



行业动态研究报告

库存重建，步入让利促量期

轿车经销商环节库存重建迹象明显

春节后，轿车经销商环节库存有明显重建迹象。比较批发和终端零售数据的差，以及部分厂商的反馈，我们估计到3月中下旬，轿车经销商环节平均的库存应接近1个月水平。

产量超出终端均衡销量水平使库存回升具有持续性

库存的重建并不必然意味景气的回落，关键看已经达到的产量水平是否及多大程度上超出了未来一段时间（如12个月）平均的预期终端销量，从而使库存重建是否具有持续性。

我们预计未来12个月国内轿车平均月度销量水平76万辆，较09年12月已经达到的87万辆高峰产量低12%，这一幅度明显低于04年回落周期的24%，但高于06年较平稳周期中的3%。库存的重建较具有持续性。

轿车景气阶段性见顶应已确认，但下行幅度较04年有限

库存重建的持续性推动轿车行业步入“让利促量期”，景气周期阶段性见顶应已确认，整车价格优惠的范围和力度将逐渐扩大，在价格优惠的初期销量表现可能并不如意，因刺激部分消费者的观望和比较心理。

虽然景气周期开始回落，但我们认为下行的幅度与04年周期回落不具可比性，因较短的景气周期中整车厂尤其是合资整车厂来不及大规模新建工厂，产能“沉没投资”对价格的压力较小。

重卡：上半年高增长无虞，紧缩政策及产能扩张存隐忧

地方固定资产投资项目在紧缩预期下的提前开工、经销商通胀预期下的提前备货需求可能前移并强化了上半年的重卡景气周期。我们将重卡全年销量增速预测从16%提高到22%，但全年同比前高后低的态势明显，宏观紧缩及产能扩张可能对行业2011年景气构成压力。

投资建议：继续看好零部件和进入新产品贡献期的公司

下调汽车行业评级到“中性”，因预计景气下行及宏观紧缩趋势将抑制股价表现，且年后蓝筹板块估值中枢的下移使行业相对估值吸引力降低。

行业景气回落幅度有限，仍可看好零部件板块2010、11年较平稳的业绩增长前景，及部分新产品进入贡献期公司的成长性。

重点推荐万向钱潮、东风汽车、华域汽车、江铃汽车、福耀玻璃、中鼎股份、潍柴动力、上海汽车、一汽轿车、宇通客车。

汽车及零部件

下调

中性

陈政

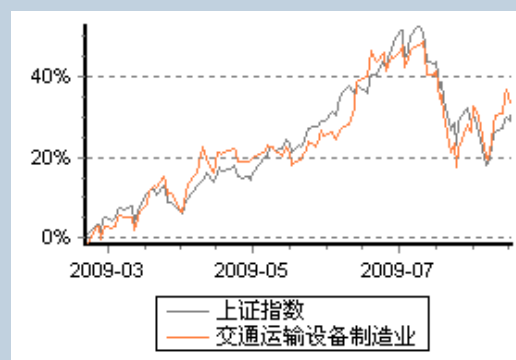
chenzheng@csc.com.cn

010-85130928

执业证书编号：S1440209090408

发布日期：2010年03月24日

股价表现



相关研究报告

09.12.21	汽车及零部件行业2010年投资策略：寻求业绩增长确定性
10.01.13	汽车股：调整中建立新的预期，更多关注中期趋势
10.01.25	大消费之汽车业：驱动高额群众消费时代

