5%。我们认为购置税再次上升势必影响汽车需求，但其带来的销量增长压力更有可能在 10 年下半年显现。但同时我们认为，今年以来由于汽车的旺销车价一直没有下调，因此当明年下半年销量增速面临压力时，汽车企业有足够的空间通过降价来应对。

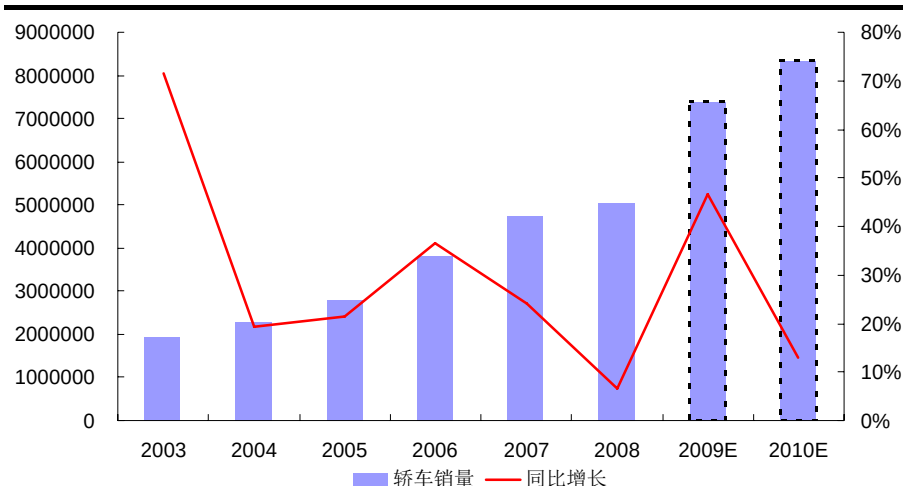
图表 18：轿车价格走势预测



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

◆ 综合定量和定性两种分析，我们认为明年轿车销量将有 13% 左右的增长。从月度销量的走势上来分析，我们认为由于旺销的持续性和 09 年一季度较低的基数，2010 年上半年轿车销量有望保持相对较高的增速，而下半年开始增长压力将会加大，但通过降价销量增速同样有望保持稳定增长。

图表 19：轿车销量预测

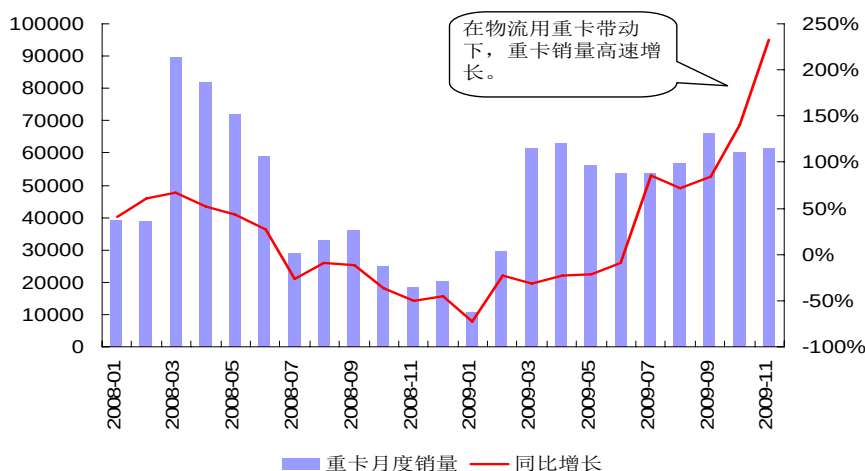


资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

投资增速下滑不会抑制重卡增长

作为投资品的重卡在 08 下半年受经济下滑、工业增加值增速回落、下游房地产行业投资增速大规模下降等因素影响，销售业绩大幅度下滑。09 年初以来，随着国家大规模基建投资带动的固定资产投资规模恢复，以及在宽松的货币政策作用下工业增加值的增加，重卡销量开始从谷底回升，重卡自卸车及工程机械用车大幅度增长。下半年开始，随着宏观经济复苏趋势更加确定，物流用重卡开始强劲复苏，再加上去年基数较低造成重卡销量增速大幅度增长，10、11 月单月增长超过 100%。截止 11 月，重卡累计销售 57 万辆，累计增长 10%，大幅度超出市场年初预期。

图表 20：重卡销量及同比增长

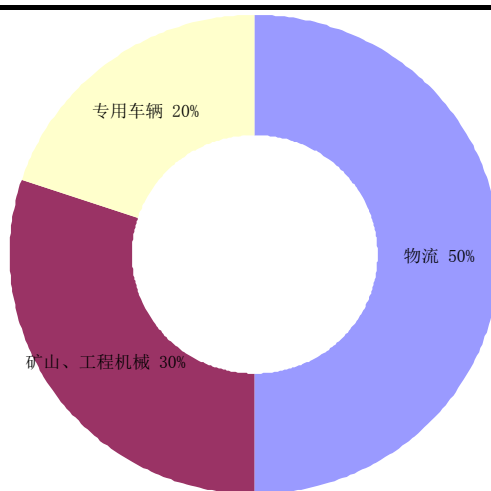


资料来源：山西证券研究所

对于明年重卡销量的增长，市场分歧较大。部分研究人员认为国家经济结构的调整，投资占 GDP 的比重将会持续下滑，重卡销售增长也会有所下滑。我们的看法是，虽然投资增速会有所回落，但整体宏观经济明年的增长前景还是十分乐观的。在向好的经济大环境下，重卡销量将不仅受到投资的拉动，也会受到消费、出口的拉动，因此我们仍然看好明年重卡销量增长。

