

中性(下调)

夏眠冬收——汽车行业 2010 年中期策略

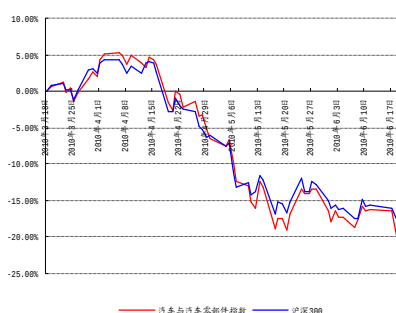
报告摘要:

市场数据

汽车及零部件行业指数	3382.88
三个月涨跌幅	-23.67%
上证综合指数	2427.05
沪深 300 指数	2592.02

我们判断：2010 年是汽车行业恢复常态的 1 年。主要体现在行业产销同比增幅的回落常态，行业销售季节性规律的恢复常态，行业毛利率和月度利润的恢复常态以及乘用车价格变动趋势和产能利用率的恢复常态。

行业相对股价表现



长期看，中国的汽车保有量和销售还有很大的增长空间，汽车行业特别是乘用车行业值得长期看好。但中短期看，由于 2009 年是火爆的 1 年，2010 年是回归常态的 1 年。我们预计 2、3 季度汽车行业的数据将出现环比下降，3 季度单季度行业盈利很可能创出今年全年的低点，4 季度将出现环比回升。事实上，5 月份以来，市场对行业利润的预期已经出现了下调。重卡行业今年基本没有投资机会，客车行业平稳增长，个股配置上建议选择行业龙头公司。

相关研究

《行业高位运行，个股防御特征凸现》，2010 年 5 月 12 日

《5 月汽车产销环比继续回落》2010 年 6 月 9 日

我们下半年汽车行业的投资策略可以概括为“夏眠冬收”。3 季度末是一个不错的买点。乘用车行业我们推荐一汽轿车、上海汽车；商用车行业推荐福田汽车、江铃汽车、宇通客车；零部件行业推荐潍柴动力、威孚高科。从主题投资角度看，新能源汽车是今后数年一个主要命题，但主要投资机会不在整车制造行业 and 传统零部件行业，我们暂时仅推荐万向钱潮。

分析师:

牛鹏云 (S0850107122525)

8621-68761616-8512

niupy@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

重点公司盈利预测和投资评级

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	09EPS (元)	10EPS (元)	11EPS (元)	09PE (倍)	10PE (倍)	11PE (倍)	投资 评级
600104	上海汽车	12.26	1044.73	1.01	1.05	1.29	12.14	11.68	9.5	增持
000800	一汽轿车	16.4	266.91	1	1.36	1.61	16.4	12.06	10.19	买入
600166	福田汽车	17.91	164.13	1.13	1.65	1.93	15.85	10.85	10.16	买入
000951	中国重汽	18.66	78.26	1.02	0.95	1.05	18.29	19.64	17.77	卖出
000338	潍柴动力	60.6	504.80	4.09	6.23	6.67	14.82	9.73	9.09	增持
000581	威孚高科	14.6	82.82	0.79	1.13	1.4	18.48	12.92	10.43	增持
000550	江铃汽车	18.95	163.58	1.22	1.85	2.13	15.53	10.24	8.9	买入
600066	宇通客车	15.19	78.97	1.08	1.18	1.3	14.06	12.87	11.68	增持
600418	江淮汽车	7.18	92.53	0.26	0.6	0.82	27.62	11.97	8.76	增持
000625	长安汽车	9.59	223.00	0.46	0.85	0.87	20.85	11.28	11.02	卖出
600741	华域汽车	8.37	216.21	0.59	0.67	0.76	14.19	12.49	11.01	增持
000559	万向钱潮	11.27	138.12	0.36	0.43	0.5	31.31	26.21	22.54	增持
600375	星马汽车	15.99	29.98	0.44	1.06	1.2	36.34	15.08	13.33	

目录

一.上半年汽车行业运行情况回顾	4
1、汽车行业总体产销情况——这是最好的时代	4
2、乘用车行业总体产销情况	7
3、商用车行业总体产销情况	11
4、行业收入、利润情况——创历史新高	12
二、上半年汽车行业股票的市场表现——差强人意	14
1、汽车股票为何对行业数据毫不领情？	14
2、从国际、国内视野看，汽车股票估值便宜	16
三、下半年汽车行业前瞻	18
乘用车行业	18
1、未来几个月销售量环比下降成为大概率事件	18
2、价格战目前虽仅限于经销商端，但是否会蔓延到企业端值得密切关注	19
3、供求关系和 2009 年相比已经明显宽松	20
商用车行业	22
1、重卡是确定性最高的子行业——前高后低已成定局	22
2、客车行业——平稳增长是主基调	24
四、汽车行业策略小结	24

图表

一.上半年汽车行业运行情况回顾	4
二、上半年汽车行业股票的市场表现——差强人意	14
三、下半年汽车行业前瞻	18
四、汽车行业策略小结	24
图 1 2006-2010 年我国汽车行业月度销售情况	4
图 2 2003-2010 年我国汽车行业年度销售情况	5
图 3 2010 年前 5 月汽车销售前十位的企业销售情况及增速	6
图 4 我国汽车行业近 3 年来销售同比增长情况	6
图 5 2005-2010 年我国乘用车行业月度销售情况	7
图 6 2005-2010 年我国轿车行业月度销售情况	8

图 7 2005-2010 年我国 MPV 子行业月度销售情况	8
图 8 2005-2010 年我国 SUV 子行业月度销售情况	9
图 9 2010 年前 5 月乘用车销售结构	10
图 10 2010 年前 5 月轿车销售结构	10
图 11 2010 年前 5 月乘用车销售前十位的企业销售情况及增速	10
图 12 2006-2010 年重卡月度销售情况	11
图 13 2006-2010 年大中客车月度销售情况	12
图 14 2010 年前 5 月商用车销售前十位的企业销售情况及增速	12
表 1 汽车行业重点企业收入增长率	13
表 2 汽车行业重点企业利润总额增长率	13
表 3 汽车工业重点企业（集团）月度收入、利润增长水平	13
图 15 汽车整车上市公司的整体毛利水平	14
图 16 汽车行业 2010 年上半年 A 股市场表现	15
图 17 GICS 二级行业 2010 年上半年 A 股市场表现（涨跌幅 %）	15
图 18 市场对 2010 年 A 股行业净利润的预期和行业指数的表现对照（左轴 A 股行业净利润 单位：万）	16
图 19 市场对 2010 年 A 股行业 ROE 的预期和行业指数的表现对照	16
图 20 汽车及零部件行业和市场整体估值水平对比（以 2009 年年报业绩为准）	17
图 21 汽车及零部件行业历史估值水平（以上年年报业绩为准）	17
表 4 A 股主要汽车行业公司和国际上市公司的估值比较（2010 年 6 月 25 日收盘价格）	17
图 22 2010 年上半年 A 股市场表现	19
图 23 上海商品住宅成交面积（万平方米）	19
图 24 汽车销售价格当月环比指数	20
表 5 部分乘用车企业 2010 年排产计划	21
图 25 汽车行业产能利用率	22
图 26 2010 年单月房屋新开工面积（6 月及后是预计）	23
图 27 PMI 指数（采购量）	23
图 28 重卡的成本构成	23
图 29 重卡的需求结构	23
图 30 公路客运量和周转量（亿人、亿人公里）	24
图 31 公路客运量和周转量同比增长	24
表 6 行业利润、市场估值水平和利润预期变动（2010 年 6 月 28 日市场预期，时间区间为 5 月 28 日-6 月 28 日）	25
表 7 重点覆盖公司盈利预测和投资评级（2010 年 6 月 25 日收盘）	25

一.上半年汽车行业运行情况回顾

1、汽车行业总体产销情况——这是最好的时代

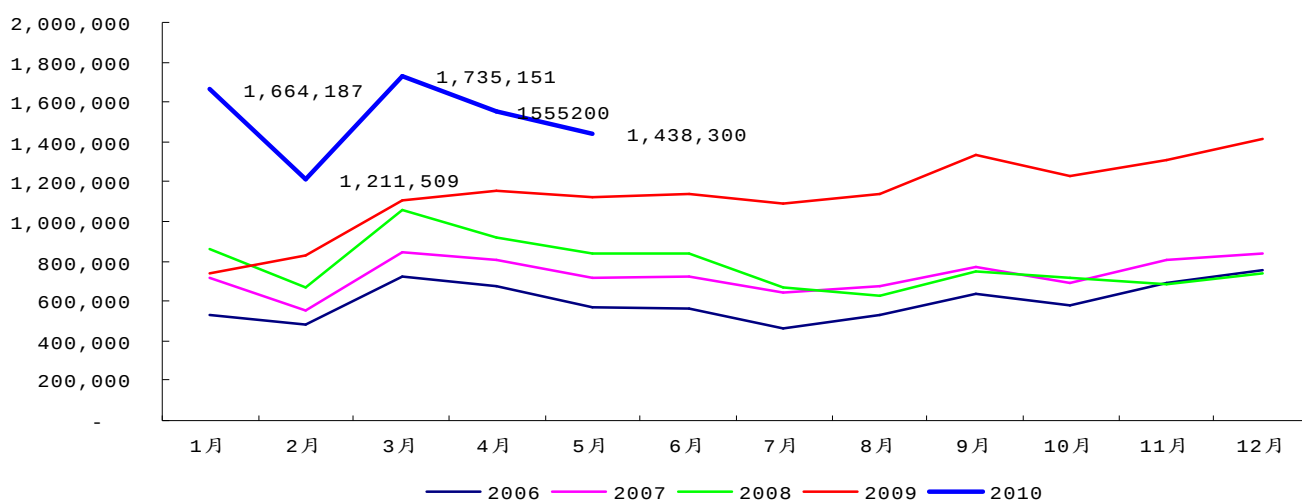
如果要用一句话概括2010年上半年汽车行业的运行情况，我们认为应该是“这是最好的时代”。说它是最好的时代，主要是从行业产销情况、行业毛利水平、收入利润水平、行业固定资产投资、行业产能利用率、行业库存等诸方面考察下来给予的综合评价。

2010年1-5月，汽车产销753.58万辆和760.41万辆，同比增长55.59%和53.25%。乘用车产销563.75万辆和567.80万辆，同比增长60.09%和55.06%；商用车产销189.83万辆和192.61万辆，同比增长43.61%和48.13%。

2010年1-5月，基本型乘用车（轿车）产销387.79万辆和388.29万辆，同比增长55.54%和49.14%；多功能乘用车（MPV）产销17.51万辆和17.48万辆，同比增长均为1.1倍；运动型多用途乘用车（SUV）产销47.82万辆和47.57万辆，同比增长1.5倍和1.4倍；交叉型乘用车产销110.63万辆和114.46万辆，同比增长47.31%和47.63%。