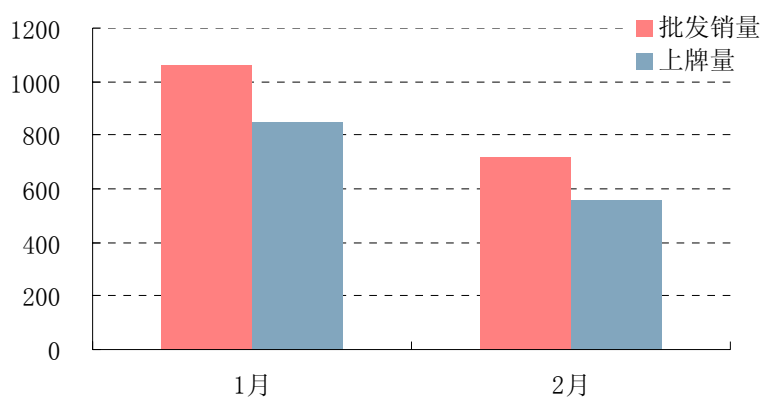


轿车经销商环节库存重建迹象明显

轿车行业经销商环节去年一直处于库存紧张状态，这是车价稳定和行业景气持续高涨的最直接动因和反映指标。库存紧张程度在去年 12 月份达到高峰，经销商整体处于负库存状态（库存小于未交付订单量）。但是春节之后尤其是进入 3 月份，我们注意到经销商的库存有明显重建迹象：

- 无论是媒体报道还是我们自己的调研都表明，目前大部分车型在经销商环节的现车较充足，一些热门车型的提车周期也明显缩短。
- 1、2 月份的狭义乘用车终端上牌数据连续低于厂商向经销商的批发销售数据，其差值即接近终端环节库存补充的规模。

图 1：1、2 月狭义乘用车批发销量与上牌量比较，单位：千辆



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

虽然缺乏准确的经销商库存统计数据，但比较批发和终端零售数据的差（1、2 月累计净增库存数占平均月上牌量的 52%），以及部分厂商的反馈，我们估计到 3 月中下旬，轿车经销商环节平均的库存应接近 1 个月左右的销量水平。

判明经销商环节短期库存回升，尤其是仍在正常范围内（1-1.5 个月库存）的库存水平，并不必然意味库存或景气运行的拐点，因为若后面终端销售新一轮爆发，库存仍有可能下降。关键是判断库存回升的主要驱动因素及相关因素的持续性，而这将对行业景气趋势有决定性影响。

我们后面分析的主要观点：

- 当前的库存回升具有持续性的可能性很大，即（如未来 9-12 个月内）轿车行业将从此前的紧库存运行到宽库存状态。
- 宽松的库存将使买、卖方间的价格博弈向消费者倾斜，整车（实际）价格面临下行压力。
- 在宏观经济基本平稳的假设下，与 04 年的景气大幅下滑比较，本轮轿车行业的景气周期回落幅度较小。



产量超出终端均衡销量水平使库存回升具有持续性

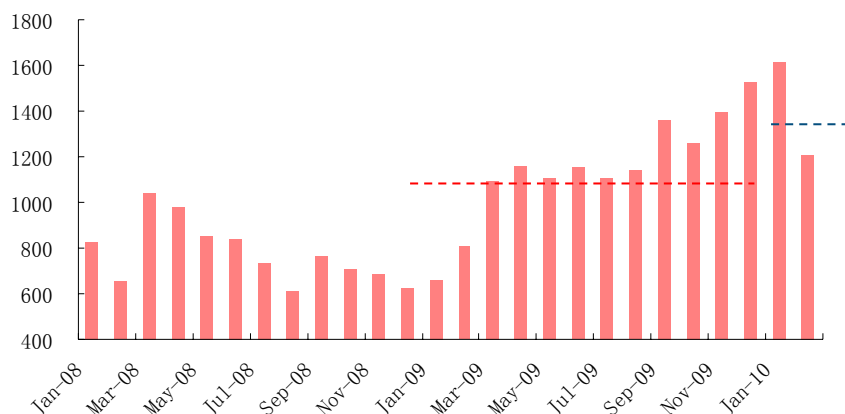
经销商环节库存是否有持续的累积压力取决于行业已经达到的整车产量水平和未来一段时间内（如 12 个月）预期的销量水平的差值，当月前者持续、明显高于后者时，库存压力将上升，反之则下降。

