

盈利继续高增长

研究结论

- **10年1季度乘用车行业景气程度维持高位。**预计10年1季度狭义乘用车产品销量同比增长60%，交叉型乘用车产品销量同比增长40%，经销商库存处于历史低位；产品销售价格基本和09年同期持平；产销规模的扩大带来产品成本的下降基本可以抵消原材料价格上涨带来的产品成本的上升。
- **10年1季度重卡行业景气程度创历史新高。**预计10年1季度重卡产品销量增速将超过130%；下游客户的产品需求向高端化转移的趋势已经非常明显；搭载大马力、更多档位变速箱的重卡产品的销量比重预计在2010年达到30%以上，重卡销售均价进一步提高，毛利水平进一步增长；预计2010年重卡产品提价幅度在1.5%~2.5%之间，基本覆盖原材料涨价带来的产品成本的上升。
- **10年1季度轻卡行业景气程度依然较高。**预计10年1季度轻卡产品销量同比增长约40%；随着排放标准的升级，低端轻卡的价格优势逐渐丧失；养路费取消，导致用户更愿意使用大吨位的轻卡；国家在2010年继续实施汽车下乡购车直接补贴政策，用户购买售价较高的大吨位轻卡的支付能力间接被提高。上述因素会驱动轻卡的销售结构进一步好转，产品销售均价将进一步提高。我们预计，随着原材料价格的显著上涨，国家购车补贴的存在，轻卡厂商具有提价的能力和动机，2010年轻卡产品的毛利水平显著下降的可能性并不大，乐观估计轻卡产品的毛利水平有可能维持稳定。
- **10年1季度大中型客车行业强劲复苏。**预计10年1季度大中型客车产品销量同比增长80%以上；09年延迟的公路客运企业车辆更新和新增需求和10年的当期需求叠加释放，产品售价将进一步趋于稳定，随着新产品的推出，产品的售价将稳中有升；不断上移的销售结构有利于抵御原材料价格上涨对毛利水平的侵蚀；长期来看，稳定增长的宏观经济、中国人口高度分散的特点、铁路客运能力的提升、城市化进程的不断推进，决定了公路客运行业和公交行业将维持良好的成长性，从而驱动大中型客车需求持续稳定增长。
- **投资评级。**继续维持对汽车行业看好的投资评级，推荐买入潍柴动力(000338)、福田汽车(600166)、宇通客车(600066)、上海汽车(600104)、一汽轿车(000800)、东安动力(600178)。
- **风险因素。**1)、宏观经济景气程度下降，货运需求和客运需求显著放缓，消费信心下降，从而导致汽车产品需求的显著下降；2)、原材料价格的上涨幅度过大，汽车行业无法通过产销规模扩大带来的规模效应和产品结构的上移来抵消原材料价格上涨带来的成本的上升；3)、需求增速显著放缓，产品售价显著下移。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师
8621-63325888 × 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A股

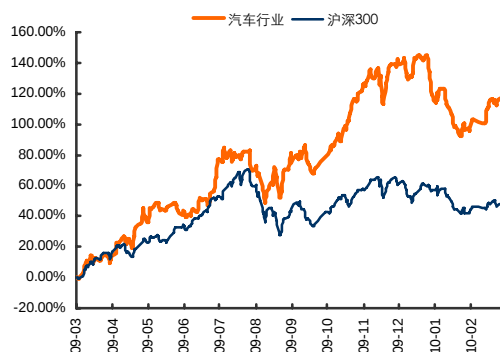
行业

汽车及零部件

报告日期

2010年3月11日

行业表现



评价周期

1个月

3个月

12个月

绝对表现 (%) (0.39) 4.88 110.93

相对表现 (%) 3.39 6.37 63.22

资料来源: WIND

重点公司盈利(EPS)预测及投资评级

公司名称	2009E	2010E	2011E	股价	投资评级
潍柴动力	4.10	5.30	5.85	65.75	买入
福田汽车	1.13	1.51	1.66	20.09	买入
宇通客车	1.15	1.51	2.01	18.55	买入
上海汽车	1.03	1.65	1.82	21.13	买入
一汽轿车	1.00	1.50	1.92	23.30	买入
东安动力	0.65	1.12	1.56	17.08	买入

