

深度报告

汽车汽配

汽车行业 2010 年中期投资策略

中性

(下调评级)

2010 年 6 月 18 日

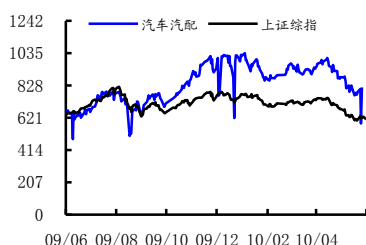
本报告的独到之处

- 考察了历史上行业周期波动与股价超额收益的关系
- 下调轿车、重卡行业投资评级

行业投资策略

周期顶峰已过

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 2010 年投资策略-走向最后疯狂？》——2009-12-9

分析师：李君

SAC 执业证书编号：S0980210030036

电话：021-60933156

E-mail: lijun2@guosen.com.cn

联系人：左涛

电话：021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

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。

● 下调轿车、重卡子行业投资评级

汽车细分子行业中，我们认为轿车、重卡的周期顶峰已过，相应下调两子行业投资评级至“中性”，大中客行业周期性较弱，预计仍将稳定增长，维持“谨慎推荐”评级。

尽管已有所调整，但目前股价仍未至最佳买入时点：2010 年以来，股价已部分反映市场对汽车行业的悲观预期，整车跑输市场指数约 9 个百分点。但整车 2002 年 1 月至今的累计超额收益仍达到 108%，根据历史上行业周期波动与股价超额收益的关系，这一累计超额收益终会修正至 0 附近。从行业基本面的演变情况看，目前也未见底。

● 轿车：“供需紧张”状态缓解

轿车行业供需状况由“供应偏紧”转为“供需平衡”，近两季度，厂商的生产瓶颈正逐步得以解决，表现为产量的大幅攀升，2010 年乘用车厂商激进的排产（同比增长 30%，明显超过对需求 15-20% 的增长预期），势必会导致库存上升、价格下降，而 2011-2012 年将是新增产能的大幅投放期，也不容乐观。预计轿车厂商盈利在 2010 年 1、2 季度已达到本轮周期的最高点，未来两个季度轿车终端零售价格的下降会逐步传导至厂商环节，但由于目前供需关系仅是由“紧张”走向“缓和”，即使盈利能力下降，也将相对平缓。

● 重卡：高处不胜寒

2009 年以来，国内重卡保有量增长了 30%，我们认为这不是一个常态。尤其是，未来几个季度，重卡需求存在隐忧：我们担心，房地产行业景气度下降，会导致住宅建设投资需求的下降；在目前实体经济转热的背景下，经济刺激政策也可能会逐步退出。

● 大中客：较弱的周期性

大中客月出口量正逐步恢复，在国 III 透支因素逐步消除后，内需也明显恢复，预计 2010 年将稳定增长。短期看，大中客行业特征表现为销售、盈利稳定增长，周期性弱。中长期看，铁路客运投资在未来 3-5 年会对公路客运用大中客产生一定负面冲击。

● 推荐的投资组合

我们建议配置具备防御性、盈利抗跌的汽车股：优质汽车零部件公司——华域汽车、一汽富维、新朋股份；周期性较弱的整车企业——江铃汽车、宇通客车；整车中，长期看，一汽轿车整体上市仍是值得博弈的投资机会。

内容目录

投资摘要	4
轿车：“供需紧张”至“供需平衡”	5
供应：快速释放	5
需求：存在隐忧	7
库存上升、价格下降	9
成本压力增大	10
盈利顶峰已过	10
股价已部分反映，下调轿车行业投资评级至“中性”	11
重卡：高处不胜寒	14
需求至近年高峰	14
下调重卡行业评级至“中性”	16
大中客：更弱的周期性	17
大中客月出口量逐步恢复	17
内需稳步增长	17
中期大中客面临铁路运营冲击	18
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: 轿车月度产量 (2009.1-2010.4)	5
图 2: 通货膨胀导致居民实际可支配收入增速快速下降	8
图 3: 分排量乘用车上牌数同比增速	8
图 4: 轿车厂商当年累计新增库存 (2003.1-2010.4)	9
图 5: PPI 和 CPI (2000.1-2010.4)	10
图 6: 汽车重点企业销售收入及同比增速 (2005.1-2010.3)	11
图 7: 汽车重点企业利润总额及同比增速 (2005.1-2010.3)	11
图 8: 汽车重点企业销售毛利率 (2005.1-2010.3)	11
图 9: 重卡销量的季节性波动 (2005.1-2010.4)	14
图 10: 重卡月销量及同比增速 (2008.1-2010.4)	14
图 11: 重卡销量结构变化 (2005.1-2010.4)	14
图 12: 重卡保有量及增长 (2003-2010.1-4)	15
图 13: 主要投资品产量合计 (钢铁、水泥) (2007.1-2010.4)	16
图 14: 大客月出口量及同比增速 (2008.1-2010.3)	17
图 15: 大客销量的季节性波动 (2006.1 - 2010.4)	17
图 16: 大客月销量及同比增长 (2008.1-2010.4)	17
图 17: 中客销量的季节性波动 (2006.1 - 2010.4)	18
图 18: 中客月销量及同比增长 (2008.1-2010.4)	18
图 19: 2008 年大客拥有量地区分布	18
图 20: 铁路基本建设累计 FAI 及同比增速	18
图 21: 2008 年全国各省大客保有量	19
表 1: 国内主要乘用车企业 2010 年销量目标	6
表 2: 轿车新增产能汇总 (2004-2012E)	7
表 3: 上海地区部分车型零售价格优惠幅度	10
表 4: 汽车股历次周期超额收益	12
表 5: 汽车股历次周期累计超额收益 (2002 年 1 月起计算)	12
表 6: 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

投资摘要

关键结论与投资建议

下调轿车、重卡子行业投资评级至“中性”。汽车细分子行业中，我们认为轿车、重卡的周期顶峰已过，大中客行业周期性较弱，预计仍将稳定增长。

2009年末，我们指出轿车行业将《走向最后的疯狂》，与我们预期一致的是，春节前轿车市场的旺盛景象，超出市场预期的则是，3月份以来，渠道库存快速上升、零售价格则出现下降，行业已从“供应紧张”走向“供需平衡”，预计对厂商利润的影响会在2-3季度开始显现，但我们认为利润波幅会相对平缓。目前轿车股已提前反应了部分市场对行业周期下滑的预期。