商用车方面：1-5月，客车产销13.66万辆和13.86万辆，同比增长46.94%和44.34%；货车产销124.01万辆和125.91万辆，同比增长30.88%和35.75%；半挂牵引车产销16.27万辆和16.74万辆，同比增长3.2倍和2.9倍；客车非完整车辆产销3.44万辆和3.42万辆，同比增长20.46%和21.24%；货车非完整车辆产销32.45万辆和32.68万辆，同比增长51.38%和59.31%。

图1 2006-2010年我国汽车行业月度销售情况

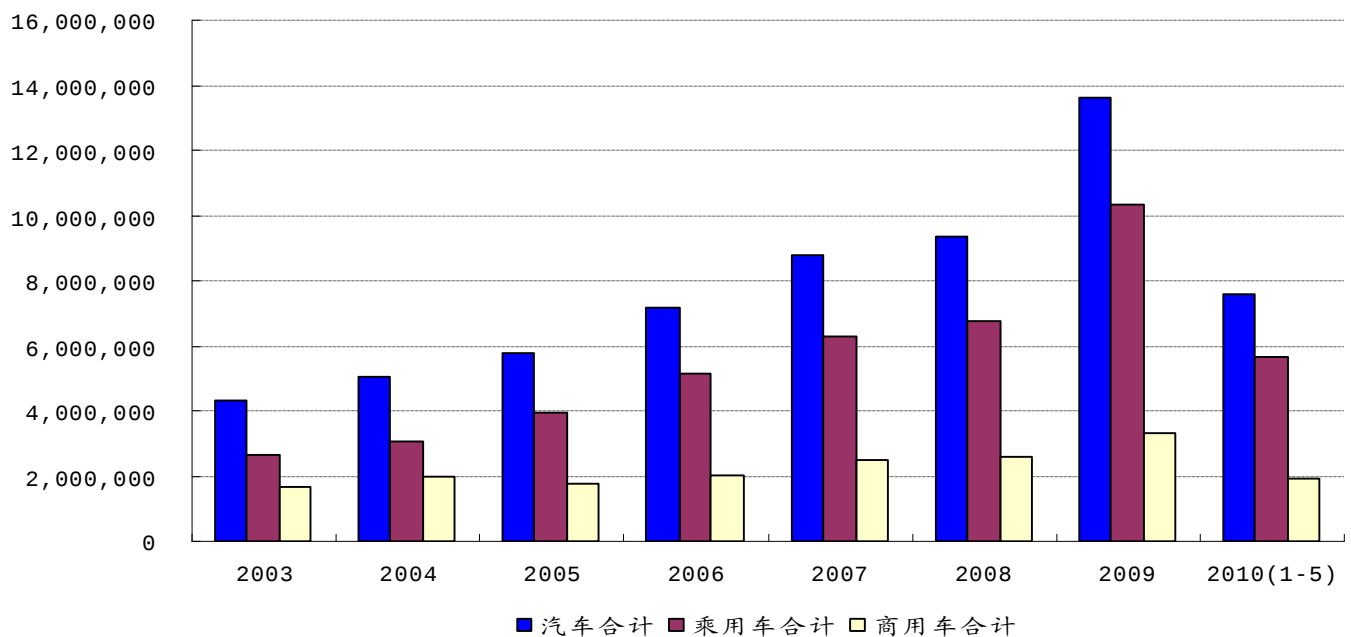


资料来源：中国汽车工业协会

2009年是一个特殊的年份。在这一年里，由于一些特殊的因素叠加，使中国汽车行业过去年份的一些行业规律在2009年统统不复存在。一般而言，中国汽车行业销售存在明显的季节性：全年3月份、9月份、11、12月份是旺季，5-8月是淡季，全年销售曲线呈现波浪型态势。2009年，由于08年金融危机被压抑的需求释放、小排量汽车购置税优惠、汽车下乡、以旧换新等政策刺激，汽车销售呈现淡季不淡，旺季更旺的特征，月度销售曲线呈现了单边上扬的态势。到2009年4季度，月度汽车销售迈上了120万辆的水平。中国汽车销售以年销售1364万辆的水平第一次成为世界第一汽车产销大国。

更加可贵的是：在汽车产销双双创出新高以后，进入2010年，汽车产销在2009年井喷的基础上继续保持高速增长。今年前5个月，汽车产销的月度平均水平跨上了150万辆的水平，达到750万辆的水平。总体上看，汽车行业的周期性已经比较弱，呈现出成长性行业的特征。

图 2 2003-2010 年我国汽车行业年度销售情况

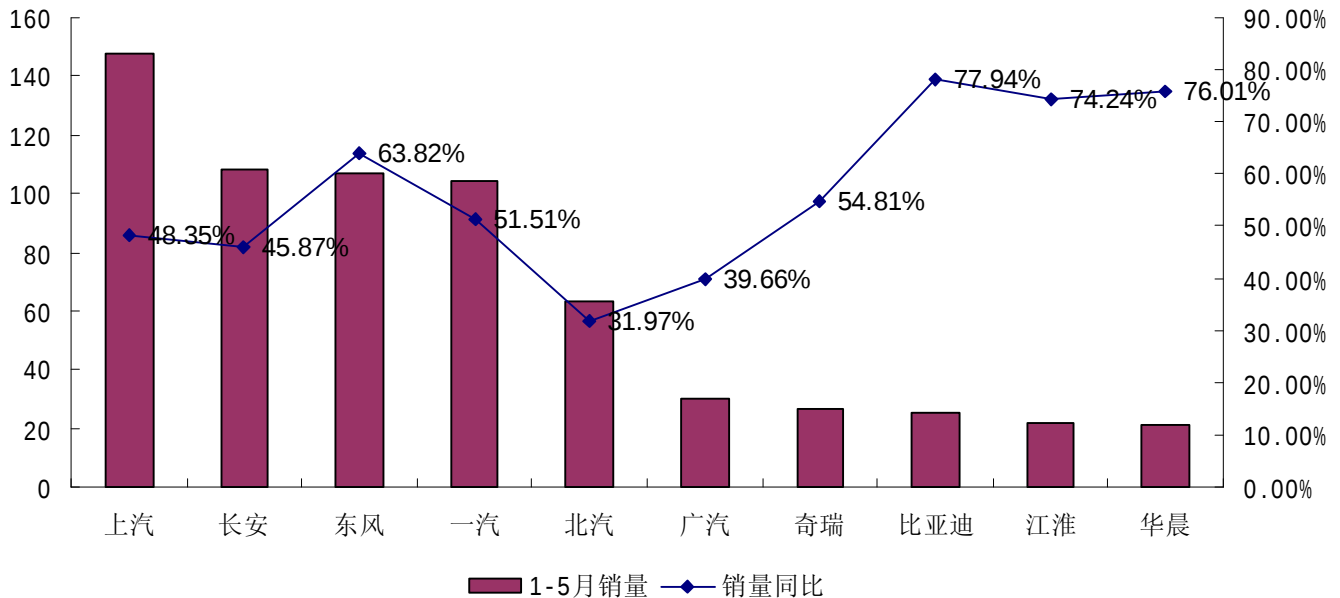


资料来源：中国汽车工业协会

从企业销售格局看，2010年前5个月，长安集团明显比2009年的行业地位有所提高。1-5月，销量排名前十位的汽车生产企业依次是：上汽、长安、东风、一汽、北汽、广汽、奇瑞、比亚迪、江淮和华晨，分别销售147.94万辆、108万辆、106.68万辆、104.10万辆、63万辆、29.75万辆、26.84万辆、25.37万辆、21.80万辆和21.17万辆，同比分别增长48.35%、45.87%、63.82%、51.51%、31.97%、39.66%、54.81%、77.94%、74.24%

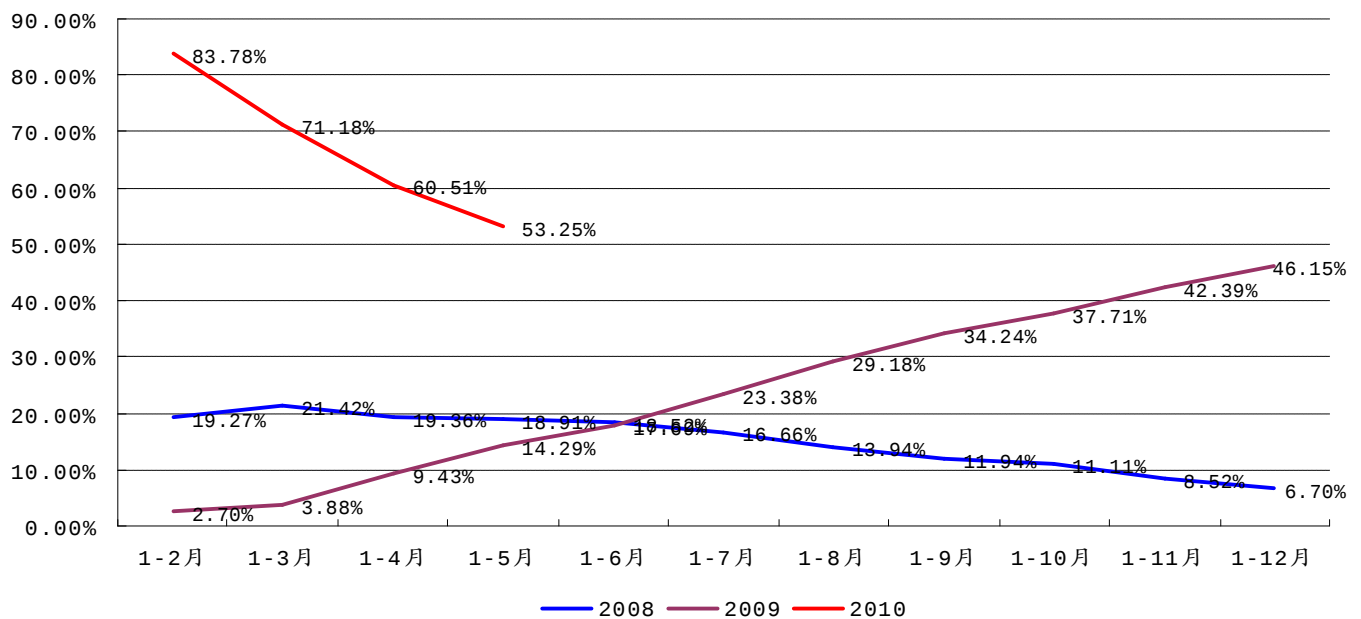
和 76.01%。1-5 月，上述十家企业共销售汽车 654.65 万辆，占汽车销售总量的 86%。