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

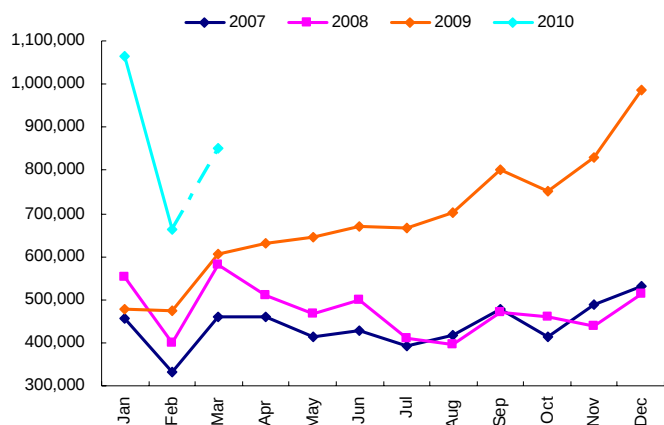
《重卡产品技术升级的受益者》	2010年3月7日
《莫为浮云遮望眼》	2009年12月30日
《建天下者, 舍我其谁》	2009年11月18日
《王者归来》	2009年6月23日
《最差的时候正在过去》	2009年2月27日

乘用车子行业：景气程度依然维持高位

下游需求热度不减

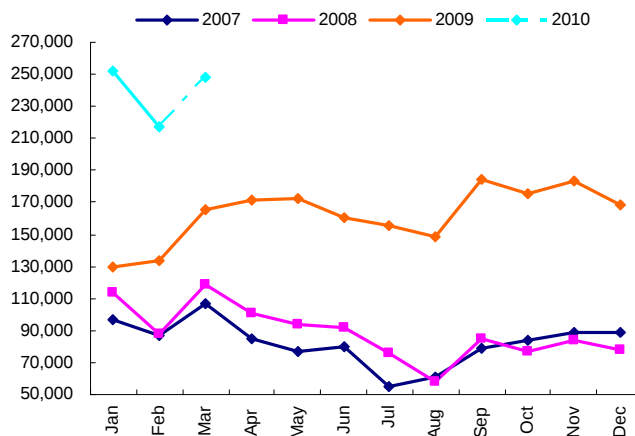
新年伊始，乘用车行业迎来开门红。1~2月份，狭义乘用车销量同比增长81.3%，交叉型乘用车销量同比增长78.3%。非常高的增长速度固然和09年同期较低的基数有关，但是环比09年12月份的乘用车产品销量，1月份的销量是乘用车销量的历史新高，2月份的销量是乘用车产品同期销量的历史新高。从我们近期进行的草根调研显示，目前终端客户需求依然旺盛，经销商库存水平依然维持在低位。预计10年1季度，狭义乘用车产品销量同比增长60%以上，交叉型乘用车产品销量同比增长40%。