重卡需求在2010年1-4月份达到多年以来的高点，我们担心，未来几个季度，房地产投资的下降、经济刺激政策的逐步退出，会对作为资本品的重卡需求带来负面影响。

大中客短期显著受益于出口市场的逐步复苏、内需也在国III透支因素消除后开始恢复，但中长期看，铁路客运投资会对其形成冲击。

年初以来，股价已经做出反应，至今汽车行业跑输市场约9个百分点，但通过比较历史各轮行业周期与股价超额收益的关系，我们认为目前仍未见底。

核心假设或逻辑

我们做出上述判断的假设是：1、产量快速上升背景下，厂商未能够及时调整排产；2、长期看，汽车股难以跑赢市场，目前累计的超额收益最终会得到修正。

股价变化的催化因素

若厂商能够及时有效调整排产，或9、10月份旺季轿车销售超预期，库存、价格下降压力或将缩小，则股价存在反弹机会。

核心假设或逻辑的主要风险

资产价格下跌、财富负效应对轿车需求的冲击，我们可能估计不准确。

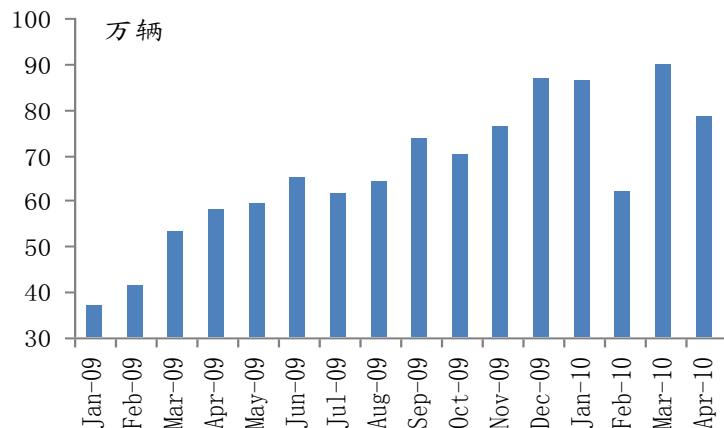
轿车：“供需紧张”至“供需平衡”

供应：快速释放

轿车的增量供应，一般来自于两个层面：1、老产能的提升（生产节拍改进、增添设备、上游零部件供应环节瓶颈的解决等）；2、新产能的建成。目前，国内轿车行业供应紧张局面的解决更多的依赖于前者。

近两季度，厂商的生产瓶颈正逐步得以解决，表现为产量的逐步攀升：这部分来自于整车生产瓶颈的突破，部分来自于供应紧张的零部件环节产能释放。从2Q09至1Q10，国内轿车月均产量从60万辆左右上升至月均80万辆的水平，增幅达30%，这一产量的快速上升，大大缓解了供应紧张的局面。

图1：轿车月度产量（2009.1-2010.4）



资料来源：CAAM 国信证券经济研究所

2010年企业的排产情况显著高于厂商对乘用车需求的一致预期：根据今年乘用车（含轿车、微客、SUV、MPV）主流厂商的排产情况，行业整体目标产量同比增幅达30%以上，这显著超出年初行业对今年销售增长15-20%的一致预期。“企业排产”与“整体销售预期”的差异隐含着库存上升的可能性很高，另外，企业排产一旦确定后，因为涉及到数千个零部件的整个供应商体系的变动，调整起来有一定滞后，这也正是2009年需求快速复苏背景下，厂商产量无法及时跟进的主要原因。目前，我们仍未见到厂商大面积调整2010年排产，意味着未来几个月供应仍然很宽松。需要指出，从企业排产情况看，自主品牌轿车较合资品牌要激进的多，因而，2010年，我们预计自主品牌车型、中低端轿车受到的压力会更大，实际上，回顾2009，供应最为紧张的大多也是合资品牌企业，而自主品牌轿车供需则相对宽松。

表 1：国内主要乘用车企业 2010 年销量目标
单位：万辆

合资乘用车企业				自主品牌乘用车企业			
企业名称	2009年销量	2010年目标销量	YoY	企业名称	2009年销量	2010年目标销量	YoY
上汽通用五菱	107	115	8.0%	长安汽车	83	130	57.0%
上海大众	73	82	12.6%	奇瑞汽车	50	70	40.0%
上海通用	71	85	20.1%	比亚迪	45	80	78.6%
一汽大众	67	80	19.6%	吉利汽车	33	40	21.6%
北京现代	57	67	17.5%	哈飞汽车	31	30	-2.0%
东风日产	52	60	15.6%	天津一汽	21	25	17.9%
一汽丰田	42	52	22.9%	一汽轿车	19	24	27.7%
广汽本田	37	38.6	5.5%	昌河汽车	16	20.7	31.0%
长安福特	32	37	17.1%	长城汽车	16	28.7	85.2%
神龙汽车	27	37	37.0%	华晨汽车	13	20.9	58.3%
东风悦达起亚	24	33	36.9%	江淮汽车	12	30	143.9%
东风本田	21	24	13.7%	海马汽车	9	15	64.8%
广汽丰田	21	26.7	27.1%	上海汽车	9	18	99.8%
长安铃木	15	18	20.0%	众泰汽车	7	9.5	46.2%
东南汽车	8	15.5	89.0%	一汽吉林	6	12	110.5%
北京奔驰	2	3.1	55.0%	广汽长丰	3	5	66.1%
郑州日产	2	4.3	152.9%	郑州海马	3	10	270.4%
小计	656	778.2	18.6%	东风柳汽	3	4	53.8%
				东风乘用车	2	6	215.8%
				江铃控股	0.5	1.2	166.7%
				小计	379	580	53.0%
乘用车总计	1035	1358.2	31.2%				

数据来源：国信证券经济研究所

2011-2012 年，将迎来新增产能投放的高峰期：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%。2H08 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 年底之前，“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。从新增产能的投资分布看，自主品牌厂商的投资显得更加激进。