图 3 2010 年前 5 月汽车销售前十位的企业销售情况及增速



资料来源：中国汽车工业协会

图 4 我国汽车行业近 3 年来销售同比增长情况



资料来源：中国汽车工业协会 德邦证券研究所

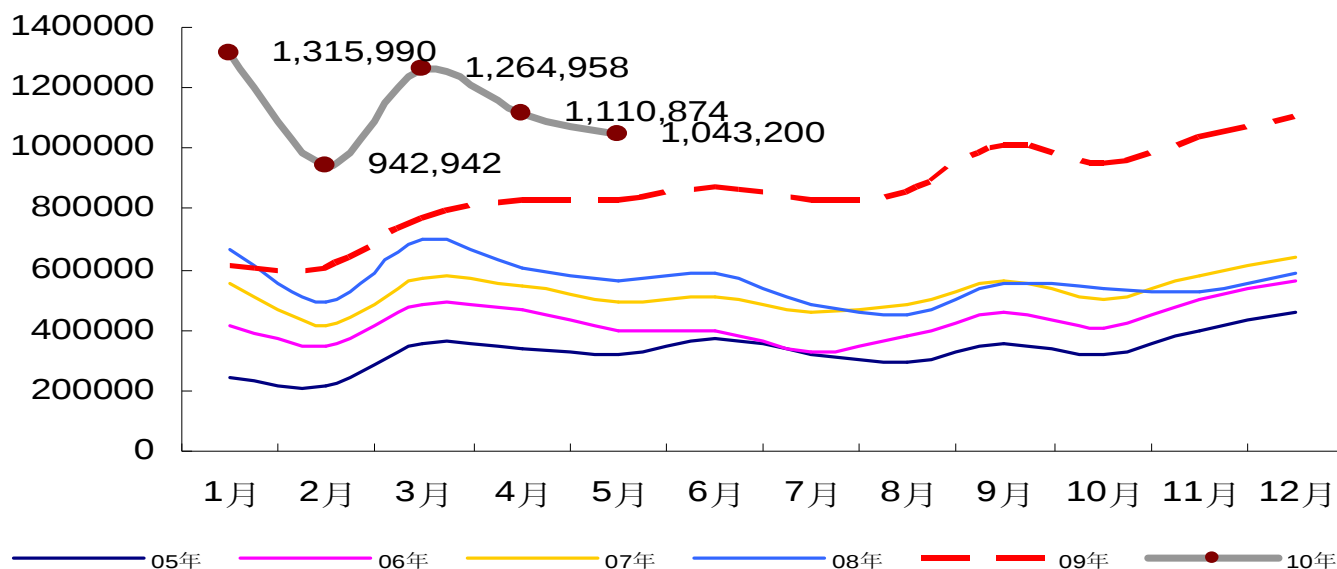
截至 5 月底，汽车企业库存（不包括零售环节的库存）为 51.34 万辆，比月初下降 3.41 万辆，比年初库存下降 7.36 万辆。在月度产量 150 万辆的规模情况下，我们认为，现在各企业非常重视产销平衡，能够合理安排生产计划，目前企业库存处于合理水平。

分车型情况看，乘用车和商用车库存均有所下降，其中，乘用车下降较为明显。5 月底乘用车库存 32.14 万辆，比月初下降 2.23 万辆，其中，轿车库存 21.06 万辆，比月初下降 1.33 万辆；商用车 5 月底库存为 19.20 万辆，比月初下降 1.19 万辆，其库存下降已经持续了三个月。

2、乘用车子行业总体产销情况

1-5 月，基本型乘用车（轿车）产销 387.79 万辆和 388.29 万辆，同比增长 55.54% 和 49.14%；多功能乘用车（MPV）产销 17.51 万辆和 17.48 万辆，同比增长均为 1.1 倍；运动型多用途乘用车（SUV）产销 47.82 万辆和 47.57 万辆，同比增长 1.5 倍和 1.4 倍；交叉型乘用车产销 110.63 万辆和 114.46 万辆，同比增长 47.31% 和 47.63%。

图 5 2005-2010 年我国乘用车子行业月度销售情况

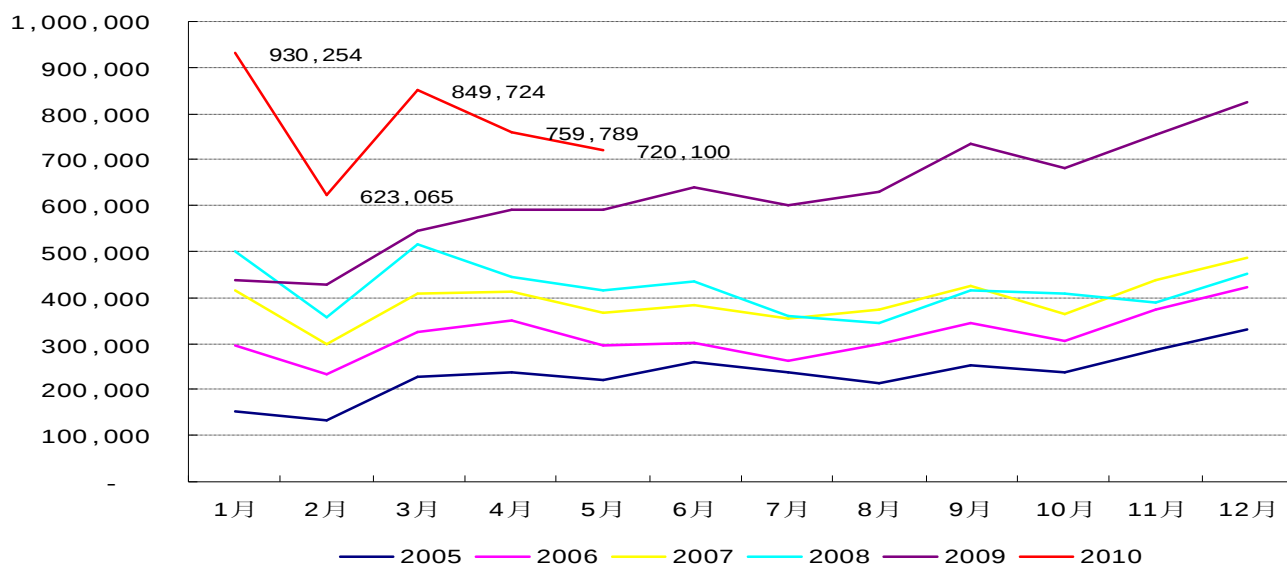


资料来源：中国汽车工业协会

1-5 月，乘用车自主品牌共销售 271.94 万辆，占乘用车销售总量的 47.89%，与上年同期相比，占有率提升 1.91 个百分点。日系、德系、美系、韩系和法系分别销售 109.78 万辆、72.87 万辆、57.15 万辆、41.04 万辆和 15.01 万辆，占乘用车销售总量的 19.33%、

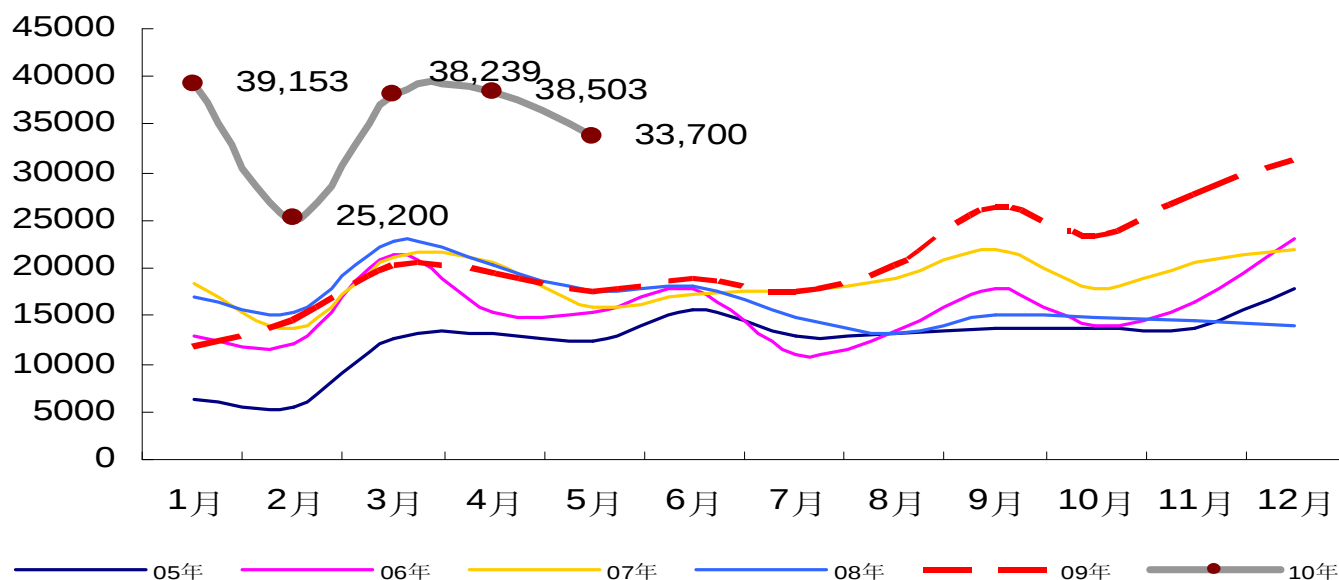
12.83%、10.07%、7.23%和 2.64%，与上年同期相比，日系、德系和韩系呈一定下降，其它国别略有增长。

图 6 2005-2010 年我国轿车子行业月度销售情况



资料来源：中国汽车工业协会

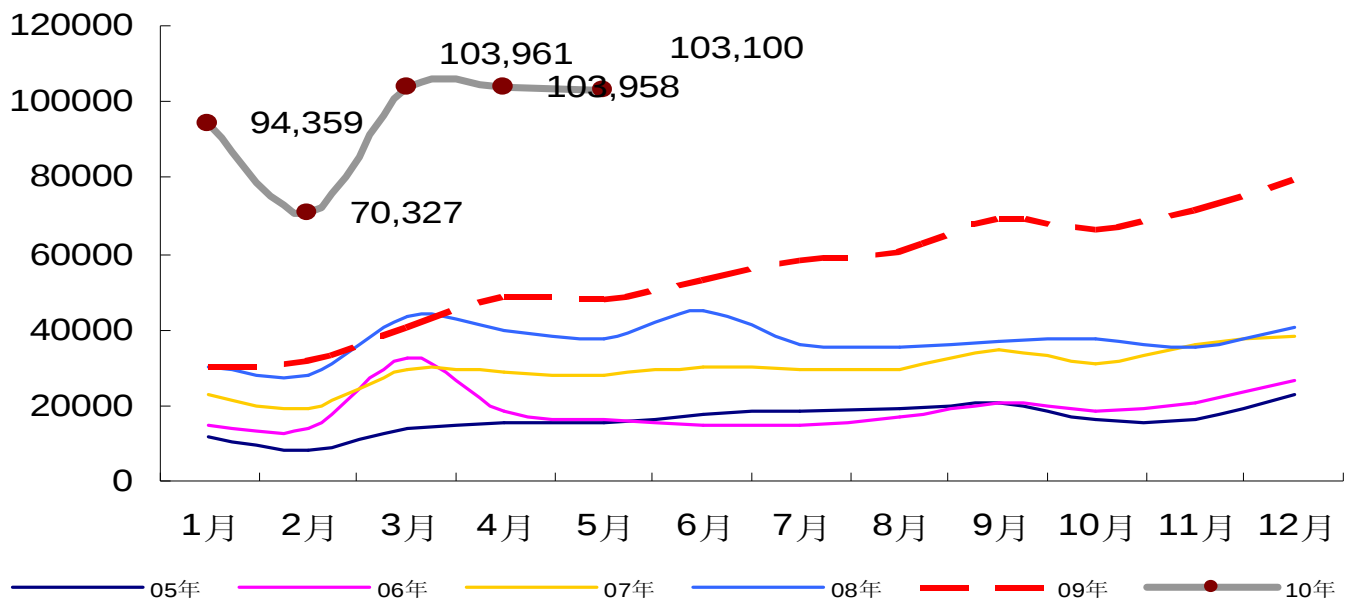
图 7 2005-2010 年我国 MPV 子行业月度销售情况



资料来源：中国汽车工业协会

乘用车产销总体增幅略高于商用车。在乘用车子行业内部，我们发现SUV的销售情况已经脱离行业整体销售特征，2季度销售情况尤其好。显示出中国乘用车行业的需求已经开始部分呈现第二辆车的换车需求加快的特征。SUV车未来的放量将对行业提升毛利率形成正面的推动作用。