图1 狭义乘用车产品销量变动趋势



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

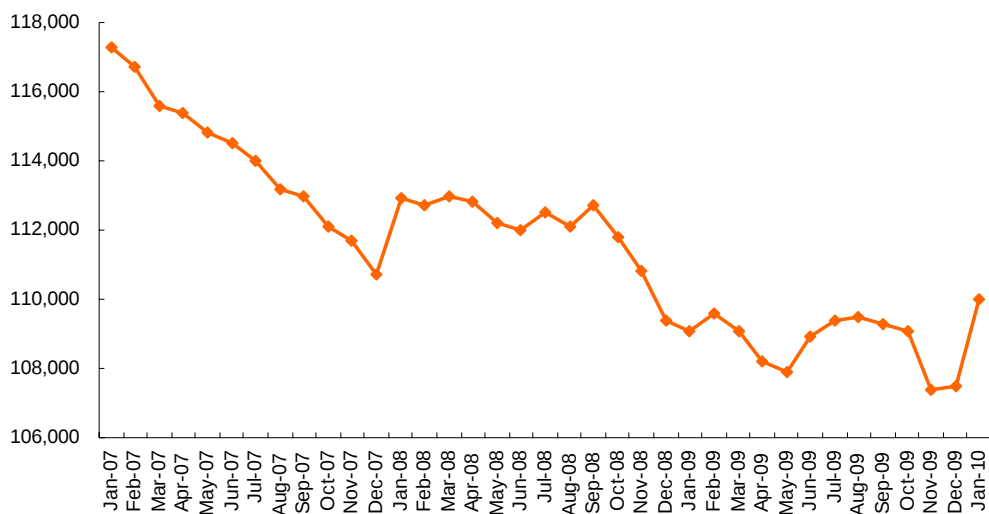
图2 交叉型乘用车产品销量变动趋势



资料来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

产品价格体系维持稳定

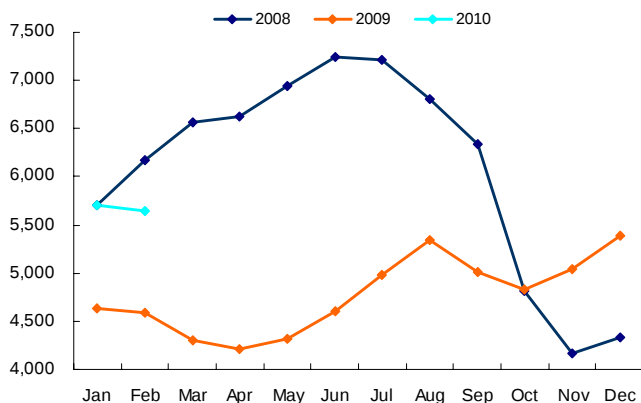
根据我们对乘用车行业的草根调研，目前乘用车行业的经销商的库存天数为0.5~0.7个月，库存水平和09年低点相比略有提升，但是远远低于历史上较高的1.2~1.5个月的水平，同时需求依然旺盛，乘用车厂商的产能依然处于偏紧的状态，导致终端产品销售的价格体系依然非常坚挺。1月份，由于销售火爆，经销商没有年终冲量的压力，1月份的乘用车产品价格环比上涨约2.3%，我们预计10年1季度乘用车产品价格基本和09年1季度持平。

图3 乘用车产品销售均价的变化趋势


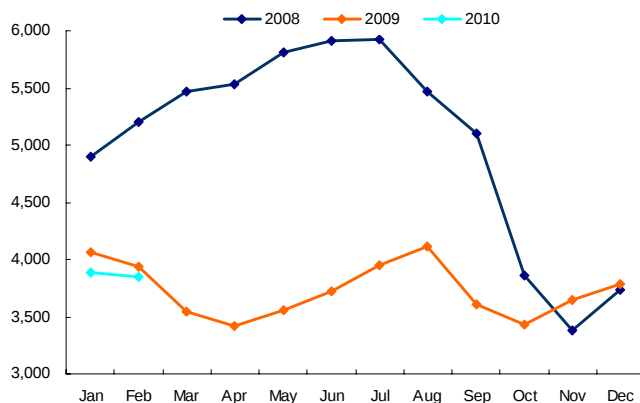
数据来源: CEIC 东方证券研究所

整车产品成本上升压力可控

和去年同期相比, 冷轧板卷价格同比增长 23% 以上, 仍低于 08 年的同期水平。我们认为, 乘用车整车制造企业会要求零部件供应商承担大部分零部件价格上涨的压力, 考虑到产销规模的快速增长带来的规模经济效应, 我们倾向认为, 2010 年 1 季度乘用车整车产品的成本上升压力并不大。

图4 冷轧钢材板卷价格同比变化趋势 (人民币元)


资料来源: 东方证券研究所

图5 热轧钢材板卷价格同比变化趋势 (人民币元)