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仅是一个较保守的统计, 后续还将会有新的增加。

需求: 存在隐忧

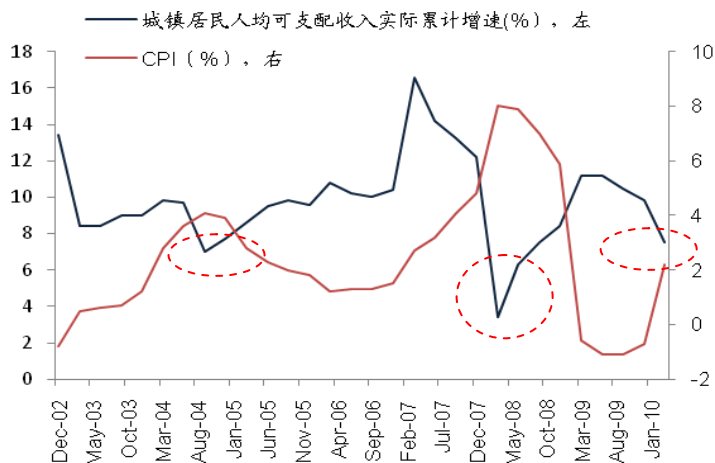
居民收入和财富上升是推动国内轿车消费的最根本力量。影响轿车需求的因素众多, 包括收入、油价、消费者信心、交通约束、相关产业政策等, 但我们发现, 2000 年以来, 收入增长和财富效应是推动轿车需求增速波动的最主要力量。消费者对油价、交通约束等使用成本不够敏感, 可能的原因在于, 目前国内轿车消费基本上以“新增需求”为主, “更新”占比低, 更多的需求力量来自于随收入上升而带来的首次购车需求。

2H10, 国内轿车需求存在两大隐忧: 1、通货膨胀继续上升, 将抑制居民实际收入增速; 2、资产价格普遍下跌, 类似 2008 年的财富负效应应再次显现。

通货膨胀上升会抑制居民实际收入增速。2010 年 4 月, CPI 同比上升 2.8%, 我们担心, 随着物价指数逐步上升, 居民的实际可支配收入增速会出现下滑。并且, 我们注意到, 2004-2005 年, 2008 年, 对应的两轮轿车行业向下周期, 均是居民

实际可支配收入增速的低谷。

图 2: 通货膨胀导致居民实际可支配收入增速快速下降



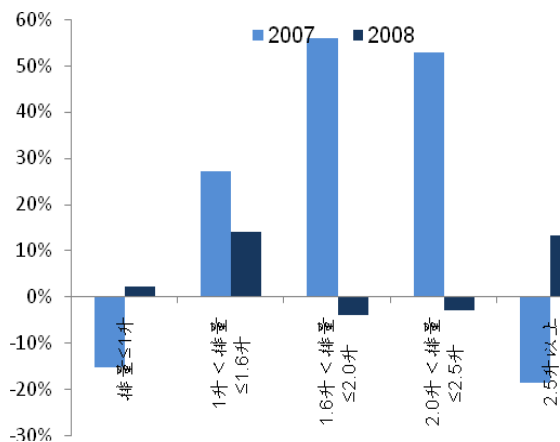
资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

资产价格下跌,“财富负效应”或将再次显现,将影响轿车的消费结构。

【1】2006-2007 年,各类资产价格(股票、土地、古董、艺术品等)大幅上涨。相应的,居民汽车消费表现出显著的财富效应——“中高端轿车、SUV 销量表现显著优于低端车型”,2007 年,中高端车型同比增幅超 50%,而微车出现下滑。2008 年,资产价格走势相反,同样的,中高端车型受到的负面冲击也最大。

【2】2009 年以来,股市大幅向下波动,在目前较为严厉的调控政策下,作为居民财产的主体之一的房地产价格也有可能逐步走入下降通道,我们认为,这将再次影响轿车整体、尤其是中高端车型的消费。中高端轿车盈利贡献大,一旦景气度下降,将对行业利润产生显著的负面影响。

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

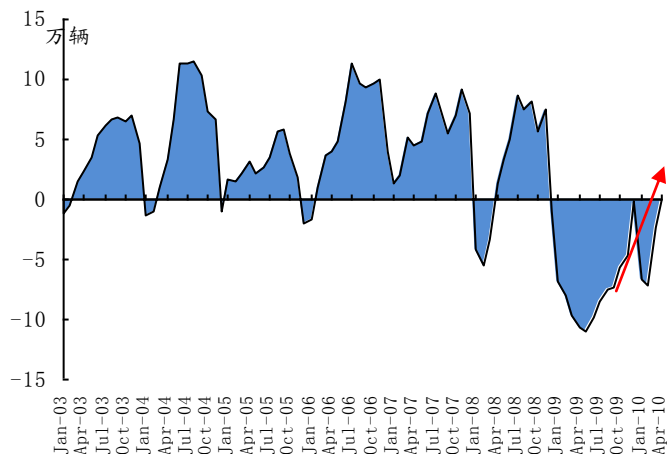
库存上升、价格下降

3月份以来，随着产量上升，国内轿车的供需关系由“供需紧张”走向“供需平衡”阶段。主要表现为：渠道库存上升、终端零售价格下降。

轿车行业整体库存=厂商库存+渠道库存。在不同时点，尤其是年底，整车厂往往有向渠道派库存的现象。

渠道库存压力逐渐增大：整体而言，由于产量瓶颈的解决，轿车行业库存水平在上升，并且随厂商产品外派至经销商，库存的上升更多的体现在经销商层面。2010年1-4月，轿车厂商累计批发数（316.3万辆）与累计产量（316.3万辆）持平，厂商层面库存增加并不明显，但经销商库存却有明显上升。经销商库存的数据不易取得，但从草根调研的情况看，经销商库存3月份以后的上升非常明显，库存量大约从之前的10-20天升至20-30天。仅以4月份为例，当月厂商产量（78.4万辆）>厂商批发量（76.0万辆）>终端销售量（73.3万辆），渠道库存上升了3万辆左右。