我们认为，正是由于目前汽车/轿车的行业月度产量已经超过未来一段时间的平均预期月度销量，目前开始的轿车库存上升将具有持续性。

09.12、10.01，汽车总产量分别达到 152.5、161.5 万辆，即行业的月产能已达到 150-160 万辆/月区间，简单年化未来 12 个月达到 1800-1920 万辆的产量/产能水平。即使考虑这两个月的工作日数量较多，但后续新增部分产能应能抵消这种影响。而 1800-1900 万辆并非未来 12 个月国内汽车市场需求能够达到的水平。按照我们对 10、11 年度趋势销量的预测，未来 9-12 个月的汽车月度平均销量处于 130-135 万辆水平，较目前最高 160 万辆/月的产量水平低 16%-19%。

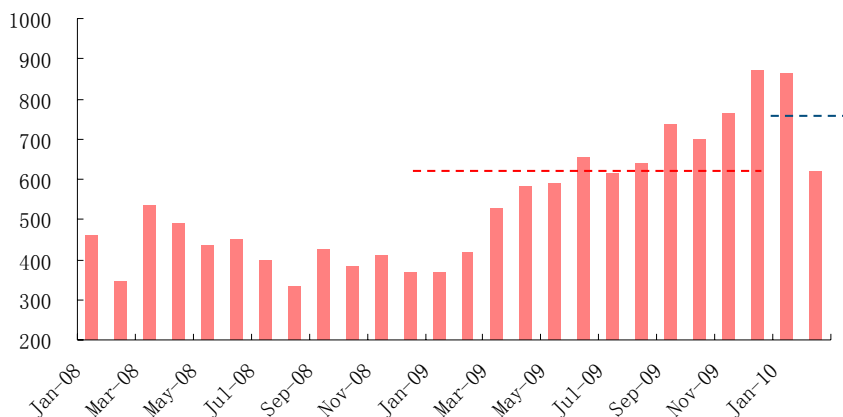
单独考察轿车，09.12、10.01 的产量分别 86.9、86.3 万辆，简单年化产量 1032 万辆，与我们预测的 2011 年趋势销量较为接近，而并非未来 9-12 个月轿车市场的需求量水平。我们预测的未来 12 个月的平均月轿车销量需求约 76 万辆，较目前的产能水平约低 12%。

图 2：08 年 1 月以来汽车月度产量，单位：千辆



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

图 3：08 年 1 月以来轿车月度产量，单位：千辆



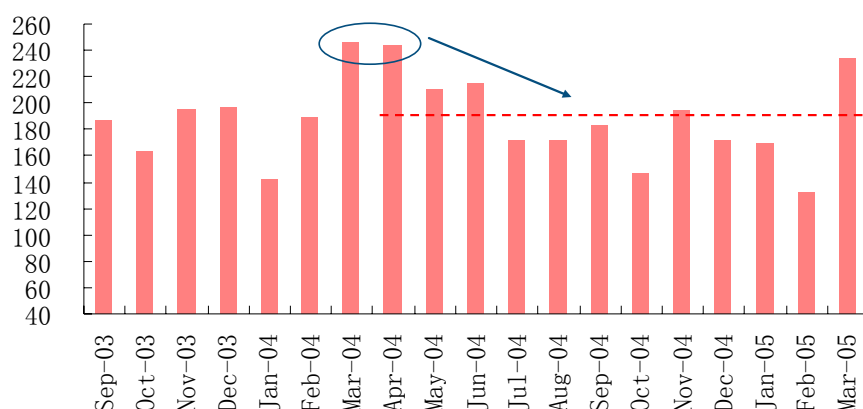


资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

为了检验我们以上的判断，我们回顾 04、06 年的汽车产量和汽车股股价表现。04 年轿车产量在 3、4 月份达到阶段高峰，分别 24.7、24.3 万辆，以 3 月份产量为顶点，此后 9、12 个月的平均产量（此处代表终端零售量）为 19.0、18.7 万辆，较 3 月份顶点下降 23%、24%，即已经达到的产量/产能水平得不到后续需求的有效支撑。这推动汽车行业景气大幅下滑，此后 12 个月汽车股表现跑输大盘 20%（图 6）。