◆ 从重卡的细分需求来看，重卡主要用于物流、工程机械、专用改装三个方面。其中物流用重卡占重卡总销量的 50%。而工程机械重卡占将近 30%左右，其他为 20%。不同用途重卡的需求属性略有不同，其影响因素也不同。物流用重卡主要受货物周转量、大宗商品产量等因素影响；工程机械主要受固定资产投资、房地产投资、基建项目投资等影响。

图表 21：重卡下游需求分布



资料来源：山西证券研究

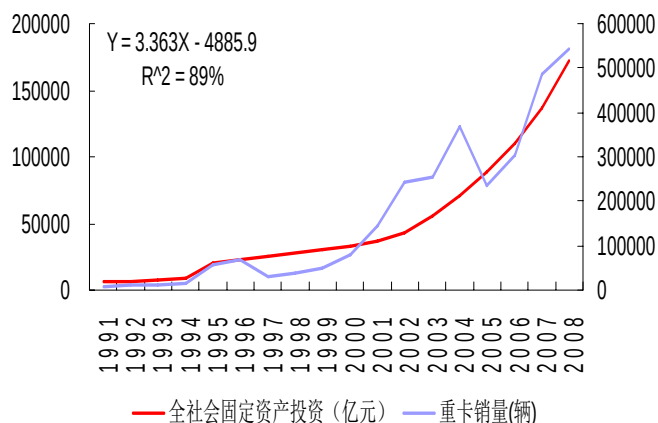
◆ 2010 年固定资产投资将会持续增长，国家的大规模基建计划在 2010 年也许不会像 2009 年那样爆发式增长，但其增长仍然会持续，而房地产固定资产投资也在回升的迹象明显。重卡销量与固定资产投资密切相关，尤其是房地产投资，根据山西证券宏观经济分析员的分析，未来固定资产投资速度会有所放缓但仍然会保持较高水平。这将极大程度的拉动重卡销量。

图表 22：固定资产投资增速预测

	全社会固定资产投资增速	城镇固定资产投资增速	房地产投资增速
2009F	32.6%	35.7%	18.4%
2010F	21.3%	25.6	19.8%

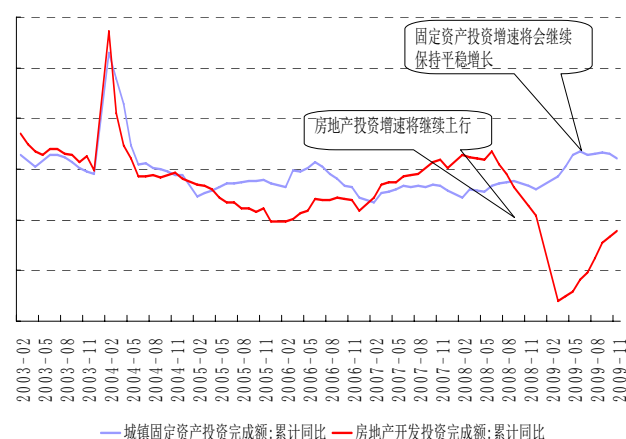
资料来源：山西证券研究所

图表 23：固定资产投资与重卡销量相关性分析



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

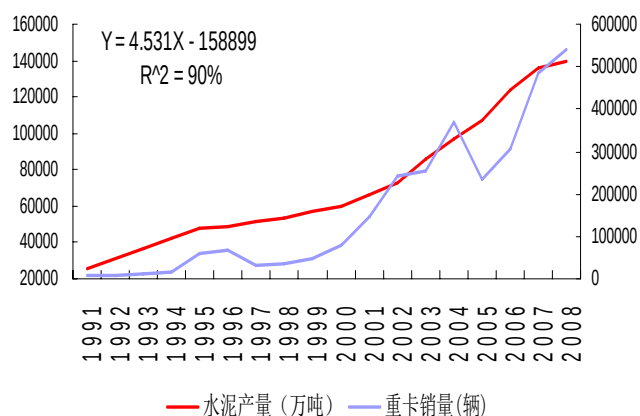
图表 24：固定资产投资增速走势分析



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

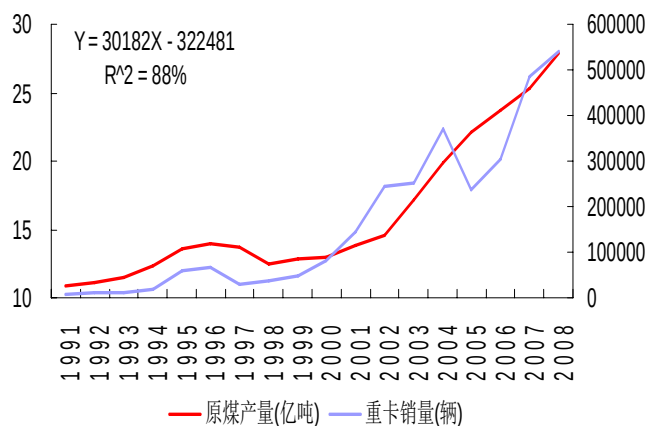
◆ 重卡是大宗商品如水泥、煤炭、钢材等产品的主要物流运输工具，因此与这些大宗商品的相关性极高（相关系数都在 85%以上）。08 年下半年来这些大宗商品的产量需求都处在低位，09 年以来部分大宗商品的产销都已经开始恢复。山西证券各行业分析员对原煤、水泥、钢铁等下游行业 2010 产量的判断分别是：1）原煤，全国发电量 2010 年同比增速有望达到 7%，钢铁产量有望增长 10%，在此带动下，原煤产量将会积雪恢复增长，全年预计原煤产量增长 7%；2）钢铁，社会用钢需求在不断增加，09 年四季度以来钢铁企业开工率创纪录，10 年钢铁产量有望继续增长 10%；3）水泥，在全年固定资产投资增速仍然有望超过 20% 的预期下，2009 年水泥产量将同比增速预计仍将达到 10%-12%。