图 4：轿车厂商当年累计新增库存（2003.1-2010.4）



资料来源：CAAM 国信证券经济研究所

春节后，多数品牌车型零售价格持续下降：根据我们对4S店的零售价格跟踪，由于渠道库存的不断上升，今年春节后，经销商降价压力在不断加大，表现为，3月至5月，不少车型的价格优惠幅度在不断增加，而前期若干提货期较长的车型，其提货期也大幅缩短。

表 3: 上海地区部分车型零售价格优惠幅度

单位: 元

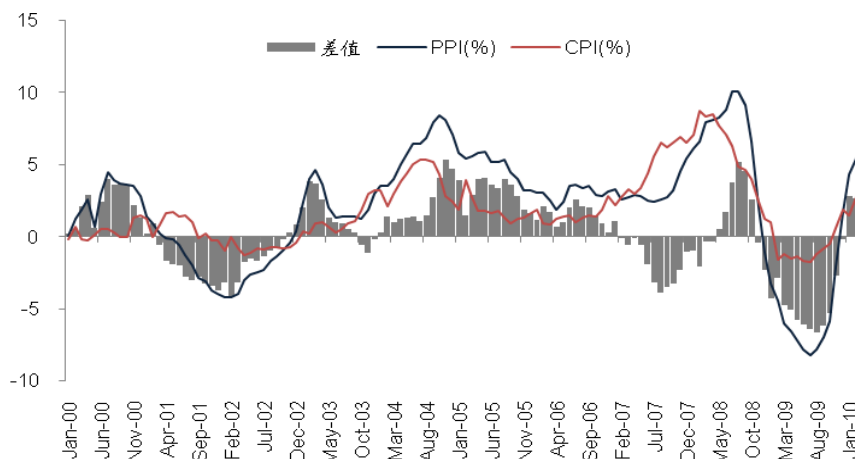
	2月下旬	3月上旬	3月中旬	3月下旬	4月上旬	4月中旬	4月下旬	5月上旬	5月中旬
福克斯	9500	10000	11000	10000	11000	11000	/	12000	12000
卡罗拉	7000	7000	11000	11000	/	11000	11000	12000	15000
蒙迪欧致胜	8000	11000	12500	15500	15500	15000	15000	14000	16000
雅阁	/	3000	5000	5000	5000	/	6000	11000	/
荣威 550	12000	7000	8000	11000	/	13000	13000	15000	15000
悦动	/	3000	3000	6000	5000	5000	6000	6000	/
轩逸	/	/	/	4000	4000	/	/	6000	/
思域	9000	9857	9571	5857	9286	/	/	12929	12929

数据来源: 国信证券经济研究所整理

成本压力增大

原材料价格上涨压力增大: 2010 年 4 月, 国内 PPI 涨幅达同比 6.81%, 大幅超过 CPI 2.8% 的上涨幅度。在轿库存上升、终端零售价格下降的背景下, 原材料价格的上升将进一步挤压厂商盈利。回顾历史, 我们发现, PPI 大幅超过 CPI 涨幅的阶段, 往往伴随着轿车行业盈利、周期的下降。

图 5: PPI 和 CPI (2000.1-2010.4)



资料来源: Wind 国信证券经济研究所

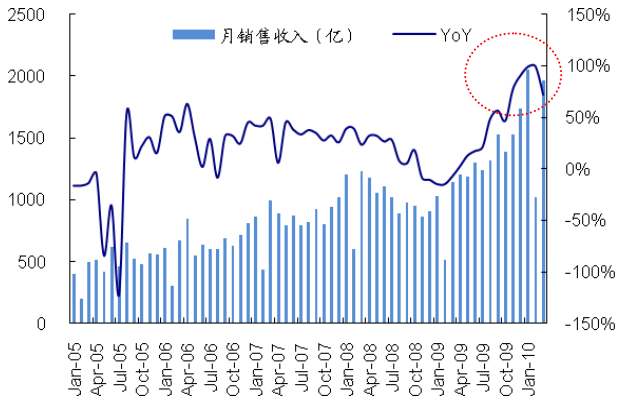
盈利顶峰已过

预计轿车厂商盈利在 2010 年 1、2 季度已达到本轮周期的最高点: 我们注意到, 1Q10, 多数轿车整车、零部件企业的季度盈利均创下了历史新高, 其背景是, 无论轿车整车还是零部件在一季度的出货量都达到了峰值, 2Q10, 尽管终端零售价格在下降, 但部分是由经销商在承担, 反映到厂商层面有一定滞, 因而, 二季度, 厂商盈利受到的冲击仍将是微小的。预计 3、4 季度, 价格的下降会逐步传导

至厂商层面，再加上原材料价格的可能上升，盈利能力存在下降的可能。

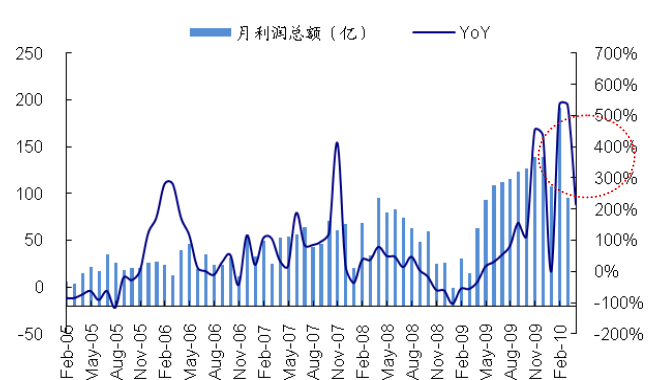
由于目前供需关系是由“紧张”走向“缓和”，即使盈利能力下降，也将相对平缓：近期的供应增长仅是由产量的释放引起的，新建产能仍未大幅增加，供需关系在短期内变化不算剧烈，这意味着行业周期的变动也会相应缓和，而非激烈的利润下滑方式。