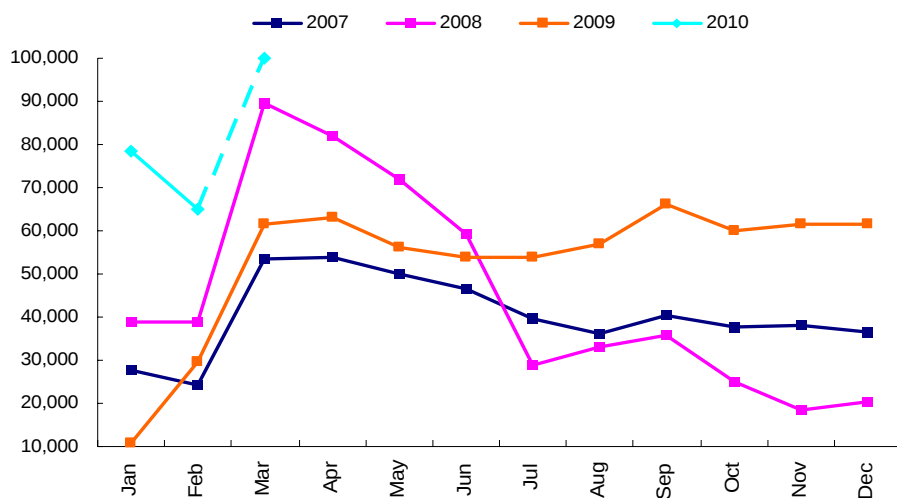
资料来源: 东方证券研究所

重卡行业：景气程度创历史新高

销售形势非常火爆

国家4万亿投资中，地方政府投资的项目开始落地实施，带动土建类重卡需求快速释放；4万亿投资对其他行业的拉动作用开始显现，制造业景气复苏，带动公路货运量快速增长，同时养路费取消，公路货运的价格体系趋稳，公路货运行业的吸引力重新恢复，公路运输户的购车意愿提高。上述两个方面的因素驱动重卡产品真实需求的快速释放。同时，经销商看到终端需求旺盛，也主动囤积货源。真实需求和经销商囤货促成了10年1季度重卡产品的超高速增长。我们预计，10年1季度重卡产品销量增速将超过130%。

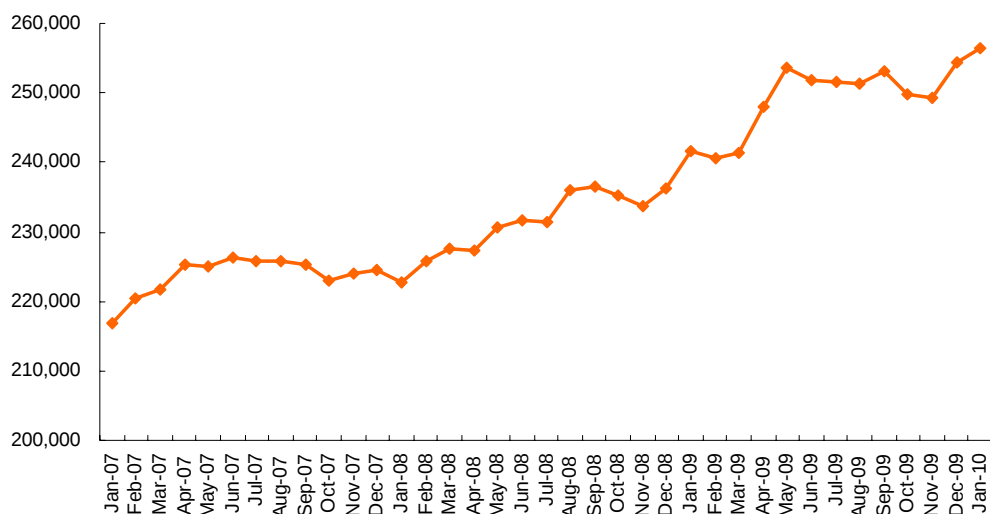
图6 重卡产品历史销量变化趋势（辆）



数据来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

产品销售结构显著好转

目前，公路货运行业的客户要求车辆具备高速重载、轻量化、燃油经济性好、出勤率高等属性，产品需求向高端化转移的趋势已经非常明显。搭载大马力、更多档位变速箱的重卡产品的销量比重预计在2010年达到30%以上。高端产品销量比重不断提高，重卡均价越来越高，有利于显著提高重卡产品的毛利水平。