图 8 2005-2010 年我国 SUV 子行业月度销售情况



资料来源：中国汽车工业协会

1-5 月，自主品牌轿车共销售 124.59 万辆，占轿车销售总量的 32.09%，占有率较上年同期提升 2.38 个百分点。其中排名前十位的自主品牌为 F3、夏利、QQ、骏捷、F0、奔腾、悦翔、自由舰、荣威 550 和菱悦，分别销售 13.80 万辆、8.13 万辆、7.13 万辆、6.98 万辆、5.86 万辆、5.81 万辆、5.34 万辆、4.39 万辆、3.99 万辆和 3.26 万辆，与上年同期相比，自由舰略有下降，QQ 增速较低，其它品牌均呈较快增长，其中悦翔增速更为明显。1-5 月，上述十个品牌共销售 64.69 万辆，占自主品牌轿车销售总量的 51.92%。日系、德系、美系、韩系和法系轿车分别销售 90.12 万辆、69.47 万辆、54.50 万辆、34.60 万辆和 15.01 万辆，占轿车销售总量的 23.21%、17.89%、14.03%、8.91%和 3.87%。与上年同期相比，美系和法系占有率微增，其它国别略有下降。

1-5 月，销量排名前十位的乘用车生产企业依次为：上汽通用五菱、上海通用、上海大众、一汽大众、重庆长安、北京现代、东风日产、奇瑞、比亚迪和一汽丰田，分别销售 53.77 万辆、40.12 万辆、36.27 万辆、33.48 万辆、33.24 万辆、27.46 万辆、27.26

万辆、26.55 万辆、25.37 万辆和 20.72 万辆，同比分别增长 33.99%、80.90%、43.72%、37.56%、59.22%、30.91%、51.18%、53.13%、77.94%和 64.22%。1-5 月，上述十家企业共销售乘用车 324.24 万辆，占乘用车销售总量的 57%。

图 9 2010 年前 5 月乘用车销售结构

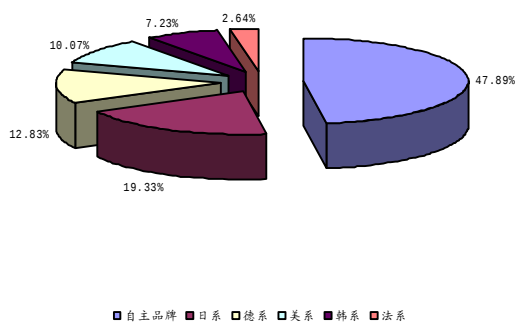
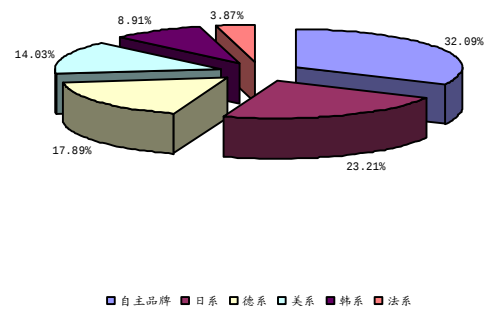
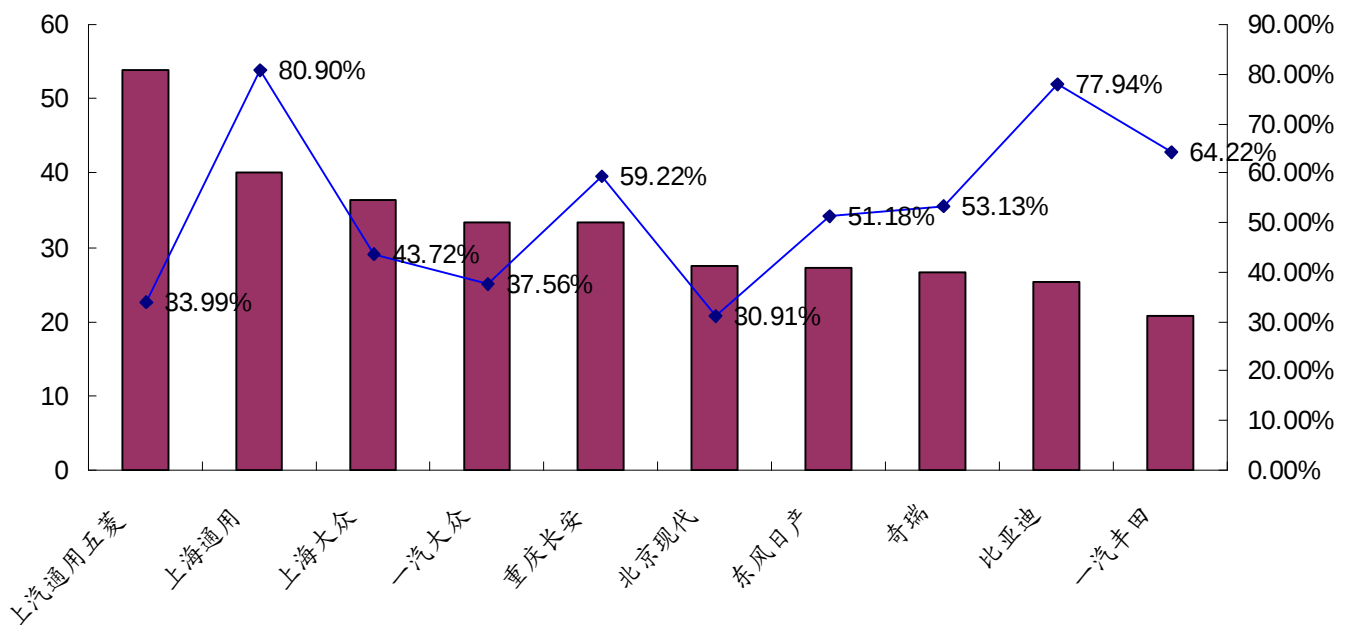


图 10 2010 年前 5 月轿车销售结构



资料来源：中国汽车工业协会

图 11 2010 年前 5 月乘用车销售前十位的企业销售情况及增速



资料来源：中国汽车工业协会

3、商用车子行业总体产销情况

1-5 月，客车产销 13.66 万辆和 13.86 万辆，同比增长 46.94%和 44.34%；货车产销 124.01 万辆和 125.91 万辆，同比增长 30.88%和 35.75%；半挂牵引车产销 16.27 万辆和 16.74 万辆，同比增长 3.2 倍和 2.9 倍；客车非完整车辆产销 3.44 万辆和 3.42 万辆，同比增长 20.46%和 21.24%；货车非完整车辆产销 32.45 万辆和 32.68 万辆，同比增长 51.38%和 59.31%。

1-5 月，销量排名前十位的商用车生产企业依次为：北汽福田、东风、一汽、江淮、重汽、金杯股份、重庆长安、江铃、陕汽和南汽，分别销售 31 万辆、28.77 万辆、18.62 万辆、12.36 万辆、9.89 万辆、8.86 万辆、8.02 万辆、7.12 万辆、5.60 万辆和 5.08 万辆，同比分别增长 33.94%、73.87%、75.20%、54.94%、70.33%、39.01%、22.17%、67.46%、81.64%和 40.48%。1-5 月，上述十家企业共销售商用车 135.32 万辆，占商用车销售总量的 70%。