图 6：汽车重点企业销售收入及同比增速（2005.1-2010.3）



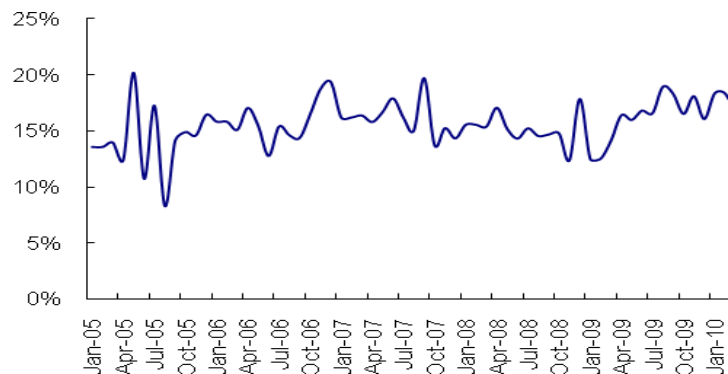
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 7：汽车重点企业利润总额及同比增速（2005.1-2010.3）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 8：汽车重点企业销售毛利率（2005.1-2010.3）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

股价已部分反映，下调轿车行业投资评级至“中性”

随轿车行业周期波动，汽车股超额收益波动明显。历史上，汽车股相对市场表现，基本上与行业周期波动一致，时点上，会提前1至2个季度。我们注意到，平均而言，行业上升周期，轿车整体会大幅跑赢市场指数，行业下降周期，则相反。2008年11月-2009年12月，在本轮轿车行业上升周期，由于供需关系的快速变化，导致市场预期从“较为悲观”快速转向“较为乐观”，整车跑赢市场指数达240个百分点。

表 4: 汽车股历次周期超额收益

	时间阶段	整车相对市场表现	零部件相对市场表现
第一轮上升周期	2002 年 1 月至 2003 年 5 月	54.2%	-7.7%
第一轮下降周期	2003 年 6 月至 2005 年 12 月	-35.1%	-23.5%
第二轮上升周期	2006 年 1 月至 2008 年 2 月	176.2%	149.5%
第二轮下降周期	2008 年 3 月至 2008 年 10 月	-12.6%	-13.9%
本轮上升周期	2008 年 11 月至 2009 年 12 月	244.1%	192.0%
	2010 年 1 月至今	-9.2%	6.1%

数据来源: wind 国信证券经济研究所

长期看,无超额收益,仅适合波段投资。2002 年 1 月至 2008 年 10 月,经历两轮周期波动,汽车整车累计相对市场跑输 19 个百分点。但其中,2006 年 1 月至 2008 年 2 月行业上升周期阶段,整车跑赢整个市场 176 个百分点。这意味着,长期而言,行业整体难以胜出市场,但在行业上升周期阶段,其超额收益的吸引力是巨大的。投资轿车股的关键是把握住周期波动的拐点,取得阶段性的超额收益。

表 5: 汽车股历次周期累计超额收益 (2002 年 1 月起计算)

时间阶段	整车累计相对市场表现	零部件累计相对市场表现
2002 年 1 月至 2003 年 5 月	54.2%	-7.7%
2002 年 1 月至 2005 年 12 月	-12.7%	-26.4%
2002 年 1 月至 2008 年 2 月	54.5%	-33.0%
2002 年 1 月至 2008 年 10 月	-18.6%	-45.2%
2002 年 1 月至 2009 年 12 月	175.8%	29.0%
2002 年 1 月至今	108.0%	37.5%

数据来源: wind 国信证券经济研究所

目前股价仍未至最佳买入时点。尽管 2010 年 1 月以来,随着市场预期转为悲观,股价已向下修正,整车跑输市场 9 个百分点,但过去一年多所累积的正超额收益,仍未完全消失,整车 2002 年 1 月至今的累计超额收益仍达到 108%,我们认为,根据历史的股价波动规律,这一超额收益终会修正至 0 附近。从行业基本面的演变情况看,目前也不是买入轿车股的最佳时点。

建议配置盈利更为抗跌的优质零部件企业

轿车行业周期波动时,整车的盈利弹性一般高于零部件企业。原因有二:【1】零部件的价格调整往往较整车更为滞后,从整车的价格变动传导至所有零部件企业,需要 1-2 个季度的时间,而盈利能力高、议价能力强的零部件企业,则受到的影响会更小;【2】优秀零部件企业,利润率较高,如华域汽车的主要盈利贡献子公司平均净利率达到 8-10%,一汽富维旗下的富奥江森自控、天津英泰净利率达到 12-18%,相较于整车行业平均 5-6%的净利率水平,同样降价导致利润率下滑 1-2 个百分点,零部件的利润波动幅度比整车要小得多。

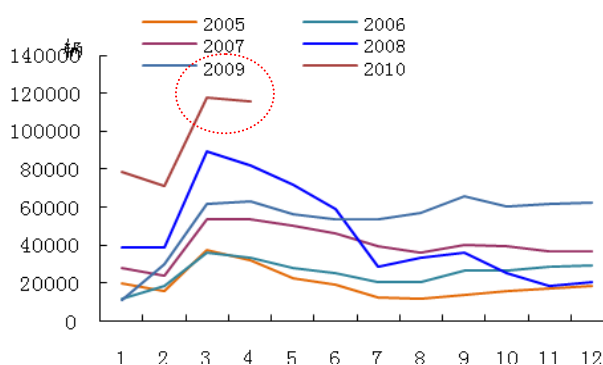
推荐的投资组合为：华域汽车、一汽富维、新朋股份、一汽轿车。其中，华域汽车、一汽富维具备高盈利能力的零部件资产，目前估值水平约在 10 倍 PE 左右，我们认为，即使轿车行业周期向下，其盈利抗跌能力仍较强，目前市场给予其与轿车整车接近的估值水平，过于悲观。新朋股份即将进入上海大众四门两盖冲压件的配套市场，将在 2012 年促使公司收入、盈利大幅增长，其远期前景相当明朗。而长期看，一汽轿车整体上市仍是值得博弈的投资机会。