图表 25：水泥产量与重卡相关性分析



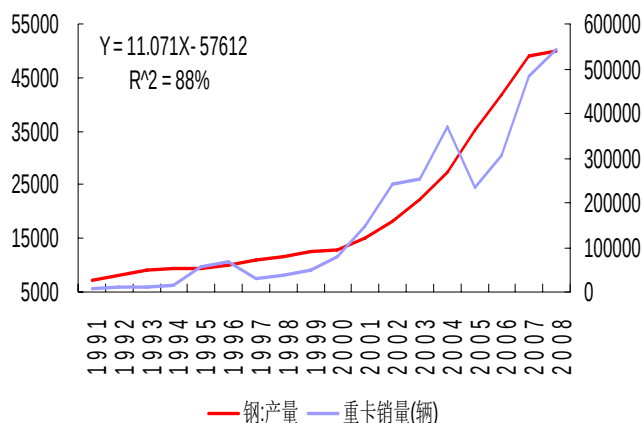
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 26：原煤产量与重卡相关性分析



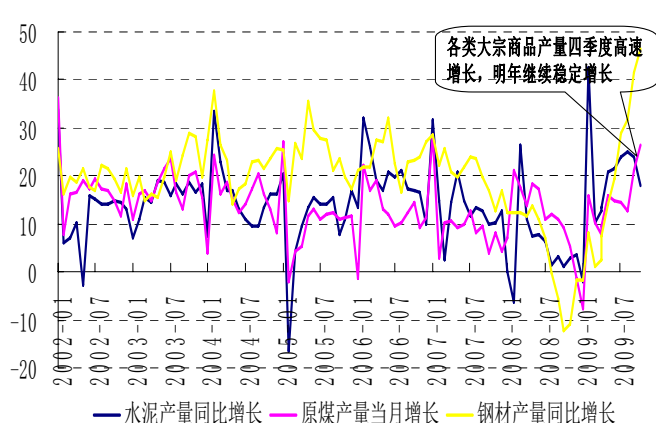
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 27：钢产量与重卡销量相关性分析



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

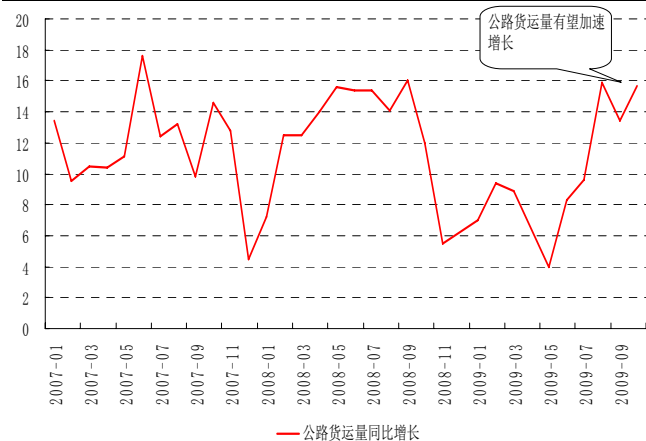
图表 28：大宗商品产量走势分析



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

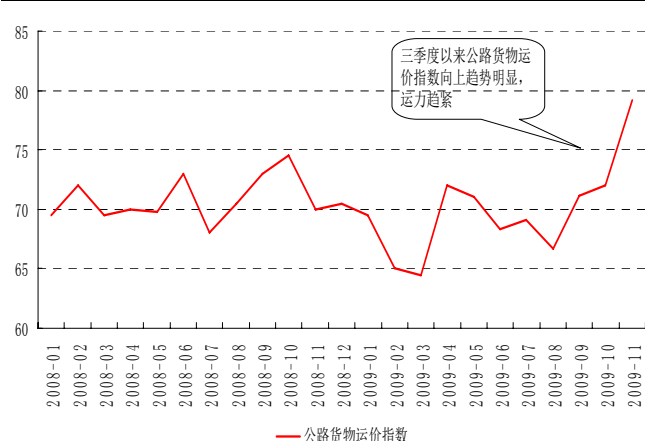
◆ 从物流需求来看，2010 年我国公路货物运量在上半年增速大幅度下滑，在六月份达到近两年来的增长低谷。下半年开始，随着经济复苏货运增长量重新进入上行区间。根据交通运输研究员的判断，未来货运量增速仍将继续加速增长。伴随着公路货运量的增长，公路货物运价指数也在不断的上升，到 11 月份达到了 08 年以来的最高值，凸显公路货运运力的紧张，我们判断公路价格指数有望继续增长。这些都将带动 2010 年重卡销量的增长。