图 12 2006-2010 年重卡月度销售情况

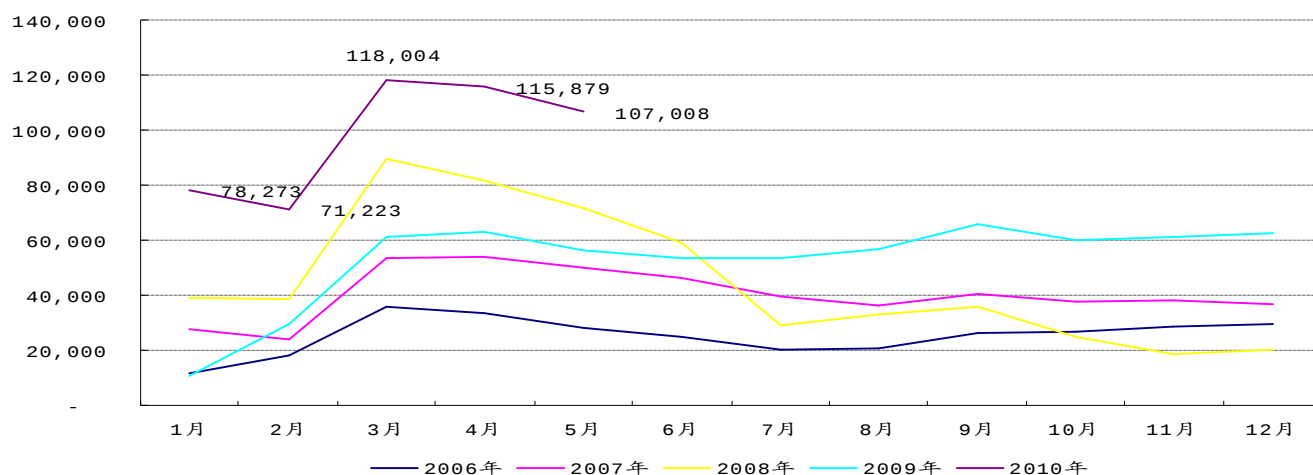
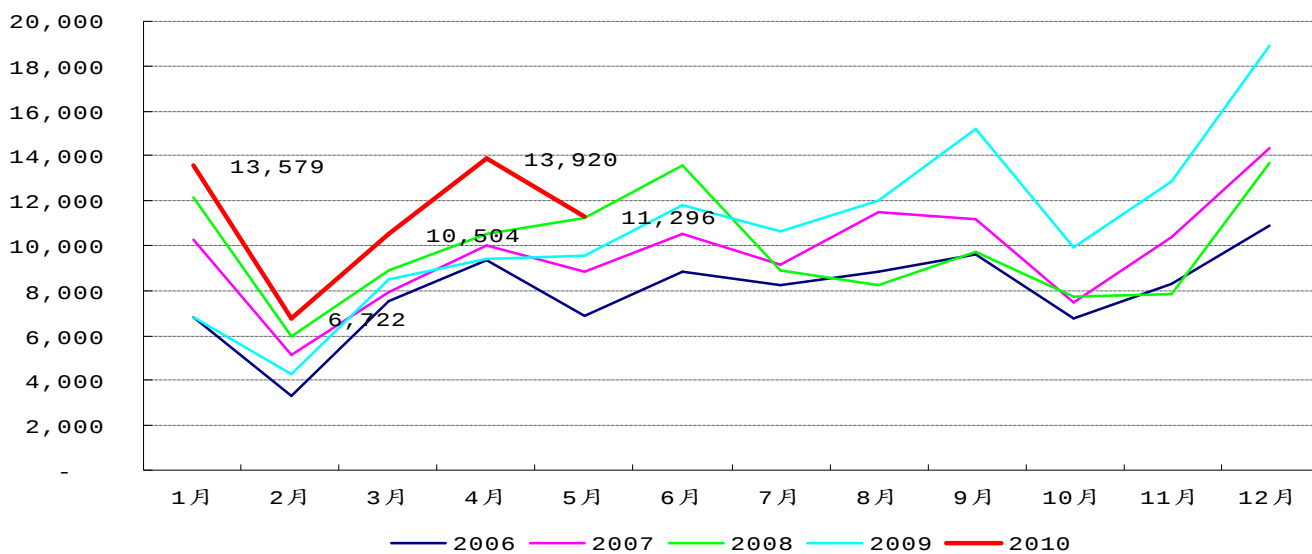
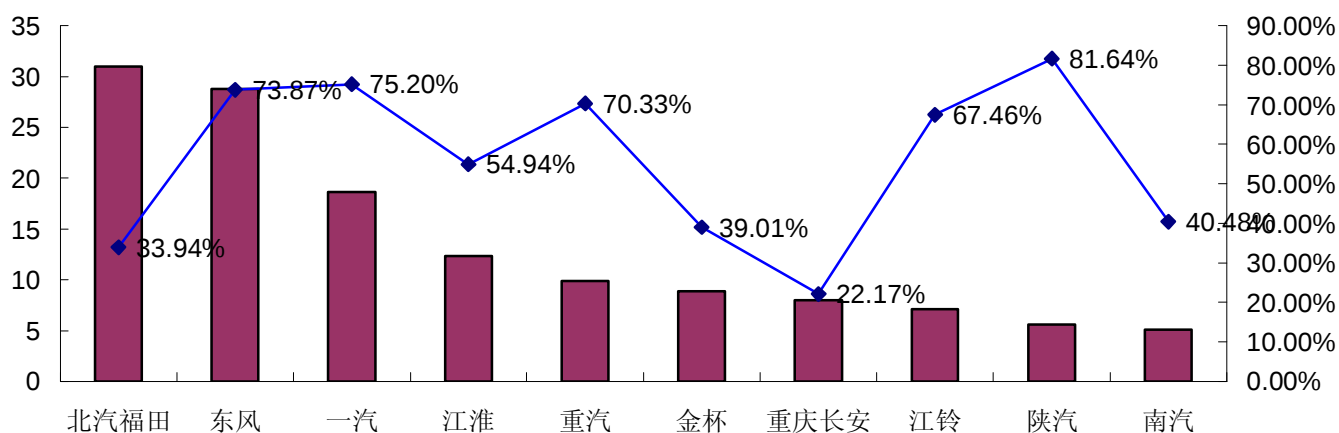


图 13 2006-2010 年中大客车月度销售情况



资料来源:中国汽车工业协会

图 14 2010 年前 5 月商用车销售前十位的企业销售情况及增速



资料来源:中国汽车工业协会

4、行业收入、利润情况——创历史新高

汽车行业在08年到09年上半年经历了比较困难的一段时间。09年下半年,随着汽车销售的逐渐放量,行业收入、利润情况迅速好转。进入2010年以后,行业收入、利润情况继续向好。2010年3月份,行业重点企业利润达到了创新高的近200亿元。4、5月份行业恢复了除09年以外的季节规律,产销量有所下降。但整体行业收入、利润水平还是处

于历史最高水平。

根据我们的统计，截止2010年1季度，汽车上市公司披露出来的整体毛利率达到了近10年来少有的17.5%，上市公司披露的数据和行业协会披露的数据吻合得比较好。

表 1 汽车行业重点企业收入增长率

	1-2 月	1-3 月	1-4 月
2010 年增速	97.62%	85.91%	75.46%
2009 年增速	-17.52%	-14.15%	-10.74%

资料来源：中国汽车工业协会

表 2 汽车行业重点企业利润总额增长率

	1-2 月	1-3 月	1-4 月
2010 年增速	531.00%	346.00%	220.74%
2009 年增速	-59.33%	-48.36%	-27.99%

资料来源：中国汽车工业协会

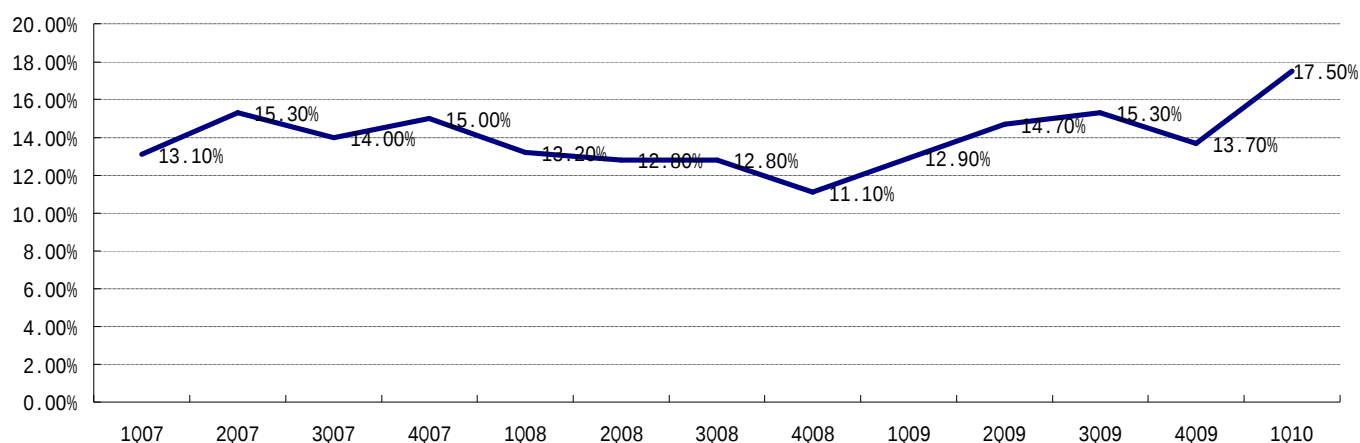
表 3 汽车工业重点企业（集团）月度收入、利润增长水平

	主营业务收入	利润总额	收入增长	利润增长
2009 年 3 月	1140.8	62.7	-9%	-36%
2009 年 4 月	1207.5	92.7	-2%	33%
2009 年 5 月	1191.2	108.8	42%	57%
2009 年 6 月	1299.3	112.5	16%	40%
2009 年 7 月	1242.1	115.7	42%	75%
2009 年 8 月	1318.5	123.5	53%	174%
2009 年 9 月	1531.1	126.7	43%	143%
2009 年 10 月	1390.1	138.8	27%	255%
2009 年 11 月	1526.7	138.9	77%	434%
2009 年 12 月	1735.7	107.4	90%	
2010 年 3 月	1962.2	197.4	72%	215%

2010 年 4 月	1845.7	165.4	53%	78%
------------	--------	-------	-----	-----

资料来源：中经网行业经济数据库

图 15 汽车整车上市公司的整体毛利水平



资料来源：德邦证券研究所

二、上半年汽车行业股票的市场表现——差强人意

1、汽车股票为何对行业数据毫不领情？

股票市场反映预期用在2010年上半年汽车行业股票表现上显得尤其经典。对于汽车股票的投资，市场的回答是：方向比位置更重要。整个行业在09年产销井喷的基础上继续保持50%以上的增长时，汽车行业股票的市场表现却非常令人失望。不仅跑输上证综合指数，也跑输以蓝筹股为代表的沪深300指数。在GICS二级24个行业分类中，上半年A股市场汽车行业表现列倒数第五名。除了09年表现明显好于基准有调整要求以外，我们认为行业表现差的核心原因是市场预期汽车行业峰值已经过去。于是便出现了2010年上半年的有趣现象：当3月份行业数据特别好的时候，市场的理解是高峰就在眼前，行业即将进入调整；当4、5月份行业环比数据出现下降时候，汽车板块似乎理所当然表现疲弱。换言之，无论行业数据如何，市场统统当成利空因素对待。1-3月份，市场对行业2010年的净利润预期一直在增长，行业表现尚可；一旦该预期走平，行业指数4月份进入急跌。

截止到6月18日收盘，以2009年年报数据，汽车及零部件行业PE为24.93，全A股市

场对应PE水平为22.12。从整体看，汽车行业的PE水平相对并不低。从汽车行业自身历史的情况看，行业表现好的时期往往是PE由高往低的过程中，PE处于历史低位时候，股票表现往往并不突出。从这个角度讲：汽车股未来的投资机会可能并不理想。