重卡：高处不胜寒

需求至近年高峰

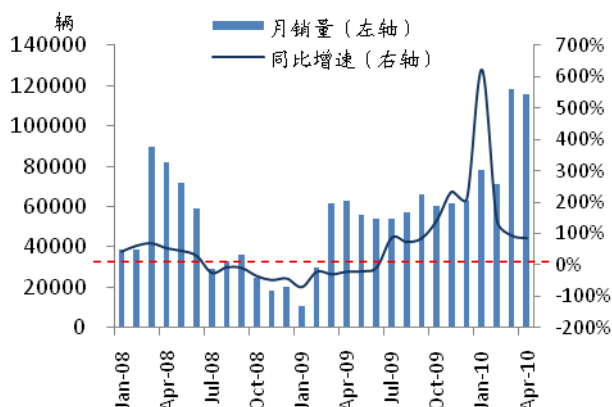
2010年1至4月，重卡销售出现井喷，达到近年来的最高点。1-4月重卡销售38.3万辆，同比增长132%，销售火爆。从细分车型看，半挂牵引车、重型载货车、重卡底盘销售均较旺盛，表明，其需求是基建投资与物流运输共同推动的，其中，半挂牵引车销售占比略有下降，一方面是季节性原因，工程用车年初集中采购，另一方面，也可能隐含了目前投资需求的推动力量更强。

图9：重卡销量的季节性波动（2005.1-2010.4）



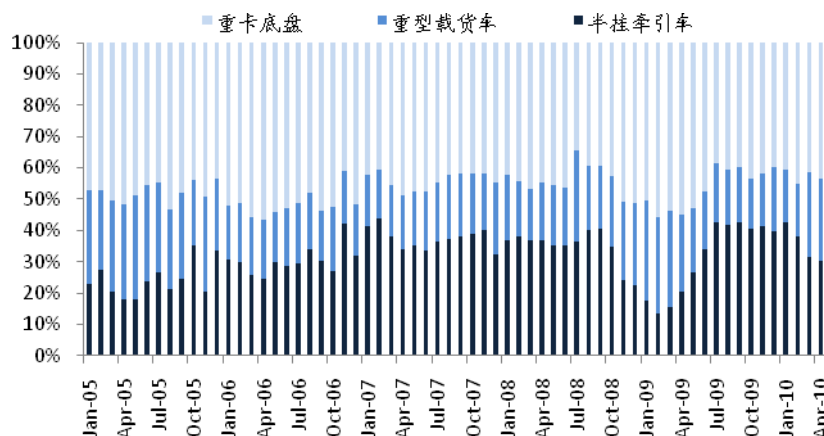
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图10：重卡月销量及同比增速（2008.1-2010.4）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图11：重卡销量结构变化（2005.1-2010.4）

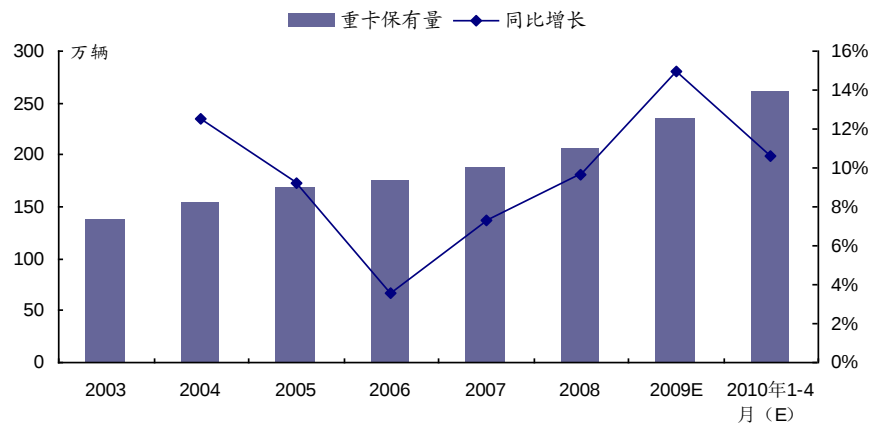


资料来源：国信证券经济研究所

我们关心的是：未来一年重卡行业会怎么走？我们认为，分析重卡需求变化的首要，在于分析基建、物流运输对重卡运力需求（粗略的，以重卡保有量衡量）变化的影响。

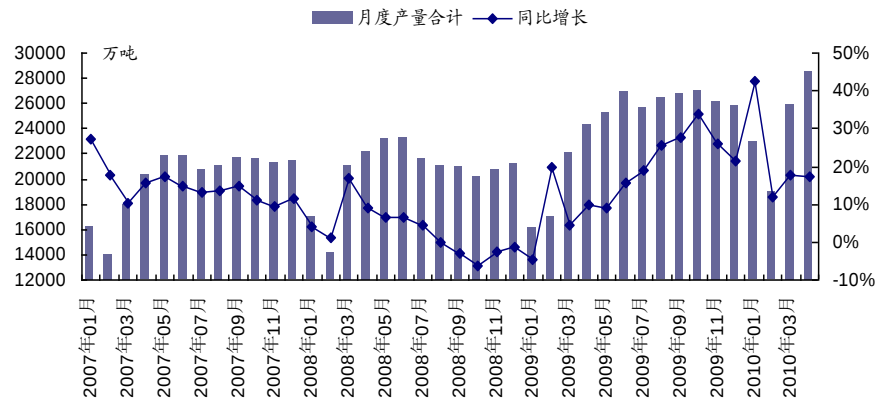
2Q09-1Q10，得益于投资拉动和物流需求复苏，重卡保有量增速达到近年高点。2008 年之前，国内重卡保有量的年增幅大致在 8-10%的范围，这与国内主要以重卡为运输工具的投资品（钢铁、水泥）产量增速、国内物流货运量增速大体是一致的。但我们看到，2009 年，重卡保有量创纪录的增长了约 15%以上，2010 年以来的仅前 4 个月，预计重卡保有量较 2009 年末又增长约 10%。2009 年以来重卡需求快速变化的背景是：【1】投资品产量的突然上升。以水泥为例，2009 年 4 月起，水泥月度产量从过去两年的 1.2 亿吨/月的中轴骤然升至 1.5 亿吨/月，这可能来自经济刺激政策对基建投资等的拉动，相应导致了 2009 年 3 月起，工程用重卡的先行复苏。2010 年 4 月，水泥当月产量进一步上升至 1.6 亿吨，达到新高，进一步刺激了重卡的需求，解释了近期工程用重卡需求的旺盛；【2】2Q09 起，物流用车逐步回暖。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 辆的月销量水平。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。