图表 29：公路货运增速走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 30：公路货物运价指数走势

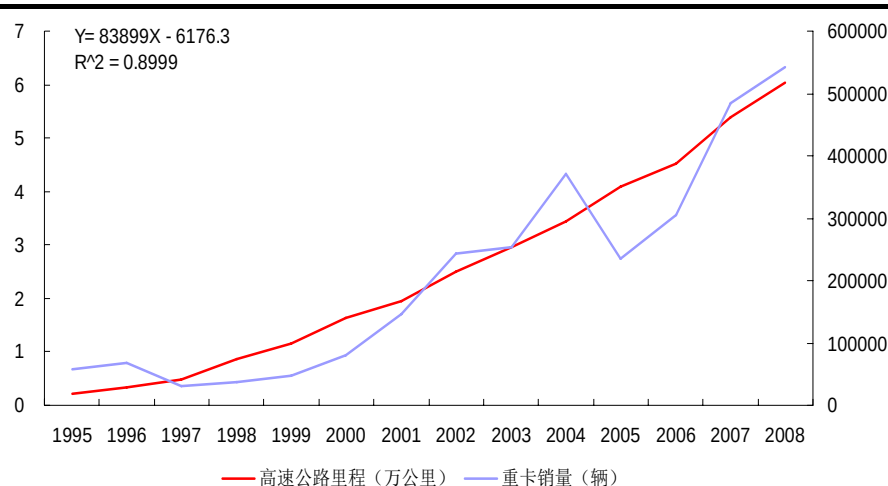


资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

◆ 长期来看，我国重卡仍然有增长的空间。我们的回归结果表明，重卡销量与我国公路里程的增长有着很强的相关性，其相关系数达到 90%。近年来，我国高速公路增长迅速，2009 年的基建大投资当中估计有 9000 亿的投资进入了公路基建领域，同比增长 35%。根据交通部 2007 年的规划，我国将在未来 20 年内构筑包括 7 条首都放射线、9 条南北纵向线和 18 条东西横向线在内的国家高速公路网，为城乡经济协调发展提供基础保障。目前我国高速公路密度仍然远低

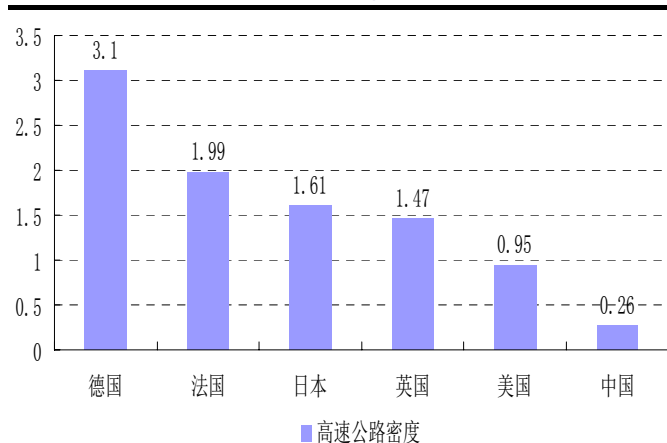
于世界其他国家水平，随着我国高速公路历程、覆盖密度的增加、整体经济增长，重卡作为最具有燃油、运输经济性的公路运输工具其市场空间将会进一步扩大。

图表 31：重卡销量及同比增长



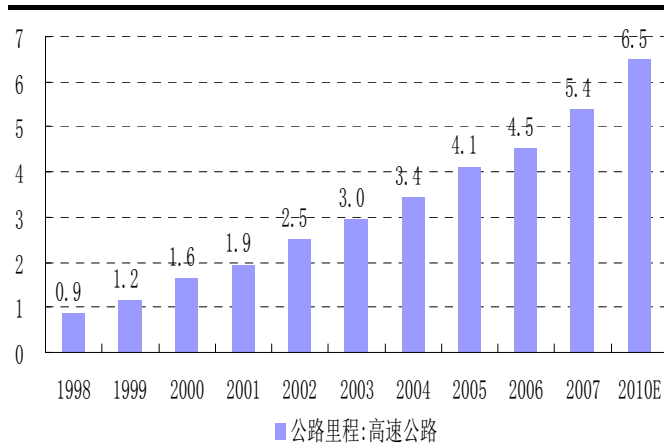
资料来源：山西证券研究

图表 32：世界各国高速公路密度比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 33：我国高速公路里程增长及预测



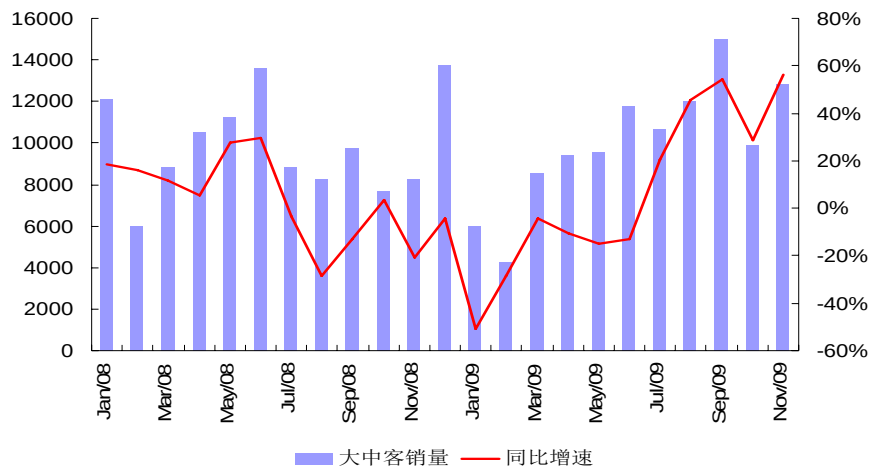
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

大中客车恢复正增长，明年形势乐观

截止 11 月，我国大中客累计销售 11 万辆，累计同比增长 4.7%。上半年大中客销售十分低迷，但下半年以来情况改观十分明显，7 月份开始月度销量连续创下当月新高。从目前情况来看，12 月份大中客有望继续创下历史新高，销量超过 15000 辆。



图表 34：大中客销量及同比增长

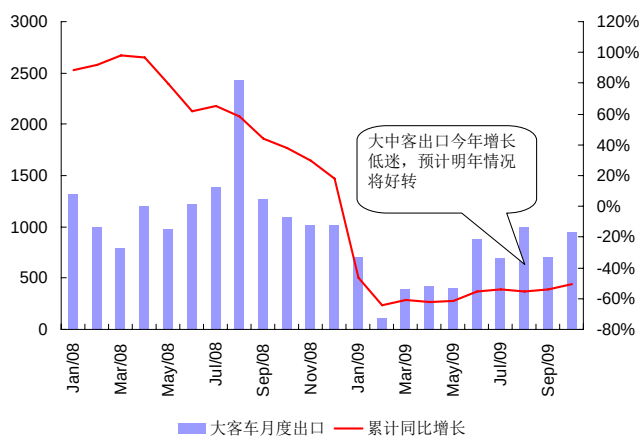


资料来源：山西证券研究

虽然目前高铁的大规模发展使得市场对大中客车长途客运需求产生了疑问，但我们认为大中客的长期发展空间仍然存在。首先，随着我国高速公路等公路基建的发展以及经济增长，公路客运量将会进一步增长，预计到 2020 年将会达到 370 亿人次。这使得长途用大中客的前景仍然乐观。其次，从其他两个大中客的下游旅游、公交来看，这两方面的需求仍然会大规模增长。最后，由于技术、劳动力成本等多方面原因，我国大中客的国际竞争力强劲，因此出口市场仍然广阔，我们预计随着各国经济逐步复苏，明年大中客的出口将会恢复。