图 16 汽车行业 2010 年上半年 A 股市场表现

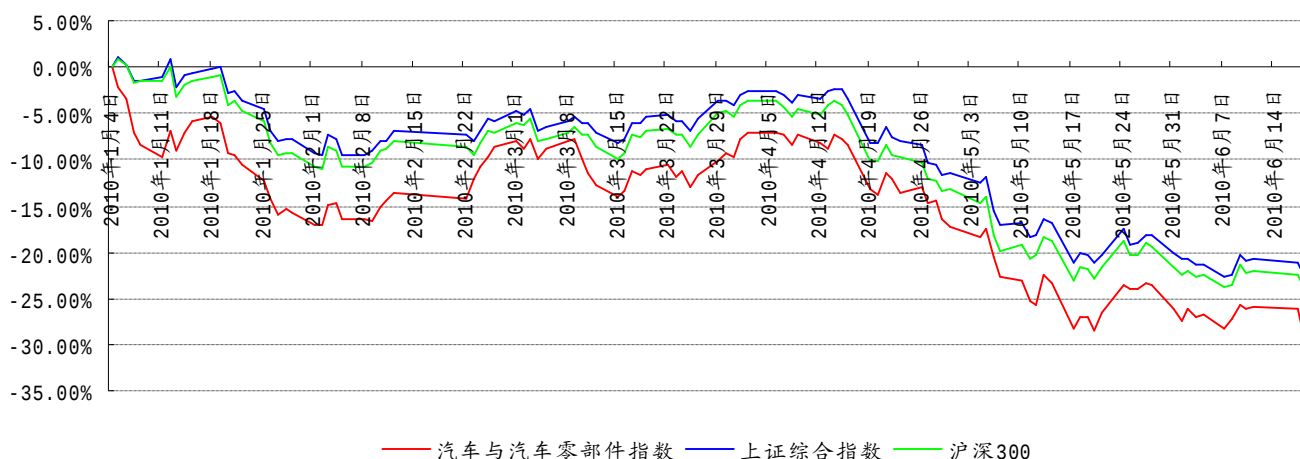


图 17 GICS 二级行业 2010 年上半年 A 股市场表现（涨跌幅 %）

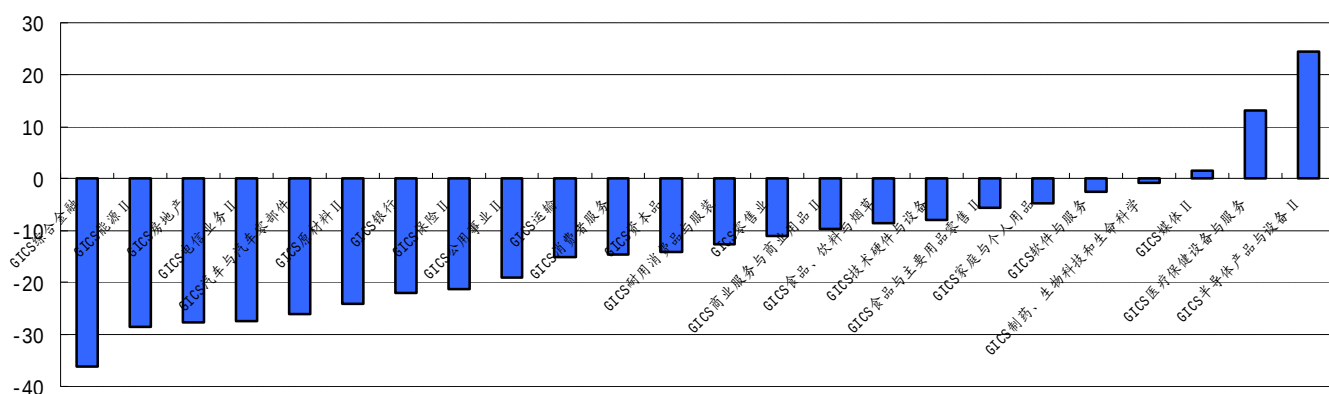


图 18 市场对 2010 年 A 股行业净利润的预期和行业指数的表现对照（左轴 A 股行业净利润 单位：万）

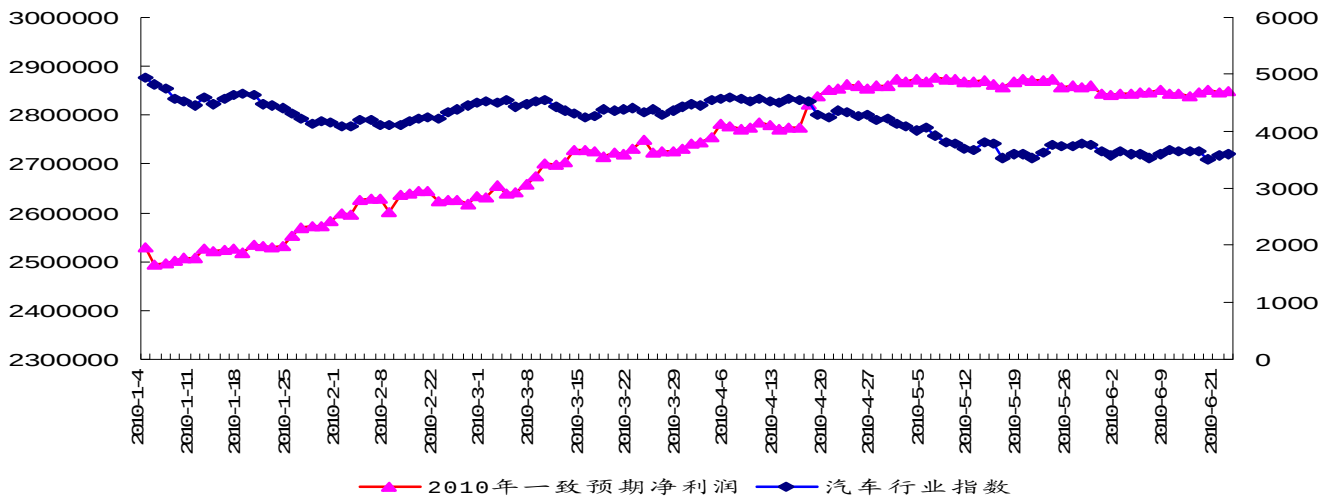
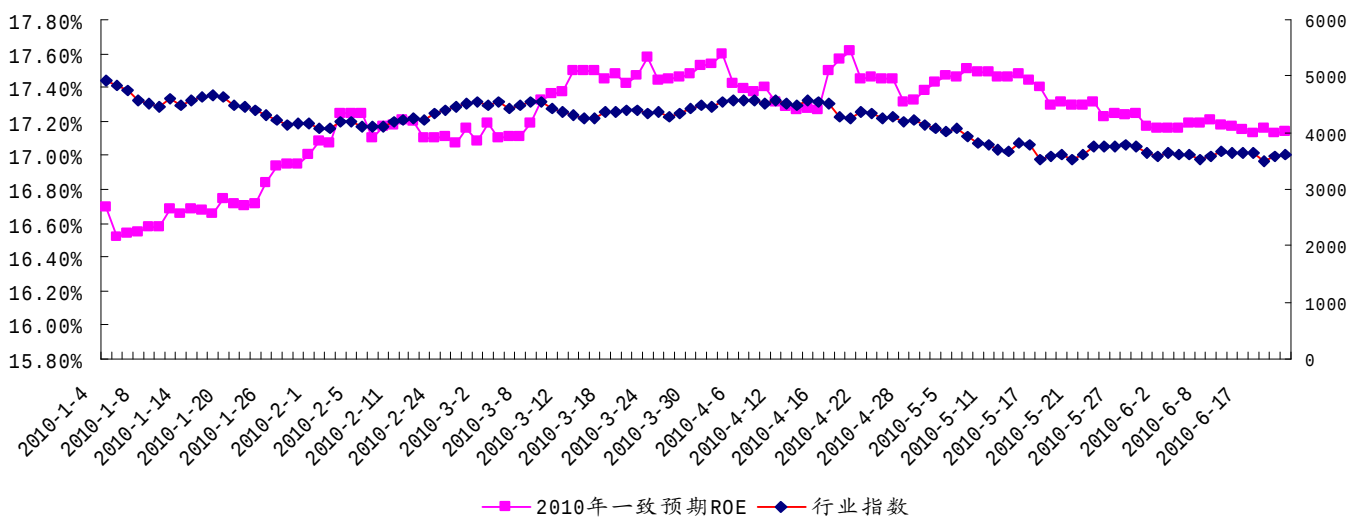


图 19 市场对 2010 年 A 股行业 ROE 的预期和行业指数的表现对照



资料来源：朝阳永续一致预期查询系统 wind

2、从国际、国内视野看，汽车股票估值便宜

由于行业内公司情况差别较大，行业 PE 代表性不很准确。如果观察各子行业中的重点公司，目前的估值水平不仅和自己比处于比较低的位置，从国际视野看 A 股的汽车股票仍是相对便宜的（表 4）。因此，我们重申 5 月 12 日报告的核心观点：未来 1 个季度汽车股票可能难有系统性的上涨机会，但低估值水平将凸现股票的防御特征。

图 20 汽车及零部件行业和市场整体估值水平对比（以 2009 年年报业绩为准）

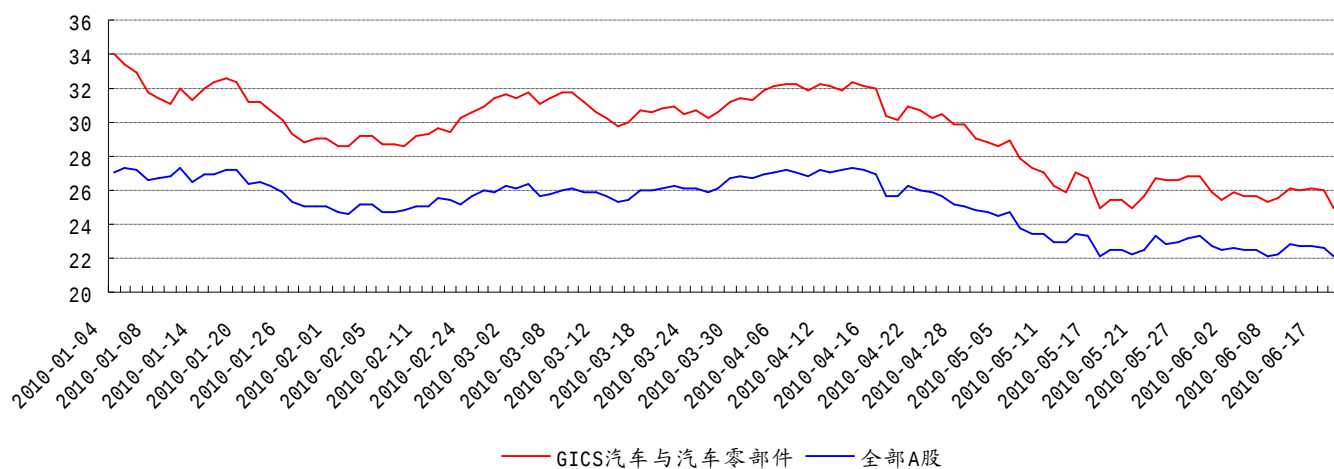


图 21 汽车及零部件行业历史估值水平（以上年年报业绩为准）



资料来源:wind

表 4 A 股主要汽车行业公司和国际上市公司的估值比较（2010 年 6 月 25 日收盘价格）

		10PE	11PE	12PE		10PE	11PE	12PE
乘用车	大众	18.8	10.6	7.8	上海汽车	10.9	9.5	9.2
	戴姆勒	18.7	12.3	9.8	一汽轿车	11.5	9.9	8.8
	福特	8.6	7.2	6.3	长安汽车	10.9	9.9	8.9
	本田	90.2	22.6	13.5	一汽夏利	15.6	14.2	13.8
商用车	曼	23.8	15.4	11.6	中国重汽	8.5	7.1	6.5

	斯堪尼亚	18.2	14.0	11.9	福田汽车	9.3	7.5	6.8
	沃尔沃	25.9	14.3	10.0	江铃汽车	10.7	8.3	7.5
	帕卡	43.4	18.8	13.4	宇通客车	13.8	11.9	11.5
零部件	康明斯	18.7	13.2	10.5	潍柴动力	8.7	7.5	6.9
	伊顿	15.7	12.3	10.2	华域汽车	9.3	8.2	7.3
	美国车桥	8.2	5.8	6.5	中鼎股份	21.8	18.8	16.4
	电装	27.2	18.8	14.3	威孚高科	12.3	10.9	9.1
	爱信精机	79.8	13.5	245.2	东安动力	15.2	13.5	11.4

资料来源: Bloomberg wind 公司公告 德邦证券研究所

三、下半年汽车行业前瞻

在5月12日的汽车行业报告里面,我们从经济增长、居民可支配收入提升导致的R值降低、千人汽车保有量的国际比较等指标出发,坚定地表达了长期看好中国汽车行业特别是乘用车子行业的观点。这里不再赘述。下面,我们主要将分析2010年下半年汽车行业的发展趋势。由于乘用车和商用车的行业属性存在明显差异,我们将分开来分析。