图 12：重卡保有量及增长（2003-2010.1-4）



资料来源：CAAM 国信证券经济研究所

图 13: 主要投资品产量合计 (钢铁、水泥) (2007.1-2010.4)



资料来源: 国家统计局 国信证券经济研究所

目前重卡的需求水平能够维持吗？我们认为很难。2009 年以来，国内重卡保有量增长了 30%，我们认为这不是一个常态。尤其是，未来几个季度，重卡需求存在隐忧：我们担心，房地产行业景气度下降，会导致住宅建设投资需求的下降；在目前实体经济转热的背景下，经济刺激政策也可能会逐步退出。

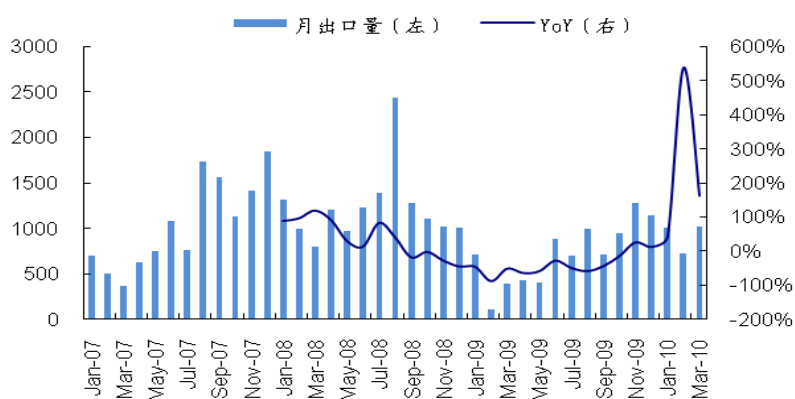
常态是个什么样的水平？在实际 GDP 增速维持在 8-10% 的假设下，水泥等投资品的产量、货运物流量的增速也大体维持在这一幅度，这意味着正常年份，重卡保有量的增速也大致在 10% 左右，对应着 25-30 万辆左右的保有量增量。目前 200 多万辆的保有量，意味着每年的报废换车需求在 30-40 万辆之间，因而，我们判断，未来 3 年，年重卡需求量在 60-70 万辆之间，当然，下游需求变化可能会导致不同月份重卡销量的大幅变动。2010 年 1-4 月重卡销量已经超出了正常年份年销量水平的 50% 以上，我们认为很难持续下去。

下调重卡行业投资评级至“中性”。

大中客：更弱的周期性

大中客月出口量逐步恢复：1Q10 累计出口 2751 辆，同比增长 127.5%。目前月出口量的中轴已由 2009 年全年的 700 辆的水平上升至 1000 辆左右的水平。自 4Q09 起，大中客出口已进入改善通道中，预计 2010 年中大客出口仍将持续改善。

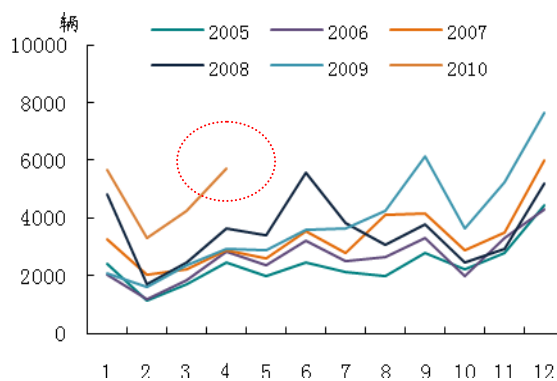
图 14：大客月出口量及同比增速（2008.1-2010.3）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

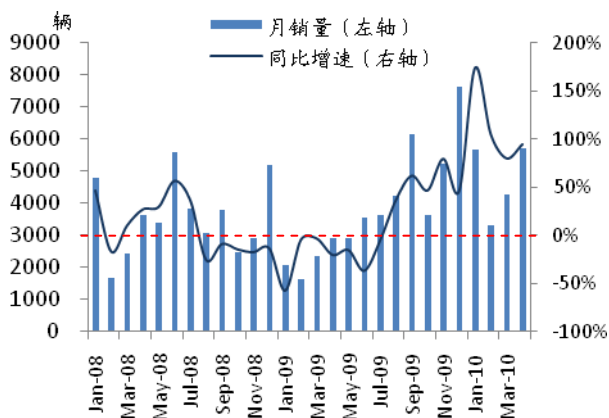
内需稳步增长：相对于轿车、重卡而言，大中客的周期性更弱。除了 2H08-1H09，受国 III 因素推行、全球金融危机的影响，大中客需求出现下滑外，大部分时期，行业整体仍表现为稳定增长，近几个季度，内需快速恢复，并在创下新的高点。由于基数的原因，近两个季度，月度销量增速很高，达到 50% 以上，但我们认为，很快会回复到 10% 左右的正常增速水平。

图 15：大客销量的季节性波动（2006.1-2010.4）



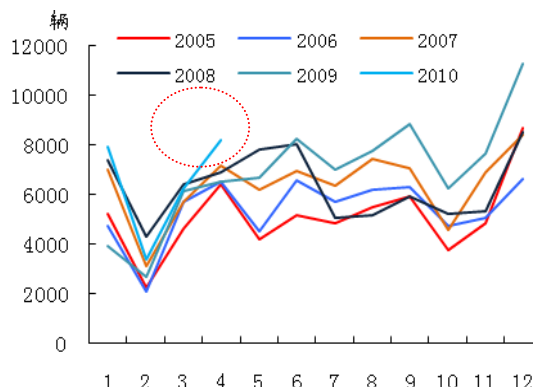
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 16：大客月销量及同比增长（2008.1-2010.4）