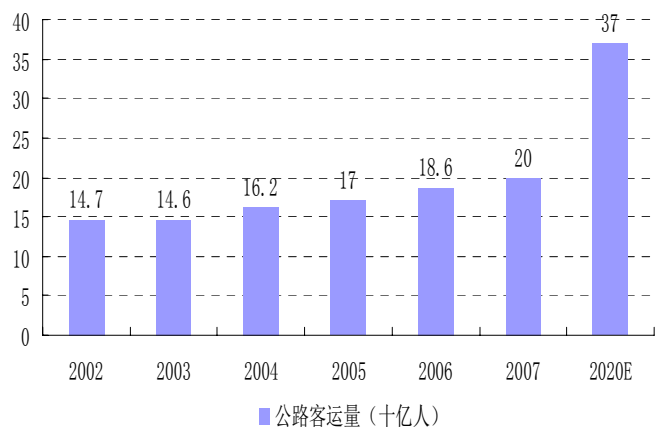
我们预计 09 年大中客车销量有望达到 12.5 万辆，同比增长 6%。预计 2010 年大中客车销量增长有望达到 14.8 万辆，同比增长 18%。

图表 35：大中客出口走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 36：公路客运量走势及预测



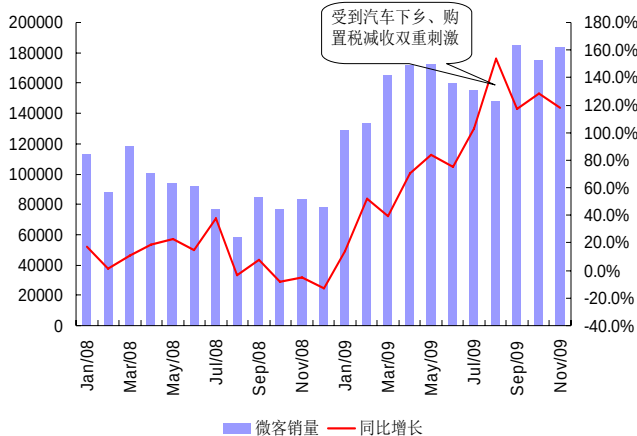
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理



农村市场活力依然，轻卡微客仍将小幅增长

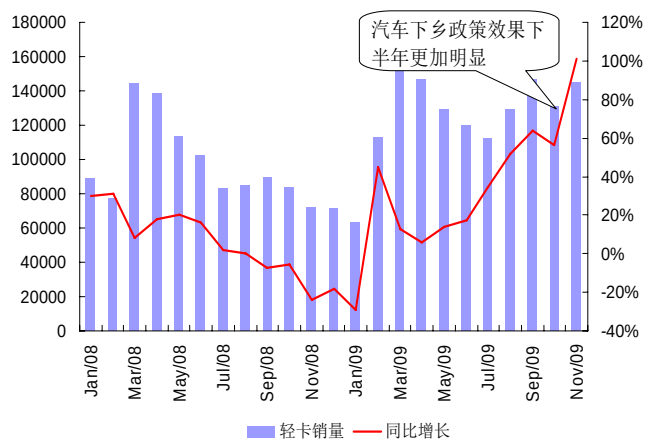
受汽车下乡政策的影响，09 年微客、轻卡销量大爆发。截止 11 月，微客累计增速达到 81%，轻卡累计增长 30%、微卡累计增长 44%。从月度趋势上来看，微客受购置税影响上半年开始就发幅度增长。进入下半年后，随着汽车下乡政策的进一步加大和落实，轻卡开始发力增长。

图表 37：微客销量走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 38：轻卡销量走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

面对火热的销量情况，不少研究人员对明年农村市场的可持续情况有所担心，但我们认为支持微客、轻卡增长的因素依然乐观。首先，农民收入水平仍将继续增长，国家惠农政策仍将不断的推出，新的经济政策当中已经将提高农民及低收入群体的收入列为经济发展的重点。其次，农村经济的增长及经济结构变化也同样支持农村运输工具保有量的增长。农村各产业的产品商品化率不断提高，使得原材料到成品的运输量大大增加。而且随着农村经济的增长，人员的流动日益增多，中小城镇和乡村的客运量也大大增加。因此农村运输工具的保有量将继续增长。在农村，汽车有着投资和消费双重属性，而轻卡、微客正是兼顾投资和消费的双重目的的最佳车型。最后，在 2010 年国家的汽车产业政策当中，汽车下乡的力度进一步扩大，这凸显了政府对提高农村居民生活水平的支持力度。因此，我们仍然对明年的轻卡、微客增长保持乐观态度，我们预计明年轻卡、微客仍将有 20% 的增长。