图 7 重卡产品销售均价的变化趋势


数据来源：CEIC

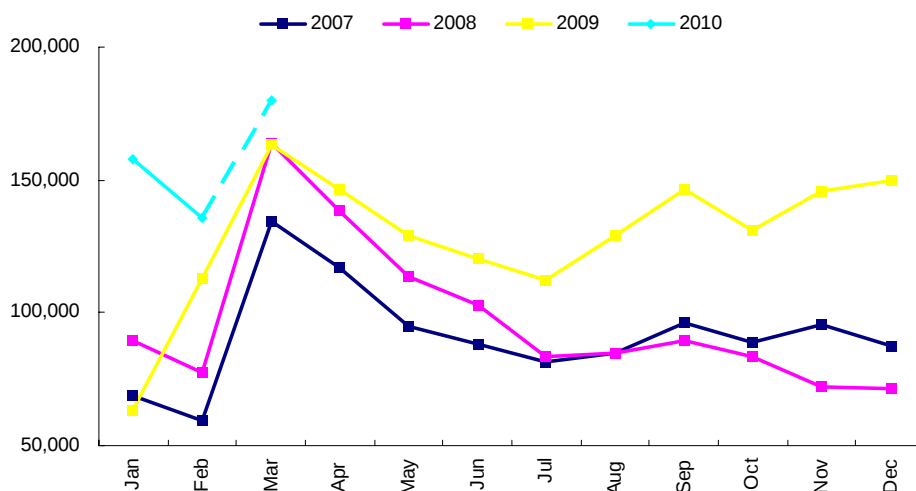
产品提价基本抵消产品成本的上升

2010 年 1 月份，主流重卡厂商直接提高产品市场指导价，或者收窄终端优惠幅度，剔除销售结构好转带来的产品价格的提升，预计 2010 年重卡产品提价幅度在 1.5%~2.5%之间。我们预计，该等提价幅度将基本覆盖原材料涨价带来的产品成本的上升。

轻卡行业：景气程度依然较高

市场需求依然旺盛

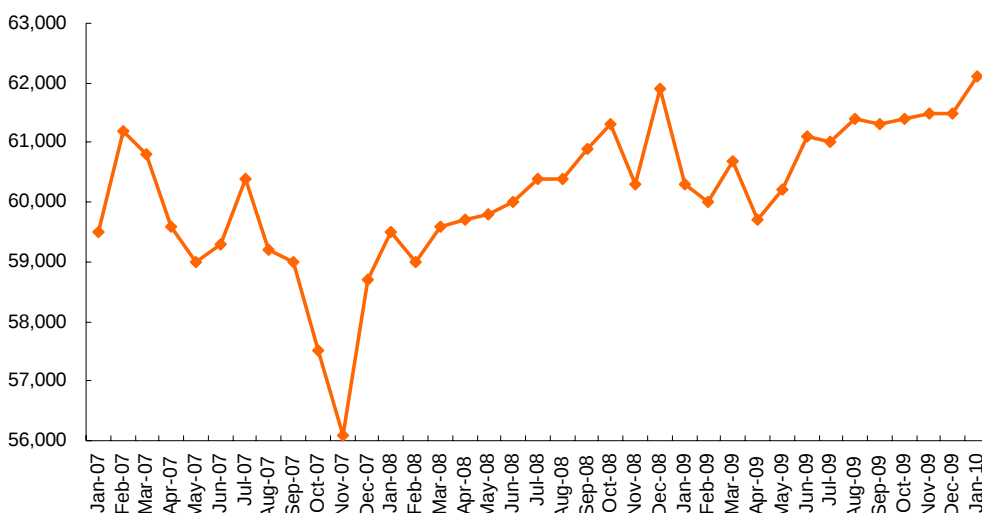
受益于汽车下乡政策中的购车直接补贴和养路费取消政策，2009 年轻卡行业产品销量同比增长 32.2%。进入 2010 年，轻卡行业的下游需求依然非常旺盛，说明国家的 4 万亿投资已经对各行各业的景气程度产生了明显的拉动作用，预计 2010 年 1 季度产品销量同比增长接近 40%。