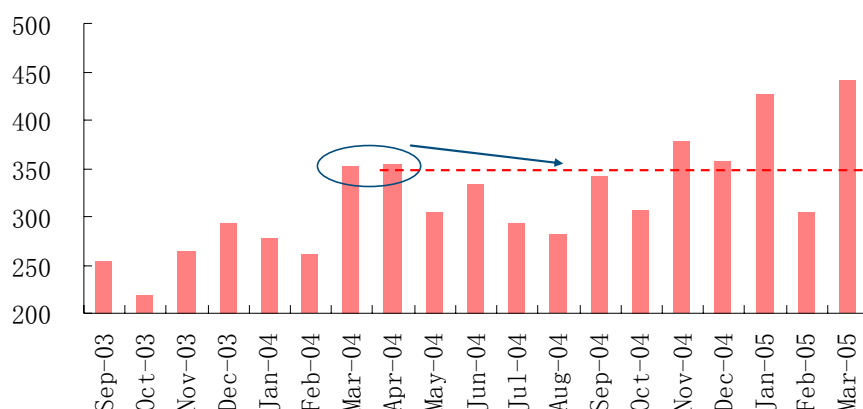
与此不同，06 年的轿车产量在 3 月份达到阶段高峰的 35.3 万辆后，此后 9、12 个月的平均产量分别 32.8、34.4 万辆，仅略下降 7%、3%。产能基本得到有效支撑使汽车行业维持了较好的景气趋势，此后 12 个月汽车股的表现超越大盘 24%。（图 6）

图 4：03.09—05.03 轿车月度产量，单位：千辆



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

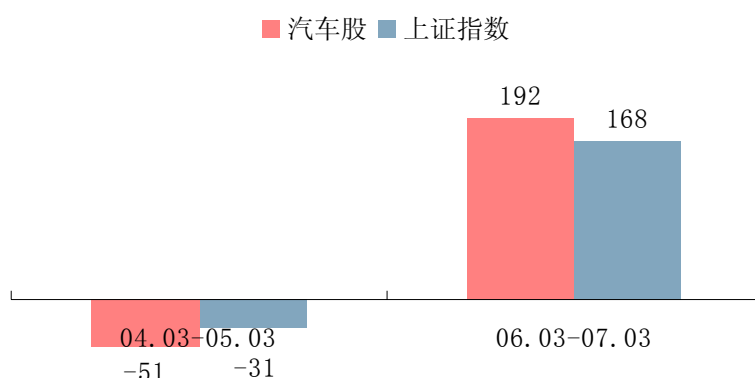
图 5：05.09—07.03 轿车月度产量，单位：千辆



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部



图 6：汽车股与上证指数区间涨跌幅比较，%



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

轿车景气阶段性见顶应已确认，但下行幅度较 04 年有限

汽车行业的景气周期由需求的波动和产能/产量的变动共同决定，景气加速期的渠道扩张和消费者“买涨不买跌”心理会共同推动厂家的产量/产能提高到超出未来一段时间内的趋势性水平，从而完成库存的重建和景气的转折。我们此前的研究较多分析了需求潜在趋势水平和短期波动的原因，并以此解释 09 年需求的高增长和预测 10 年的需求水平，虽然此前的报告中也基于 09 年需求叠加和 9-11 月均产量已提高到 130 万辆以上（对应年产量接近 1600 万辆，与 10 年预期销量相当）判断“09Q4 是整车尤其是轿车行业景气阶段性顶点”，但对库存重建过程和短期景气转折的时点判断不甚清晰。

基于我们前面对目前正在形成的**轿车库存重建过程具有持续性的判断**，**轿车行业的景气度在未来一段时间内将趋于回落**，我们预期以 3 月份为起点，行业进入“让利促量”的价格竞争阶段，整车价格优惠的范围和力度将逐渐扩大，在此过程中销量表现可能并不如意，因为经历持续一年的价格坚挺后出现的价格优惠，可能触发部分消费者的观望心理。随优惠持续一段时间及整车厂降低预期，行业景气才会重新趋于上行。