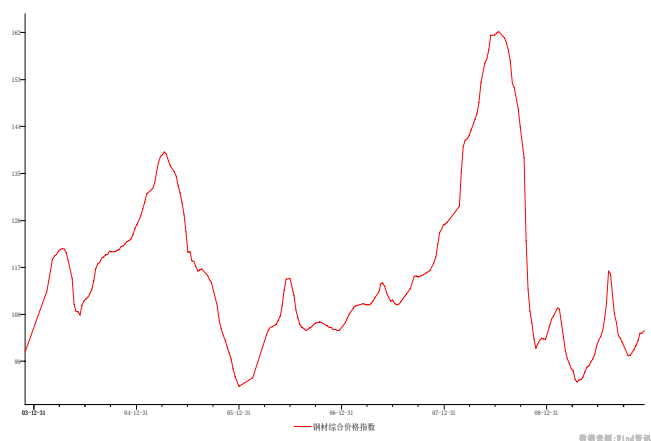
行业景气将保持，利润增速前高后低

在需求恢复的同时，汽车行业整体经营环境也开始好转。我们认为影响汽车行业盈利水平的主要因素为：1) 成本价格；2) 产品价格；3) 产品结构；4)

产能利用率。分析这四个方面的影响，我们会发现汽车行业正处在景气上升的阶段。

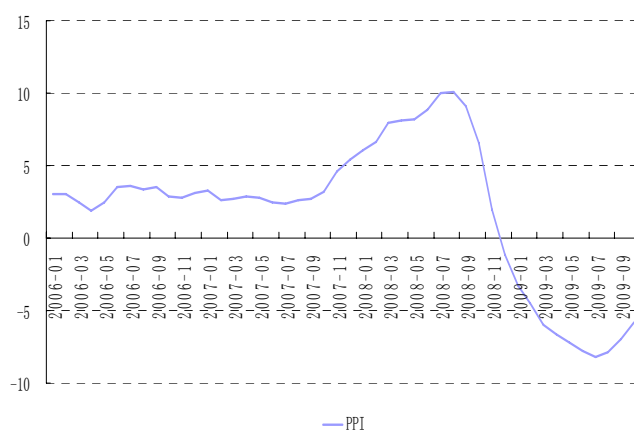
◆ 从成本的角度来说，目前汽车行业主要原材料钢铁的价格在 2010 年会有小幅度上扬，但我们认为钢价的上涨对汽车企业的盈利仍然在可控范围之内。

图表 39：钢铁价格指数



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

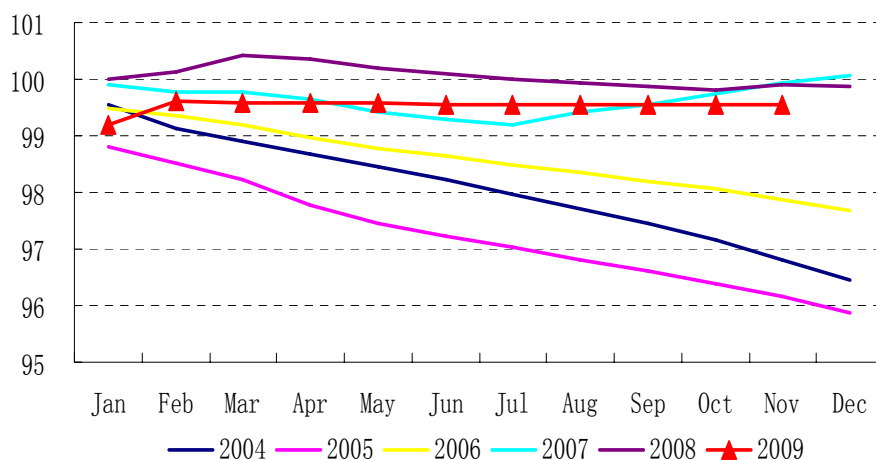
图表 40：PPI 走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

◆ 从产品价格的方面来看，09 年来轿车及载重汽车价格指数走势平稳。乘用车价格在下半年热销的情况下，价格甚至略有上升。我们预计 2010 年上半年汽车价格仍然有望保持平稳状态，下半年汽车销售增速出现后车企有可能通过对老款车型降价来促进销量，但我们认为由于老款车型生产时间较长，其成本已经有所下降，因此降价对其影响将有限。因此综合来看明年产品价格方面不会对汽车企业盈利有太大的影响。