乘用车行业

1、未来几个月销售量环比下降成为大概率事件

实际上,汽车销售的季节性还是很明显的。每年的3月份、9月份、11、12月份是高峰,而5-8月份是相对淡季。金融危机对09年销售不大的原因在于:我国大部分轿车的购买者是第一次买车,刚性比较大;并且我国居民贷款买车的比例很小,金融危机的影响不大。08年的需求被抑制,也对09年的热销有帮助。乘用车需求的核心驱动因素还是收入增长和财富效应(油价和交通约束对需求影响并不显著)。

2010年以来,特别是4月份楼市新政推出以来,A股市场出现了系统性的下跌。负财富效应比较突出;另外楼市打击投资、投机性买房使得国内另一重要的投资市场暂时休眠。股市、楼市财富效应的急剧下降将明显抑制乘用车需求。

图 22 2010 年上半年 A 股市场表现

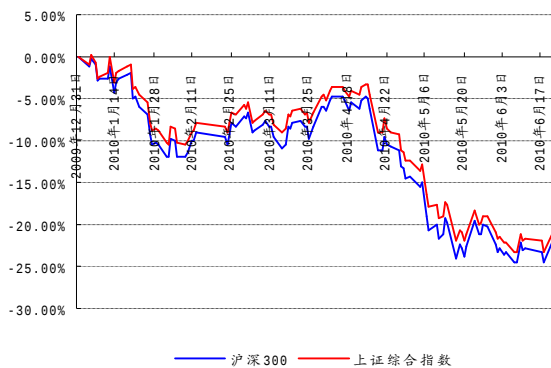
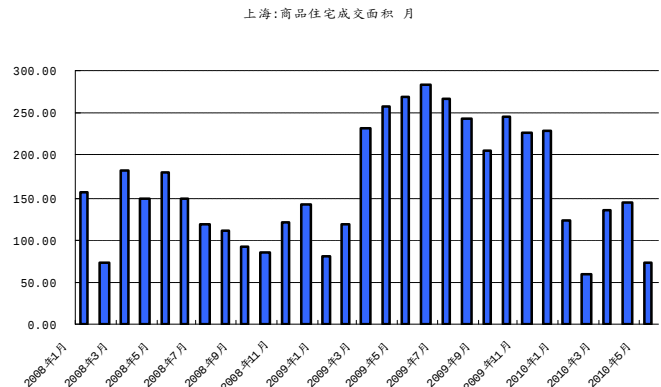


图 23 上海商品住宅成交面积（万平方米）



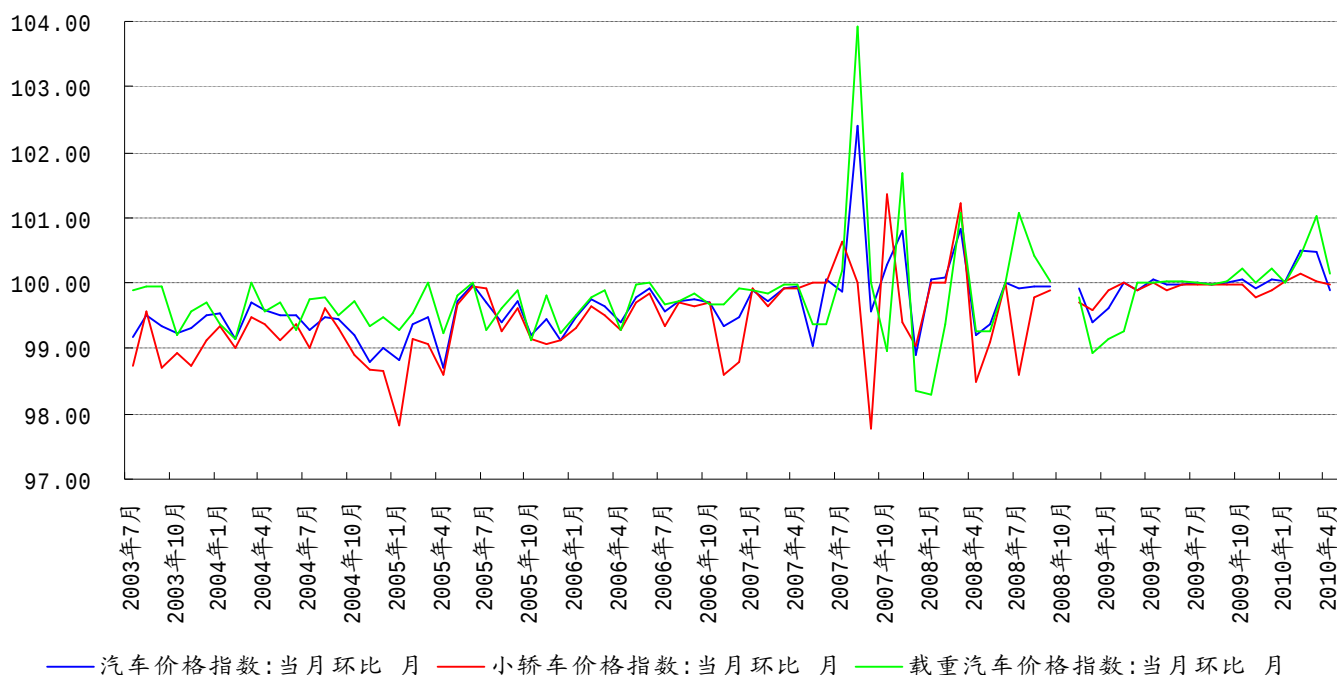
资料来源: wind

我们 6 月份在上海走访了一些汽车销售市场，看到端午小长假的促销活动仍然在进行。不少汽车经销商反映，端午三天假期并没有带来汽车销量的增加。6 月 19 日，上海的车牌拍卖均价下降了 2000 元似乎也昭示了需求的环比回落。虽然行业协会公布的厂商端库存 5 月底还处于比较低的 51 万辆的水平，实际上经销商端的库存上升压力会传导到企业生产环节。根据我们的电话调研，6 月份很多厂家已经停止加班了。我们判断：6 月份汽车产销量预计将继续环比下降。

2、价格战目前虽仅限于经销商端，但是否会蔓延到企业端值得密切关注

汽车作为制造业产品，与家电类似，降价往往是一种常态。在 2004-2005 年价格快速下降阶段后，2006 年以后每年的汽车价格下跌幅度在 6% 左右，而 2009 年由于需求迅速膨胀，汽车价格不降反升，2009 年年底还出现了汽车价格的同比正增长。但随着供需紧张形势 2010 年的缓解，乘用车降价促销可能又将成为行业常态。即使看企业端的价格，4 月份乘用车价格已经拐头。

图 24 汽车销售价格当月环比指数



资料来源:中国物流信息中心

行业协会公布的汽车销售是企业销售给经销商的数据，而经销商是直接面对消费者。终端经销商的销售领先行业协会公布的企业销售。由于去年车市火爆，今年国内汽车厂家纷纷扩大产能，目前不少经销商库存压力明显，降价促销成为缓解压力的唯一手段了。5月份以来，现代旗下的悦动轿车全系优惠 7000 元到 1 万元；伊兰特优惠 1 万元。日系车本轮降价的力度也不小，广汽丰田凯美瑞部分款型可现金优惠两万，东风日产骐达部分款型优惠 7000 元，2.0 升天籁优惠 4000 元。一向很少降价的大众车价格也有松动，上海大众帕萨特全系车型优惠 3000 元，POLO 全系优惠 3000 到 5000 元。

3、供求关系和 2009 年相比已经明显宽松

2009 年汽车需求的井喷式增长把汽车企业打了个措手不及。2010 年各主要乘用车企业纷纷加大了 2010 年的排产计划。根据我们粗略的统计，2010 年排产计划大致比 2009 年增加 30%。部分自主品牌排产量比 09 年增长 80%以上。从今年前 5 个月的情况看，轿车的月平均产销量已经从 09 年的 60 万辆增加到月平均 70 万辆。09 年供应紧张的局

面已经大大缓解，排产计划至少增长 30%而需求增长预计在 15%左右，因此，行业的产能利用率将掉头向下。事实上，产能利用率下降（主要指自主品牌、合资品牌的产能扩张比较谨慎）和降价往往是结伴相随。

2010 年还仅仅是个开始。去年投资的新增产能明年将集中形成产能，2011-2012 年将是新增产能的投放高峰，两年合计新增产能 300 万辆以上。其中，自主品牌企业的产能扩张更为激进。2010 年下半年产能的扩张还不是非常迅猛，毛利率可能的下降也将会比较平缓。

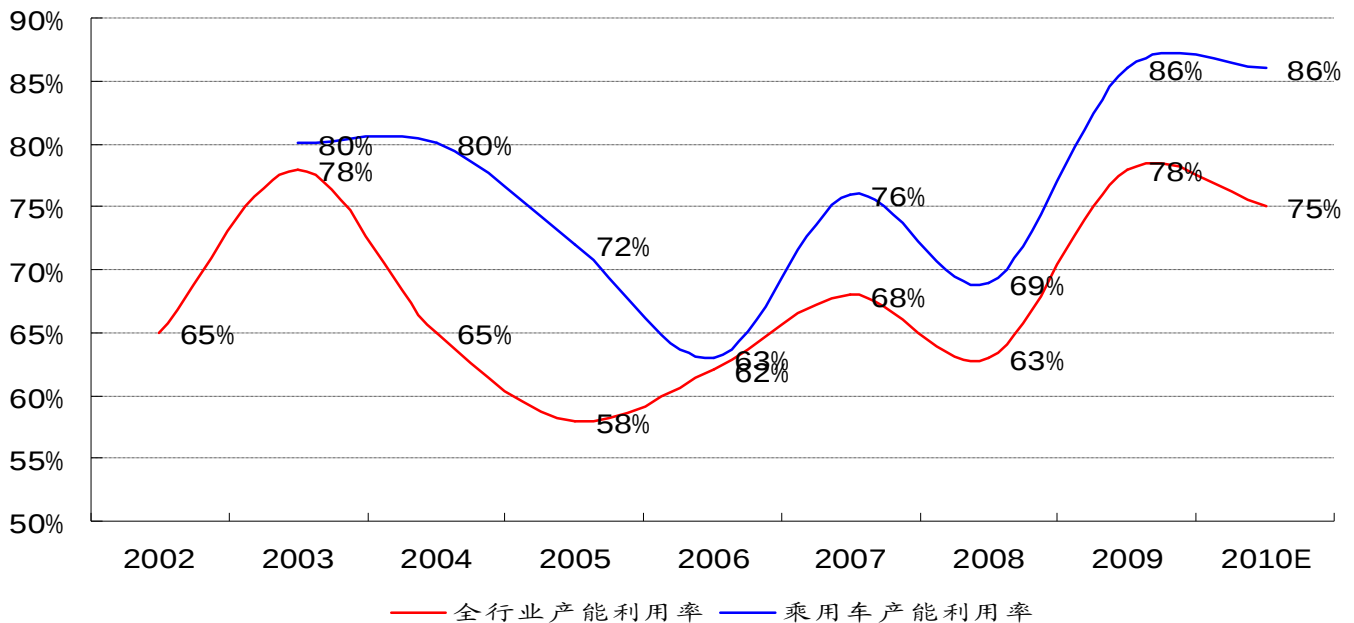
表 5 部分乘用车企业 2010 年排产计划

公司	2010 年排产计划(万辆)	同比增长率
江淮自主品牌	18	172.73%
上汽自主品牌	18	100%
长城	38	90%
比亚迪	80	80%
海马股份	20	69.80%
长安自主	127.5	67.76%
广汽丰田	26.7	53.45%
一汽丰田	50	49.25%
神龙汽车	37	37.04%
东风悦达起亚	33	36.70%
长安铃木	20	33%
昌河	21	32.90%
东风日产	60	30.72%
华晨	45	29.20%
一汽轿车	24	27.66%
上海通用	85	27.20%
哈飞	30	25%
上海通用五菱	123	23%
奇瑞	50	22%
吉利汽车	40	21.58%
一汽大众	81	21.08%
北京现代	67	17.50%
上海大众	83	16.90%
广州本田	38.6	14.54%
一汽夏利	24	13.21%