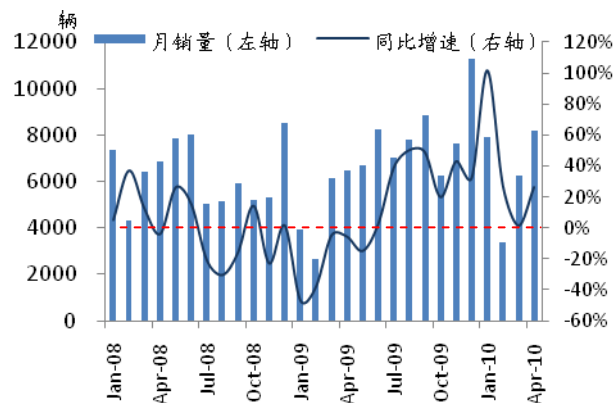
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 17: 中客销量的季节性波动 (2006.1 - 2010.4)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

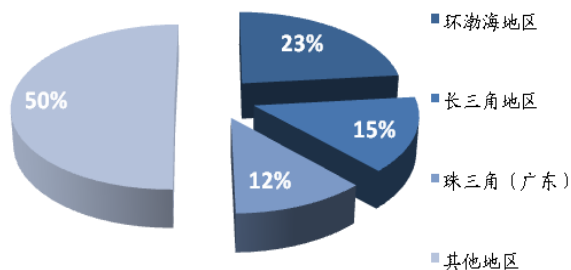
图 18: 中客月销量及同比增长 (2008.1-2010.4)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

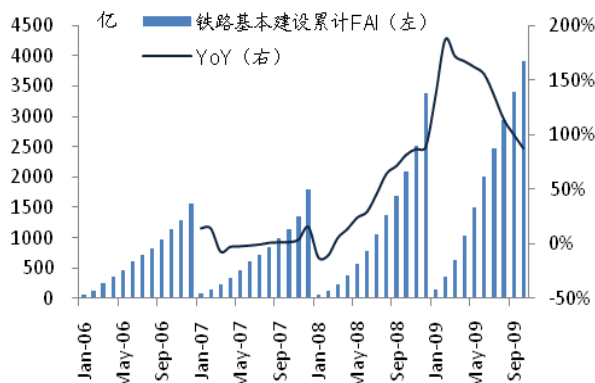
中期大中客面临铁路运营冲击。近年铁路建设提速, 2008-2012 年进入客运专线集中投入运营期间, 五年间有二十余条客运专线投入运营, 且大部分集中于公路运输较为发达的地区。我们认为动车组中期会对上述区域的大客需求形成冲击。

图 19: 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 20: 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

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	404	2003
	京津城际客运专线	北京—天津	120	2008
	胶济客运专线	青岛—济南	363	2008
	石太客运专线	石家庄—太原	189	2009
	京石客运专线	北京—石家庄	281	2011
	哈大客运专线	哈尔滨—大连	902	2012
长三角地区	合宁客运专线	合肥—南京	166	2008
	甬台温客运专线	宁波—温州	282	2009
	温福客运专线	温州—福州	321	2009
	京沪客运专线	北京—上海	1318	2012
	宁杭客运专线	南京—杭州	249	2012
	广东省	武广客运专线	武汉—广州	995
广深港客运专线		广州—深圳	105	2010
广珠城际线		广州—珠海	141	2010

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。

省份/城市	人数 (approx.)
广东	118
山东	65
江苏	62
河南	55
四川	50
辽宁	48
浙江	45
北京	44
湖北	40
上海	38
黑龙江	38
湖南	36
安徽	35
广西	28
新疆	25
吉林	24
山西	22
陕西	21
重庆	20
福建	20
内蒙古	18
江西	18
云南	18
天津	16
甘肃	15
贵州	15
海南	8
宁夏	5
青海	4
西藏	2

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，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。

2010 年大中客行业盈利增长明朗，未来几年会稳步上升，但要警惕铁路投资的冲击，目前仍是汽车行业中的防御性品种。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。

宇通客车是我们大中客行业中的首选。

推荐的投资组合

我们建议配置具备防御性、盈利抗跌的汽车股：

- 优质零部件子公司——华域汽车、一汽富维、新朋股份；
- 周期性较弱的整车企业——江铃汽车、宇通客车。
- 长期看，一汽轿车整体上市仍是值得博弈的投资机会。

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
	2010-5-28	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
一汽轿车	17.45	1.00	1.36	1.53	17.4	12.8	11.4	3.7	3.1	2.6	推荐
华域汽车	8.44	0.59	0.89	0.97	14.2	9.6	9.2	1.8	1.6	1.4	推荐
一汽富维	18.55	1.68	2.10	2.40	11.1	8.8	7.7	2.4	2.0	1.7	谨慎推荐
新朋股份	19.77	0.50	0.90	1.10	39.2	22.0	18.0	2.9	2.7	2.4	谨慎推荐
江铃汽车	18.87	1.22	1.82	2.03	15.4	10.4	9.3	3.4	2.7	2.3	谨慎推荐
宇通客车	15.86	1.08	1.28	1.48	14.6	12.4	10.7	3.8	3.1	2.6	谨慎推荐
上海汽车	17.27	1.01	1.50	1.50	17.2	11.5	11.5	2.7	2.3	2.0	谨慎推荐
一汽夏利	8.07	0.11	0.32	0.38	73.3	25.2	21.2	3.7	3.4	3.0	谨慎推荐
潍柴动力	59.82	4.09	5.21	5.22	14.6	11.5	11.5	4.2	3.4	2.8	谨慎推荐
银轮股份	19.99	0.54	0.88	0.92	37.0	22.7	21.7	3.9	3.5	3.1	谨慎推荐
福田汽车	18.95	1.13	1.72	1.82	16.7	11.0	10.4	4.3	3.4	2.7	谨慎推荐
中国重汽	19.43	1.02	1.46	1.58	19.0	13.3	12.3	2.9	2.5	2.2	谨慎推荐
威孚高科	14.82	0.79	0.90	1.05	18.8	16.5	14.1	2.9	2.6	2.3	谨慎推荐
长安汽车	10.43	0.46	0.63	0.75	22.5	16.6	13.9	2.8	2.5	2.2	中性
金龙汽车	7.83	0.34	0.45	0.52	23.0	17.4	15.1	2.3	2.1	1.9	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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82133766
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华					
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66022025	李遵庆	0755-82130532	高 宇	0755- 82130876
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568			程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232				
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	