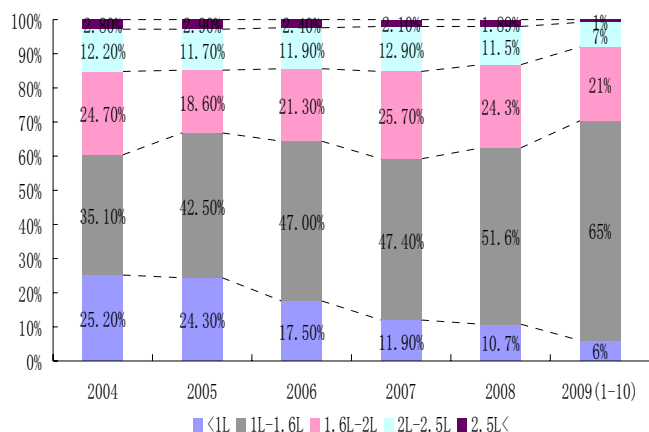
图表 41：汽车价格变化



资料来源：山西证券研究

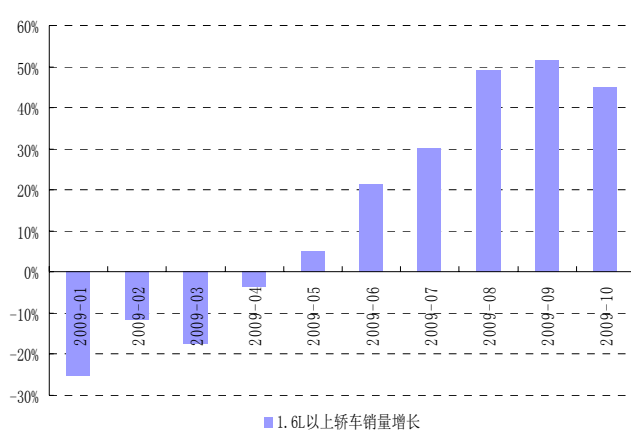
◆ 轿车行业产品结构近恶化，高端车有所恢复。近年来，1L—1.6L 排量车型占比越来越高，进入 09 年以来小排量购置税的减收更是促成了 1-1.6L 车型的火爆，目前 1-1.6L 车型的销售总占比已经达到了轿车总销量的 63.5%。我们认为，无论是从短期还是长期来看，小排量轿车都将会是中国轿车市场的主流，但是同时我们认为，1-1.6L 车型将会更大的侵占 1L 以下排量、利润更小的车型，而相对高端的车型市场在未来将会恢复。同时，我们相信汽车厂商会通过增加附加设备等方法来相对的提高小排量车型的价格与利润水平。因此，我们认为产品结构恶化对轿车企业利润的冲击不如想象当中严重。此外，随着股市、经济的复苏，居民财富效应又开始显现，高端轿车近期出现了回复迹象，而明年随着购置税升至 7.5%，高端轿车的销量看好。

图表 42：轿车销量分排量趋势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

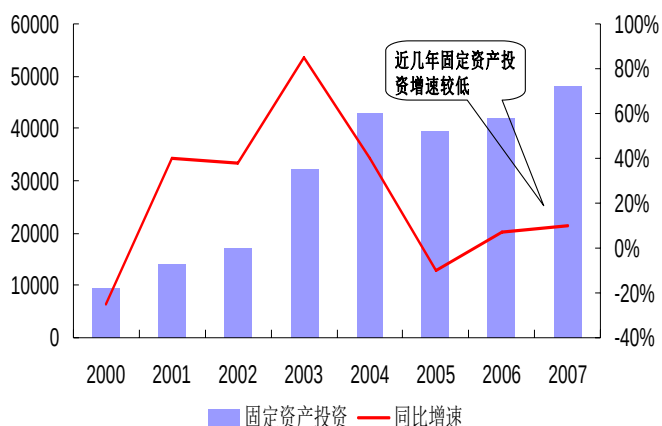
图表 43：高端轿车出现恢复迹象



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

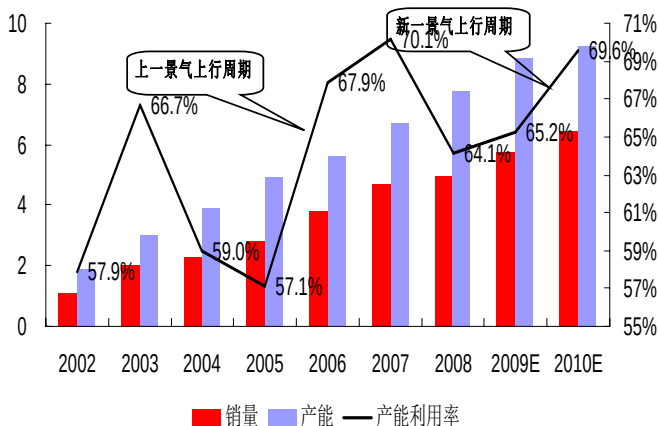
◆ 从行业产能利用率的角度来看，2006-2008 年之间，汽车行业固定资产投资速度保持平稳，在未来两年行业产能增长幅度不大，未来两年汽车行业产能利用率将会维持较高水平，因此行业景气度仍将维持。

图 44：05-07 年汽车行业固定资产投资保持低速



资料来源：山西证券研究所整理

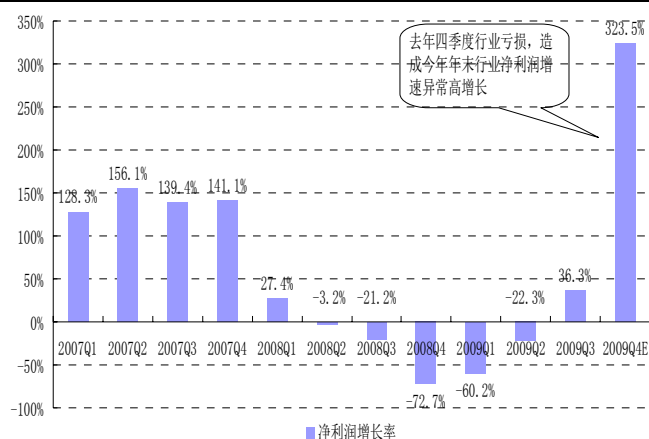
图 45：汽车行业产能利用率走势



资料来源：山西证券研究所整理

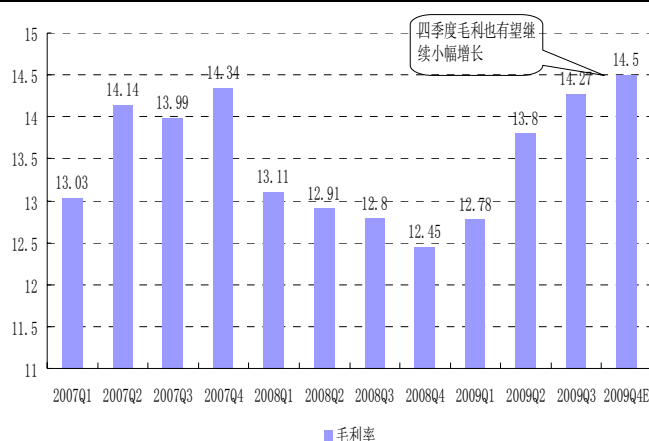
◆ 综合来看，我们认为明年汽车行业景气度仍将保持高位。上市公司三季报数据显示，汽车整车行业 09 年前三季度净利润同比增长 35%，我们预计 09 年汽车整车行业上市公司的净利润增长有望达到 300%以上，这一部分上是由于去年四季度全行业亏损，另一部分是由于四季度上市公司业绩继续上行。通过我们对明年汽车销量的展望及行业经营的分析，我们认为明年汽车行业整体的景气程度依然处在高位。我们预计明年汽车行业毛利率仍将保持 14%以上的水平，净利润全年增长有望达到 15%。