长安福特	35	12.18%
东风本田	24	14.29%

资料来源：中国汽车咨询中心网 德邦证券研究所计算整理

图 25 汽车行业产能利用率



资料来源：中国汽车咨询中心网 德邦证券研究所

商用车行业

1、重卡是确定性最高的子行业——前高后低已成定局

2010 年前 5 个月是重卡销售井喷的时期。2009 年 1-5 月，行业累计仅销售 221140 辆；2010 年 1-5 月，行业累计销售 490387 辆，同比增长 121.75%！远远高于行业平均 53% 的销售增长速度（图 12）。2009 年以来，国内重卡保有量增长了 30%，而 2005-2008 年重卡保有量年均增长都在 10% 以下。我们认为：30% 的重卡保有量增长是很难持续的。我们坚定地判断重卡今年将呈现前高后低的另外一个依据是房地产行业的明显转向。1 月份和 4 月份，国家两次出台了针对房地产行业的调控政策。地产公司纷纷调整了 2010 年、2011 年的开工计划，地产的降温将影响钢材、水泥的物流需求，这将对重卡的销售带来负面影响。

图 26 2010 年单月房屋新开工面积（6 月及后是预计）

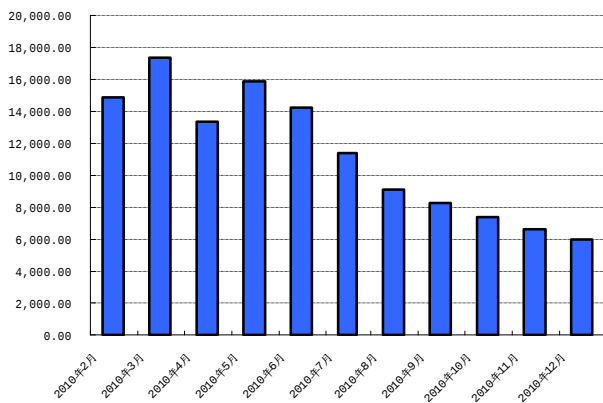
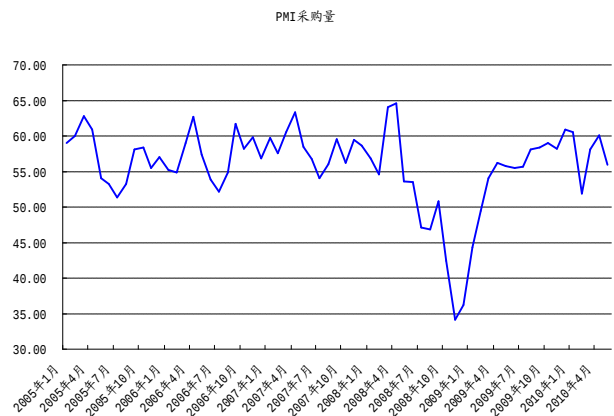


图 27 PMI 指数（采购量）



资料来源：wind 德邦证券研究所

对重卡行业相对有利的因素有两方面：一是国家加强“保障型住房”建设。根据德邦证券研究所房地产行业研究员的研究，该政策大约可以带来年 250 万套新开工量、1.7 亿平米的新开工面积，大致可以带来 2% 左右的重卡需求增量。这在一定程度上将缓冲商品住宅建设下滑的影响。另外一个对行业有利的因素是下半年钢材价格有望下跌从而对行业毛利水平的提升或者是抵抗下降起到一定作用。

图 28 重卡的成本构成

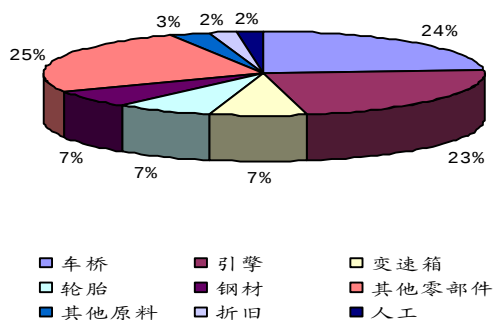
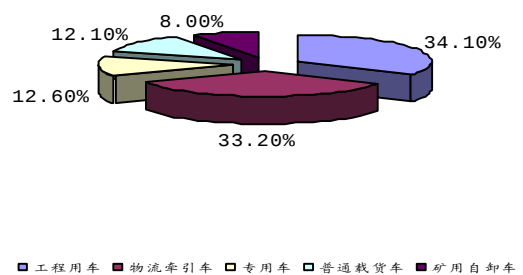


图 29 重卡的需求结构



资料来源：德邦证券研究所

2、客车行业——平稳增长是主基调

在商用车领域，客车的周期性明显要弱于重卡。在 08 年下半年到 09 年上半年，受国 3 标准和金融危机的双重打击需求下降，在绝大多数时间里，客车表现为稳定增长（图 13）。2010 年的世博和亚运也会对客车行业有一定正面推动作用。我们预计客车行业下半年产销将出现环比下降的局面，全年保持 10-15% 的行业增速的可能性比较大。

图 30 公路客运量和周转量（亿人、亿人公里）

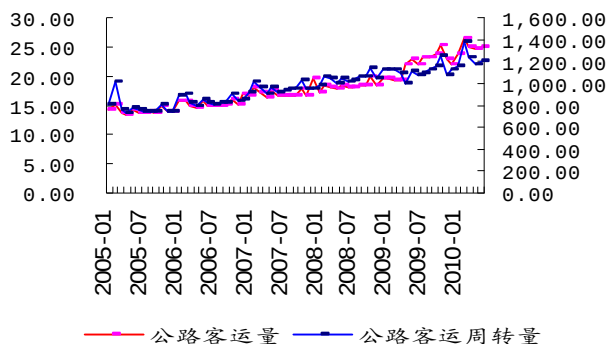
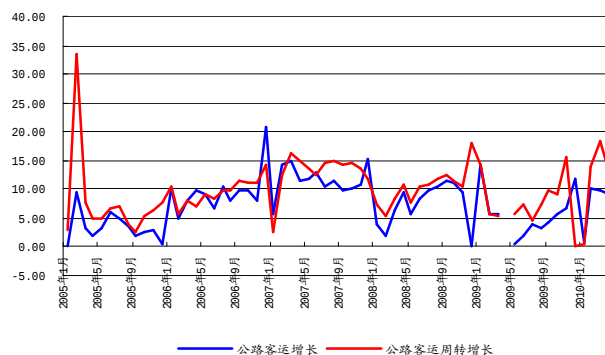


图 31 公路客运量和周转量同比增长



资料来源：国家统计局

四、汽车行业策略小结

我们判断：2010 年是汽车行业恢复常态的 1 年。主要体现在行业产销同比增幅的回落常态，行业销售的季节性规律的恢复常态，行业毛利率和月度利润的恢复常态以及乘用车价格和产能利用率的恢复常态。

长期看，中国的汽车销售还有很大的增长空间，汽车行业特别是乘用车行业值得长期看好；但中短期看，由于 2009 年是火暴的 1 年，2010 年是回归常态的 1 年。我们预计 2、3 季度汽车行业的数据将出现环比下降，3 季度单季度行业盈利很可能创出今年的低点，4 季度将出现环比回升。事实上，5 月份以来，市场对行业利润的预期已经出现了下调。重卡行业今年基本没有投资机会，客车行业平稳增长，建议选择行业龙头。

因此，我们下半年汽车行业的投资策略可以概括为“夏眠冬收”，3 季度末是一个不错的买点。乘用车行业我们推荐一汽轿车、上海汽车；商用车行业推荐福田汽车、江铃

汽车、宇通客车；零部件行业推荐潍柴动力、威孚高科。从主题投资角度看，新能源汽车是一个主要命题，我们推荐万向钱潮。

表 6 行业利润、市场估值水平和利润预期变动（2010 年 6 月 28 日市场预期，时间区间为 5 月 28 日-6 月 28 日）

	2009	2010E	2011E	2012E
行业净利润及预期	177.79亿	282.55亿	334.72	409.74
净利润同比	289.81%	58.92%	18.47%	22.41%
ROE及其预期	13.24%	17.02%	17.21%	17.77%
行业PE	25.67	16.37	13.76	11.09
净利润预期变化		-1.19%	-1.12%	0.13%

资料来源：朝阳永续一致预期查询系统

表 7 重点覆盖公司盈利预测和投资评级（2010 年 6 月 25 日收盘）

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	09EPS (元)	10EPS (元)	11EPS (元)	09PE (倍)	10PE (倍)	11PE (倍)	投资 评级
600104	上海汽车	12.26	1044.73	1.01	1.05	1.29	12.14	11.68	9.5	增持
000800	一汽轿车	16.4	266.91	1	1.36	1.61	16.4	12.06	10.19	买入
600166	福田汽车	17.91	164.13	1.13	1.65	1.93	15.85	10.85	10.16	买入
000951	中国重汽	18.66	78.26	1.02	0.95	1.05	18.29	19.64	17.77	卖出
000338	潍柴动力	60.6	504.80	4.09	6.23	6.67	14.82	9.73	9.09	增持
000581	威孚高科	14.6	82.82	0.79	1.13	1.4	18.48	12.92	10.43	增持
000550	江铃汽车	18.95	163.58	1.22	1.85	2.13	15.53	10.24	8.9	买入
600066	宇通客车	15.19	78.97	1.08	1.18	1.3	14.06	12.87	11.68	增持
600418	江淮汽车	7.18	92.53	0.26	0.6	0.82	27.62	11.97	8.76	增持
000625	长安汽车	9.59	223.00	0.46	0.85	0.87	20.85	11.28	11.02	卖出
600741	华域汽车	8.37	216.21	0.59	0.67	0.76	14.19	12.49	11.01	增持
000559	万向钱潮	11.27	138.12	0.36	0.43	0.5	31.31	26.21	22.54	
600375	星马汽车	15.99	29.98	0.44	1.06	1.2	36.34	15.08	13.33	增持

资料来源：德邦证券研究所

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。