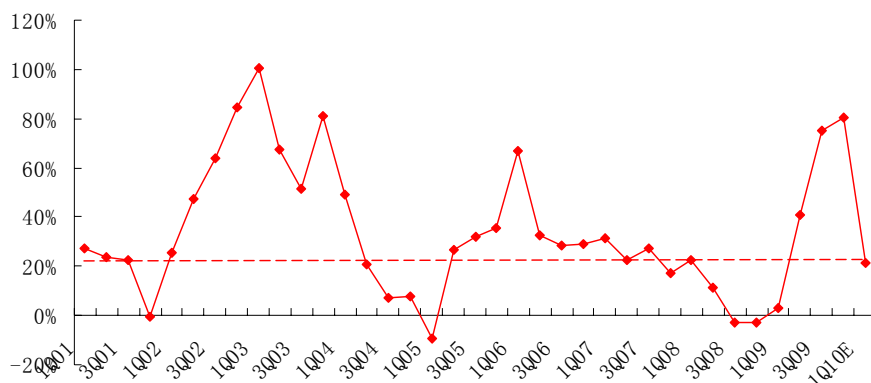
虽然景气趋于回落，但我们同时认为**此轮的周期回落幅度将明显小于 2004 年**，原因如下：

- 2002-2003 年的轿车行业景气周期持续了 8 个季度，而 2009 年的景气周期只持续了将近 4 个季度。景气周期较短使整车厂（尤其是合资整车厂）还未来得及大规模建设新工厂，行业（尤其是合资整车厂）未来面临大量新产能投放压力的可能性较小。
- 我们前面对已达到的高峰月度产量和未来 12 个月预期平均销量比较的结果也表明，其差距明显小于 2004 年周期，也就是产量需回落的幅度的较小，而这也将限制行业价格竞争的力度。

需要强调的是，2010 年轿车行业“景气回落及承受较正常的价格竞争压力”基本在我们此前报告的预期范围内。同时，我们仍然维持对全年轿车销量增速 21% 的预测，对应实际销量略高于 900 万辆水平，因为我们认为景气的下行是产量超出潜在需求趋势水平及库存重建导致的价格博弈的结果，而非潜在需求量受宏观经济或消费信心因素影响有重要的下行。



图 7：轿车季度销量同比增速



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

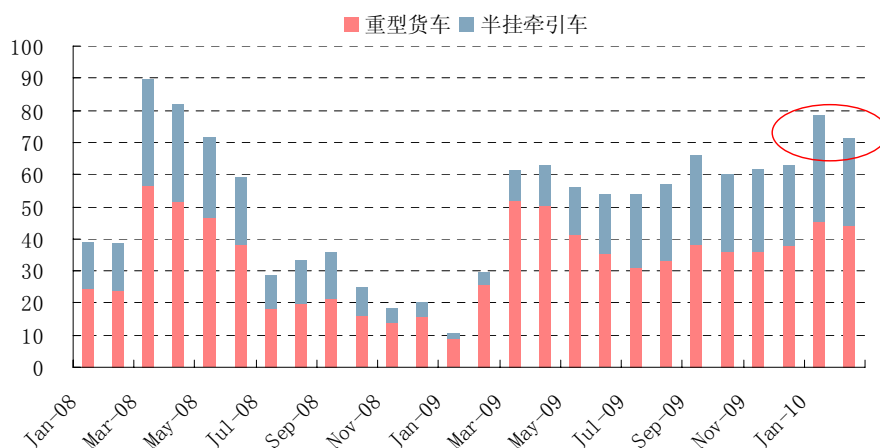
重卡：上半年高增长无虞，紧缩政策及产能扩张存隐忧

重卡销量 10 上半年高增长及全年的较高增速并不意外，但 1、2 月份的实际产销量及行业整车、发动机厂商反映的订单形势旺盛程度则超出我们预期，我们将重卡全年销量增速预测从此前的 16% 调高到 22%。我们判断重卡销售高峰提前及订单尤其旺盛的可能原因包括：