图 9 轻卡产品历史销量变化趋势（辆）


数据来源：中国汽车工业协会产销快讯 东方证券研究所

销售结构继续好转

随着排放标准的升级，低端轻卡的价格优势逐渐丧失；养路费取消，导致用户更愿意使用大吨位的轻卡；国家在 2010 年继续实施汽车下乡购车直接补贴政策，用户购买售价较高的大吨位轻卡的支付能力间接被提高。上述因素会驱动轻卡的销售结构进一步好转，产品销售均价将进一步提高。

图 10 轻卡产品销售均价的变化趋势


数据来源：CEIC

毛利水平或可维持稳定

随着轻卡产品的需求结构向高端化转移，轻卡产品毛利水平对原材料价格的敏感性也有下降的趋势；由于轻卡市场的集中度相对较高，我们预计，随着原材料价格的显著上涨，国家购车补贴的存在，轻卡厂商具有提价的能力和动机，2010年轻卡产品的毛利水平显著下降的可能性并不大，乐观估计轻卡产品的毛利水平有可能维持稳定。

大中型客车行业：强力复苏

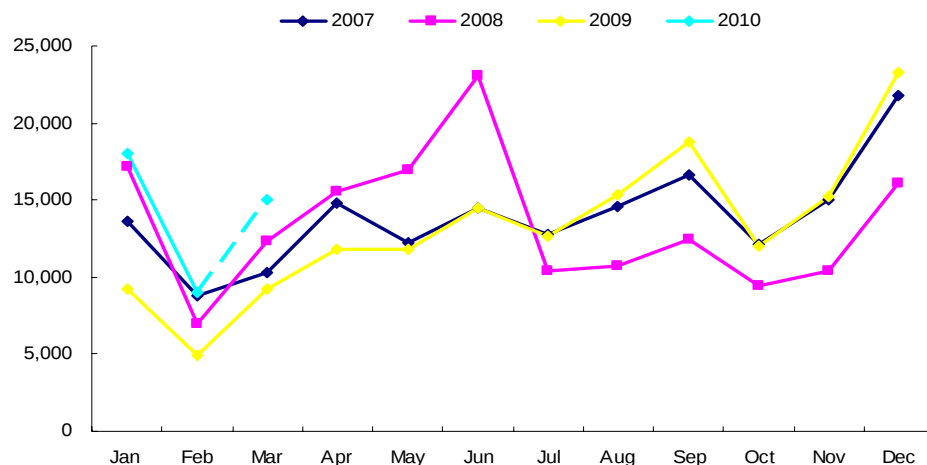
下游需求将显著复苏

从全年的情况来看，大中型客车行业是09年汽车行业复苏力度最弱的行业。我们认为，如下原因造成了09年大中型客车行业需求不振的局面。

1)、08下半年来，经济景气程度下降，全国范围内人员流动的出行强度明显降低；2)、长途公路客运、黄金公路客运线路上的客运量已经受到动车组铁路客运的显著影响；上述两个因素导致公路客运企业更新和新增车辆的积极性大大下降，公路客运行业需求低迷。3)、经济景气程度下降，企业经济效益下降使地方政府财政收入增长放缓，同时还要进行大规模基础设施建设，多数地方政府09年普遍缺乏资金补贴公交企业更新车辆，公交车市场需求增速显著放缓；4)、受金融危机影响，海外市场需求萎缩，大中型客车产品出口销量大幅下滑。