图 46：汽车上市公司净利润增速走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图 47：汽车上市公司毛利走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

投资策略

我们预测 2010 年汽车销量将达到 1500 万辆，同比增长 13%。乘用车同比增长 13%，商用车同比增长 15%，相对市场其他机构对重卡、轻卡等商用车的保守预测，我们对商用车的整体估计相对乐观。尤其是我们对“汽车下乡”政策推动下轻卡、微卡的继续增长保持信心。乘用车方面，我们预计轿车仍然保持 13% 的较高增速，另外我们也相对看好高端乘用车 SUV 的销量，认为其将超越乘用车增长平均水平。

图 48：汽车销量增速预测

	2007A	2008A	2009E		2010E	
汽车销量	8791528	9391713	13266033	41%	15008199	13%
乘用车	6297538	6768741	10131227	42%	11431500	13%
轿车	4726617	5076387	7360761	45%	8317660	13%
MPV	225745	192786	231343	20%	254478	10%
SUV	357366	457428	663271	45%	795925	20%
微客	987810	1042140	1875852	80%	2063437	10%
商用车	2493990	2622972	3134806	10%	3591201	15%
重卡	487481	541104	595214	10%	672592	13%
中卡	236722	205948	216246	5%	237870	10%
轻卡	1104877	1160121	1450151	25%	1667674	15%
微卡	315430	375362	525506	40%	630608	20%
大客	40139	44153	45477	3%	50025	10%
中客	78634	79420	81009	2%	89110	10%
轻客	230707	216865	221202	2%	243322	10%

资料来源：山西证券研究所整理

乘用车子行业：关注高端乘用车

目前我们关注的乘用车子行业当中的上市公司包括：上海汽车（600104）、长安汽车（000625）、一汽轿车（000800）、一汽夏利（000927）。

细分来看，上海汽车与长安汽车作为四大汽车集团企业，公司本部旗下乘用车覆盖了轿车和交叉型乘用车两大类，而合资企业上海通用、上海大众、长安福特马自达则是通用轿车生产厂商，产品线较长；一汽轿车作为一汽集团的自主品牌平台，主要生产 1.6L 排量及以上较为高端的轿车产品，目前还没有经济型车产品。一汽夏利则是我国经济型轿车的领军企业，同时其合资企业一汽丰田则是通用轿车厂商。

根据我们前文对汽车行业 2010 年情况的分析，我们更加看好非经济型轿车的增长。上海汽车无论是本部自主品牌轿车还是合资企业产品，其定位都相对较

高。而一汽轿车也同样主攻相对较高端的市场。因此从产品结构上分析，我们认为上海汽车、一汽轿车的产品结构比较符合我们的投资标的，分别给予“**增持**”评级。

商用车子行业：布局商用车龙头企业

我们对明年商用车总体看法是在经济增长恢复正常后的平稳增长，对行业各个子行业都相对较为乐观。我们认为新的汽车政策当中“汽车下乡”、“以旧换新”等政策对轻卡销量都有很好的拉动，因此建议投资者继续“**增持**”高端轻卡龙头企业江铃汽车（000550）。重卡方面，在明年经济平稳增长的大背景下，物流、基建等重卡各方面需求仍将保证重卡销量 10%以上的增长，因此对重卡龙头中国重汽（000951）、潍柴动力（000338），分别给予“**增持**”，“**买入**”评级。大中客方面，虽然我们认为未来高铁在城市客运方面对大中客有着很大的冲击，但来自旅游、公交等方面的需求仍将保证大中客的保有率继续增长，2010 年我们对大中客销量的判断是实际增长平稳，但上半年名义增速较高，建议投资者“**增持**”客车双寡头之一的宇通汽车（600066）。

图 49：主要覆盖公司盈利预测及估值

公司	收入增长		归属母公司利润增长		EPS (元)		PE		ROE		评级
	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	
乘用车											
长安汽车	81.50%	13.00%	5645.49%	48.19%	0.60	0.89	23	15	16.26%	20.50%	增持
上海汽车	23.59%	16.63%	488.68%	43.12%	1.00	1.50	27	18	10.88%	15.04%	增持
一汽轿车	35.00%	20.00%	8.17%	28.77%	0.81	1.04	30	24	17.57%	19.46%	增持
重卡											
中国重汽	6.27%	15.00%	-4.15%	46.16%	1.08	1.58	25	17	15.40%	18.37%	增持
潍柴动力	3.70%	18.20%	62.00%	17.60%	3.80	4.40	16	14	20.80%	18.40%	买入
大中客											
宇通客车	2.00%	15.00%	0.93%	6.73%	1.04	1.29	18	15	27.88%	29.82%	买入
轻型商用车											
东风汽车	17.00%	15.00%	41.88%	23.03%	0.22	0.28	31	25	8.26%	9.76%	增持
福田汽车	17.73%	10.51%	137.14%	9.24%	0.90	0.98	21	19	22.57%	20.76%	增持
江铃汽车	22.00%	15.00%	40.69%	17.07%	1.28	1.50	17	15	22.53%	21.94%	买入
江淮汽车	50.00%	15.00%	603.76%	67.54%	0.31	0.52	35	21	9.93%	16.39%	增持

资料来源：山西证券研究所整理

风险提示：

- ◆ 原材料价格在通货膨胀的预期下结束低位运行转为高速增长，这将给汽车产业的盈利蒙上阴影。
- ◆ 成品油价格上涨抑制乘用车消费。



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。