- 4 万亿投资的持续实施及半挂牵引车的复苏需求改变了重卡今年的季节特征；
- 由于预期中央政府可能采取紧缩政策，地方的一些新上固定资产投资项目提前或加快了开工进度。
- 重卡经销商出于原材料成本上升及后续需求高峰即将到来的考虑，在 1、2 月份加大了备货性的要车力度，此前渠道现车较紧张也是此因素的前提。

我们认为今年重卡需求前移的特征应较为明显，Q1、Q2 的同比增速分别 135%、41%，而下半年较上半年的回落将较往年幅度更大，呈现明显的前高后低特征（图 9）。

图 8：重卡月度销量，千辆





资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

图 9：重卡季度销量预测，千辆



资料来源：CAAM，中信建投证券研究发展部

重卡下半年及 2011 年需求的不确定性主要来自通胀压力下的宏观紧缩政策风险。另外，重卡行业部分厂商扩产幅度较大，可能对需求并不强劲的 2011 年市场构成压力。

表 1：部分重卡厂商新建产能计划

	09 年产量	目前产能	新建工厂产能	投产计划
福田欧曼	8.2 万辆	10.5 万辆	10 万辆	2010 年底
包头北奔	2.8 万辆	4 万辆	单班 3 万辆，双班 5 万辆	2011-12 年
华菱汽车	1.8 万辆	3 万辆	单班 3 万辆，双班 5 万辆	2011 年
集瑞重卡	—	—	一期 3 万辆	2010 年底

资料来源：中信建投证券研究发展部

投资建议：继续看好零部件和进入新产品贡献期的公司

景气下行及紧缩趋势将压抑股价表现，下调行业评级到“中性”

我们下调汽车行业投资评级到中性，反映以下因素：

- 估计轿车整车行业在未来两个季度左右的时间范围内景气将趋于下行，而重卡 1、2 季度虽然将维持高景气态势，但持续的宏观紧缩预期和“前高后低”走势将压抑行业估值水平；
- 虽然汽车板块估值较低，但具业绩支撑的蓝筹板块（沪深 300 代表）1 月份以来估值中枢已明显下移，使行业相对估值优势并不明显。

看好零部件、进入新产品贡献期的公司及稳健型公司的防御性

我们继续看好汽车零部件股票的后续走势，因：



- **零部件 2010 全年业绩增长的确定性更强**，因“让利促量”的态势使行业整车及零部件销量增长的不确定性较低，且大部分零部件全年采购价已基本锁定。
- 我们预计 Q4 轿车整车销量重新步入环比增长，11Q1 开始的同比增速将较 10Q3、Q4 更高，**零部件 2011 年的需求和价格形势仍将平稳**。
- 零部件企业 2010 年的出口将处于复苏、上升态势中。

我们同样继续看好进入新产品贡献期的公司，因：

- 虽然行业景气趋于回落，但如我们前面判断，**此轮周期下行的幅度较小**，个股的“行业下行风险”折价有限。
- 开辟新产品、新市场的公司将提供行业之外的成长机会。

在行业景气周期趋于下行的时期，我们也相对看好细分行业周期波动较弱（如大中客车）、自身经营稳健（如江铃汽车、宇通客车）公司的防御性。

综合以上，我们重点推荐万向钱潮、东风汽车、华域汽车、江铃汽车、宇通客车、福耀玻璃、中鼎股份、潍柴动力、上海汽车、一汽轿车。



分析师介绍

陈 政：北京大学金融学硕士、法学学士，汽车行业分析师。大型国企战略管理岗位 3 年工作经验，精于行业竞争结构和公司竞争力分析；现专注于对汽车等耐用消费品消费升级趋势和短期扰动因素的研究。获今日投资 2008 年度“最佳分析师入围奖”。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。