但是，从09年12月份开始，大中型客车行业需求增速显著加快，我们认为，除了旺季因素以外，本应该发生在09年全年的车辆更新高峰正在到来。长期来看，稳定增长的宏观经济、中国人口高度分散的特点、铁路客运能力的提升、城市化进程的不断推进，决定了公路客运行业和公交行业将维持良好的成长性，从而驱动大中型客车需求持续稳定增长。预计2010年1季度的销量增速有望超过80%。

图 11 大中型客车产品历史销量变化趋势

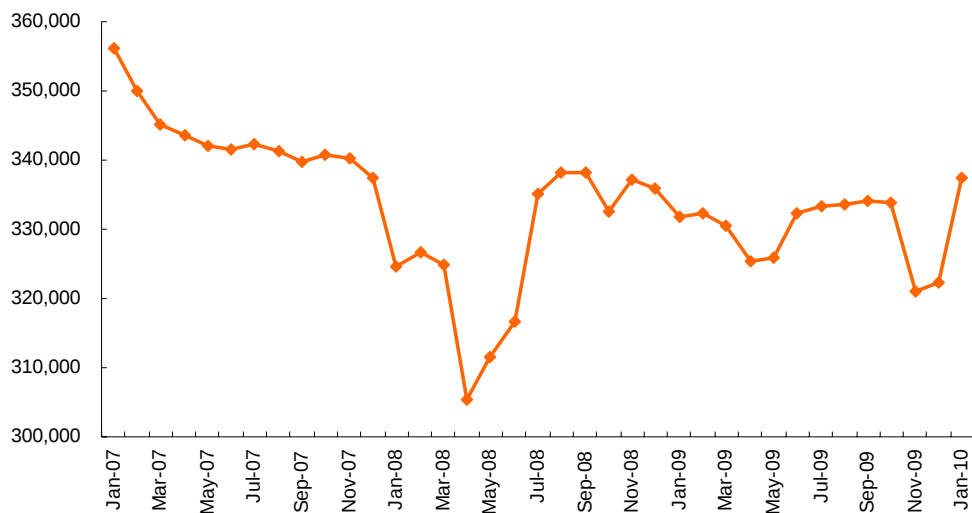


数据来源：中国客车统计信息网

销售价格趋于稳定

2010年，09年延迟的公路客运企业车辆更新和新增需求和10年的当期需求叠加释放，全行业的销量增速预计同比增长15%~20%，因此，产品售价将进一步趋于稳定，并且随着新产品的推出，产品的售价将稳中有升。

图 12 大型客车产品销售均价的变化趋势



数据来源：CEIC

产品毛利水平趋于稳定

由于大中型客车的产品售价相对较高，所以产品毛利水平对原材料价格的敏感性并不高，同时销售结构将不断上移，预计产品的综合毛利水平将基本维持稳定。

投资评级及建议

综合以上判断，我们看好2010年汽车行业的投资机会，推荐买入潍柴动力（000338）、福田汽车（600166）、宇通客车（600066）、上海汽车（600104）、一汽轿车（000800）、东安动力（600178）。

表 1 汽车行业主要上市公司盈利预测及估值水平汇总

股票代码	公司名称	股价	2009'Q1	2010'Q1	2010E	2010 P/E
000338	潍柴动力	65.75	0.43	1.65	5.31	12.38
600166	福田汽车	20.09	0.20	0.51	1.51	13.30
600066	宇通客车	18.55	0.11	0.29	1.51	12.28
600104	上海汽车	21.13	0.10	0.46	1.65	12.81
000800	一汽轿车	23.30	0.15	0.38	1.50	15.53
000625	长安汽车	12.89	0.01	0.35	1.02	12.64
600741	华域汽车	9.23	0.19	0.15	0.65	14.20
000559	万向钱潮	7.50	0.07	0.12	0.43	17.44
600178	东安动力	17.08	0.05	0.21	1.12	15.25
000903	云内动力	12.50	0.10	0.15	0.65	19.23

数据来源：东方证券研究所

分析师承诺

秦绪文：汽车行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司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。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn