

# 短期景气回落，长期增长无虞

## ——2010 年汽车行业中期投资策略

汽车行业

评级：推荐（维持）

深度报告

2010 年 6 月 21 日 星期一

### 投资要点

- **我们与众不同的看法。**今年以来，汽车行业呈现出景气状况逐步回落的趋势，市场对行业下半年走势也普遍较为悲观。我们认为，当前的小幅下滑只是行业从景气高峰向常态的合理回归，整体来看今年行业仍将维持较高的景气程度。更为重要的是，我国汽车行业在未来相当长时期内仍可保持快速增长，相关公司业绩增长具有较高的确定性和可持续性。我们预测汽车板块今年业绩增长将至少在 40% 以上，而当前板块估值水平已处于低位且存在修复需要，由此我们认为当前已是买入汽车股的良好时机，下半年汽车板块将跑赢大盘。
- **短期下滑是行业从景气高点向常态的合理回归。**近期汽车销量的连续下滑纯属行业的正常季节性波动，全年汽车销量仍可保持 20% 左右的较快增长。当前行业的库存水平虽有提高但仍处于合理水平，汽车价格的小幅下降也恰是行业的正常趋势反映。由此汽车行业将可维持较高的收入和盈利水平，全年业绩大幅增长将有保证。
- **汽车行业在未来相当长时期内仍可继续快速成长。**汽车消费在我国的普及进程远未结束，我国汽车市场仍有巨大的成长空间。居民收入水平的不断提高将为汽车消费需求增长提供不竭动力，而在扩内需已成为经济结构调整主基调的背景下，国家对汽车消费的扶持政策也将成为行业继续快速增长的催化剂。
- **全年业绩增长将为 40% 以上。**一季度无疑是汽车行业今年的盈利高点，尽管随后的几个季度，行业业绩将有所下滑，但从全年看行业净利润增幅仍可达 40% 以上。
- **估值水平处于低位，存在修复需要。**当前汽车板块估值水平不仅明显低于

牛纪刚

njg@longone.com.cn

执业证书编号：S0630209060131

联系人：吴文钊

021-50586660-8617

wwz@longone.com.cn

汽车行业

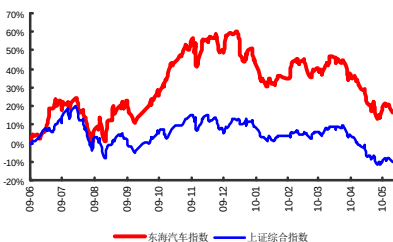
### 行业重点跟踪股票及评级

| 股票名称 | 代码     | 评级 |
|------|--------|----|
| 上海汽车 | 600104 | -- |
| 长安汽车 | 000625 | -- |
| 一汽轿车 | 000800 | -- |
| 华域汽车 | 600741 | -- |

### 行业指数

|      | 绝对涨幅 (%) | 相对涨幅 (%) |
|------|----------|----------|
| 1 个月 | -0.37%   | 1.45%    |
| 3 个月 | -19.42%  | -1.81%   |
| 6 个月 | -26.26%  | -5.32%   |

行业相对上证综指走势图



### 相关研究报告：

1. 《2010 年汽车行业年度投资策略：高潮渐退、余波未了》 2009.12.28
2. 《汽车行业二季度投资策略：环比将现下滑，但同比高增长无忧》 2010.3.29

历史均衡水平，离历史最低值也仅一步之遥。不仅如此，当前汽车板块估值还低于市场整体水平，从历史经验出发，这一估值水平已存在较为强烈的修复需要。

- **长线买点已来临，短线关注中报可能超预期公司。**鉴于上述理由，当前已是从长线角度布局汽车股的良好时机，我们看好乘用车三大龙头公司。从短线角度，汽车板块上半年业绩大幅增长已成定局，建议重点关注上半年增速领先行业的商用车类以及 MPV 市场领先企业，分别是：中国重汽（000951）、潍柴动力（000338）、宇通客车（600066）、江淮汽车（600418）。

## 目录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>1. 短期趋势: 从景气高点向常态的合理回归</b> | <b>5</b>  |
| 1.1 销量: 淡季下滑实属正常, 全年仍有较快增长    | 5         |
| 1.2 库存: 虽有提高但可稳定于合理范围         | 8         |
| 1.3 价格: 小幅下降是行业正常趋势           | 9         |
| 1.4 盈利能力: 将维持在较高水平            | 9         |
| <b>2. 长期趋势: 仍可持续快速增长</b>      | <b>11</b> |
| 2.1 汽车普及远未完成                  | 11        |
| 2.2 收入增长提供长期成长动力              | 12        |
| 2.3 政策扶持将成行业快速增长的催化剂          | 14        |
| <b>3. 同比业绩仍有高增长、估值处于低位</b>    | <b>17</b> |
| 3.1 全年业绩增长至少可达 40%            | 17        |
| 3.2 估值水平处于低位且有修复需要            | 17        |
| <b>4. 投资策略</b>                | <b>19</b> |
| 4.1 长线投资买点已到来                 | 19        |
| 4.2 短线关注中报可能超预期公司             | 19        |
| <b>5. 重点公司简析</b>              | <b>19</b> |
| 5.1 上海汽车 (600104)             | 19        |
| 5.2 长安汽车 (000625)             | 20        |
| 5.3 一汽轿车 (000800)             | 20        |
| 5.4 华域汽车 (600741)             | 21        |

## 图形目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 1.近年汽车月度总销量情况 (辆)          | 6  |
| 图 2.近年汽车月度销量环比情况             | 6  |
| 图 3.近年乘用车单月销量及同比增速(辆、%)      | 7  |
| 图 4.近年商用车单月销量及同比增速 (辆、%)     | 8  |
| 图 5.汽车行业库存量及库存销量比情况 (辆、%)    | 8  |
| 图 6.乘用车价格指数走势情况              | 9  |
| 图 7.汽车行业重点企业(集团)利润率指标(累计)    | 10 |
| 图 8.近年钢材价格指数走势               | 10 |
| 图 9.城镇居民收入持续较快增长             | 12 |
| 图 10.04 年以来农民增收已进入快车道        | 13 |
| 图 11.我国各地区R值情况 (2008 年)      | 14 |
| 图 12.不同R值地区人口及占比情况           | 14 |
| 图 13.国内外汽车金融渗透率比较            | 16 |
| 图 14.整车板块单季度收入、净利润走势及预测 (亿元) | 17 |
| 图 15.汽车板块历史PE估值水平走势          | 18 |

## 表格目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 表 1.2010 年 5 月份汽车行业销量情况 .....       | 5  |
| 表 2 2009 年分车型销量及 2010 年预测 .....     | 7  |
| 表 3 人均GDP 与平均千人拥有汽车量对比情况 .....      | 11 |
| 表 4 我国与日韩等国汽车保有密度对比情况 .....         | 12 |
| 表 5 09 年与 10 年有关促进汽车消费的若干政策对比 ..... | 15 |
| 表 6 私人购买节能与新能源汽车补贴方案 .....          | 16 |
| 表 7 汽车板块当前估值水平对比 .....              | 18 |
| 表 8 汽车行业重点公司盈利预测与投资评级 .....         | 21 |

## 1. 短期趋势: 从景气高点向常态的合理回归

早在去年底,我们在 2010 年汽车行业年度投资策略《高潮渐退,余波未了》一文中就提出了今年汽车行业景气状况将逐渐回落的观点,在 3 月底我们的汽车行业二季度投资策略《环比将现下滑,但同比高增长无忧》一文中,我们又明确提出今年汽车行业将呈“前高后低”格局,一季度将是景气高峰,二季度则将成为行业业绩的向下拐点。今年以来行业的运行态势已初步印证了我们的判断。

需要说明的是,我们认为下半年汽车行业景气程度仍将继续回落,但这种回落乃是由景气高点向常态水平的合理回归,我们并不认为行业将出现严重或者恶性的大幅下滑。总体而言,汽车行业的发展态势仍非常健康,过于悲观的看法并不足取,我们乐观看待 A 股市场汽车板块的下半年表现。

### 1.1 销量: 淡季下滑实属正常,全年仍有较快增长

今年以来,汽车行业销量已呈现出由高峰逐步回落的走势。一季度汽车销售极其火爆,总销量达到 461 万辆,平均每月销量达 154 万辆。但在 3 月销量再次创出历史新高之后,随后的 4 月份、5 月份,汽车销量已连续两月下滑,5 月份单月销量已下滑至 144 万辆。事实上,这一走势并没有超出我们的预期。4、5 月份销量连续下滑属于正常的季节性波动,仍然高企的单月销量则证明当前的汽车市场需求仍非常旺盛。我们预测,在 8 月份之前汽车月度销量仍可能继续下滑,但就全年而言,汽车销量仍可保持 20%左右的较快增长。

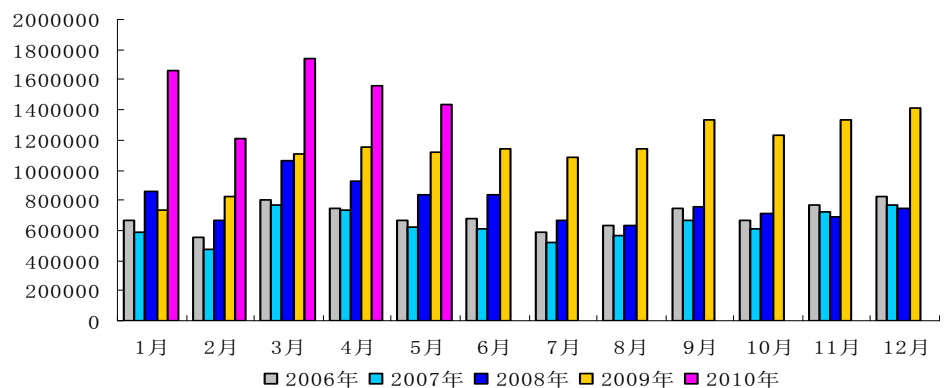
表 1. 2010 年 5 月份汽车行业销量情况

|             | 5 月销量          | 环比增长           | 1-5 月销量        | 累计同比增长        |
|-------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| <b>乘用车</b>  | <b>1043220</b> | <b>-6.09%</b>  | <b>5678031</b> | <b>55.06%</b> |
| 其中:         |                |                |                |               |
| 轿车          | 720062         | -5.23%         | 3882918        | 49.14%        |
| MPV         | 33708          | -12.45%        | 174803         | 108.90%       |
| SUV         | 103084         | -0.84%         | 475712         | 138.79%       |
| 交叉型乘用车      | 186366         | -10.67%        | 1144598        | 47.63%        |
| <b>商用车</b>  | <b>395138</b>  | <b>-11.06%</b> | <b>1926099</b> | <b>48.13%</b> |
| 其中:         |                |                |                |               |
| 客车          | 29296          | -6.57%         | 138572         | 44.34%        |
| 货车          | 254725         | -12.14%        | 1259085        | 35.75%        |
| 半挂牵引车       | 34919          | -0.30%         | 167417         | 285.42%       |
| 客车非完整车辆     | 8097           | -11.55%        | 34252          | 21.24%        |
| 货车非完整车辆     | 68101          | -13.62%        | 326773         | 59.31%        |
| <b>汽车总计</b> | <b>1438358</b> | <b>-7.51%</b>  | <b>7604130</b> | <b>53.25%</b> |

资料来源: CAAM

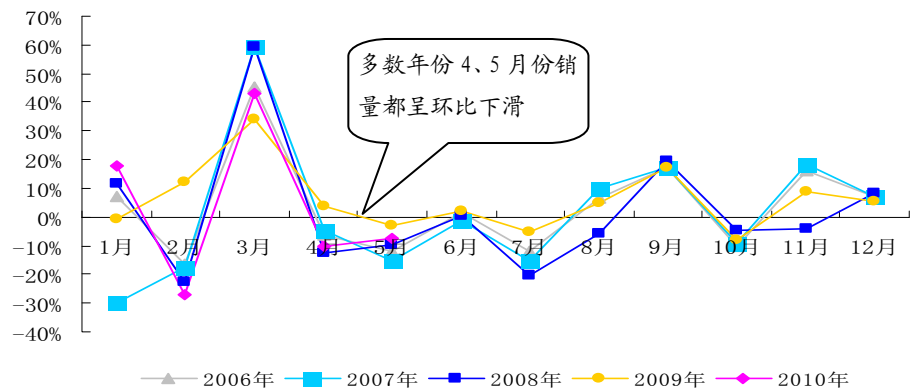
- ◆ 从历史统计数据看,3月份通常是上半年汽车销售的高峰。2001年至2009年,4月份销量较3月份下滑的年份有7年,而5月份销量较4月份下降更是年年如此,月均降幅则在5-10%之间。由此可见,今年4、5月份销量的环比下滑完全属于正常的季节性波动,并不能由此判断市场需求出现严重下滑或是出现了所谓的“拐点”。

图1. 近年汽车月度总销量情况(辆)



资料来源: CAAM

图2. 近年汽车月度销量环比情况



资料来源: CAAM

- ◆ 根据行业销量走势的历史规律,6、7月份销量仍很有可能继续下滑,但8、9月份销量则将逐步回升。我们认为,只要不出现超过20%的环比下滑,换言之,只要月度销量维持120万辆以上,汽车市场需求就属于合理范围,无需过于担忧。
- ◆ 截止5月份,汽车行业总销量已达760.41万辆,同比增长53.25%。这意味着未来只要维持月均120万辆销量,全年销量就将达到1600

万辆，同比增长 17%。从目前仍在 140 万以上的月销量来看，120 万的月均销量显然还较为保守，我们预测全年汽车销量将达 1650 万辆左右，同比增长约 21%。

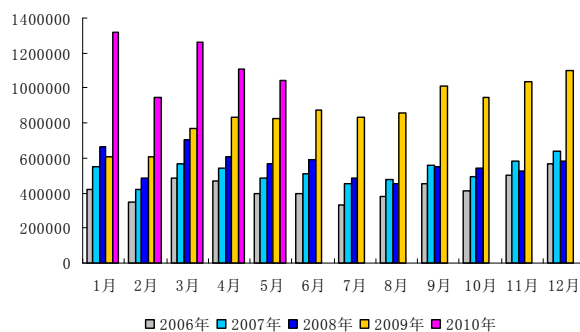
- ◆ 从分类车型看，今年以来乘用车与商用车销量增速差距不大。在乘用车领域中，SUV 和 MPV 增速领先。近几年来，SUV 销量一直高速增长，反映出我国先富群体强劲的个性化购车需求。MPV 增速领先则反映出在我国宏观经济确已复苏的背景下，大量中小企业经营效益确已有实质改善。对应于上市公司，SUV 领域的领先企业长城汽车和东风本田都不在 A 股上市，可以关注的是以 MPV 为主要利润来源且位居 MPV 行业龙头位置的江淮汽车（600418）。
- ◆ 在商用车领域中，今年以来重卡尤其是半挂牵引车增速非常迅猛。这一方面源于去年重卡市场复苏较晚，同期基数极低；另一方面则是经过去年的消化，经销商存在补库存的需要。我们预测，房地产市场的严厉调控对重卡需求增长的影响将在下半年体现。

表 2 2009 年分车型销量及 2010 年预测

|       | 2009A | 2009 增速 | 2010E | 2010 增速 |
|-------|-------|---------|-------|---------|
| 轿车    | 747   | 47.92%  | 886   | 19%     |
| 微客    | 195   | 83.96%  | 234   | 20%     |
| MPV   | 25    | 26.12%  | 35    | 40%     |
| SUV   | 66    | 47.15%  | 105   | 59%     |
| 乘用车合计 | 1033  | 69.07%  | 1260  | 22%     |
| 轻卡    | 156   | 32.20%  | 187   | 20%     |
| 重卡    | 64    | 18.52%  | 79    | 23%     |
| 客车    | 35    | 40.00%  | 40    | 15%     |
| 其它    | 76    | 16.92%  | 84    | 10%     |
| 商用车合计 | 331   | 26.34%  | 390   | 18%     |
| 汽车合计  | 1364  | 56.24%  | 1650  | 21%     |

资料来源：CAAM、东海证券研究所

图3. 近年乘用车单月销量及同比增速(辆、%)



资料来源：CAAM

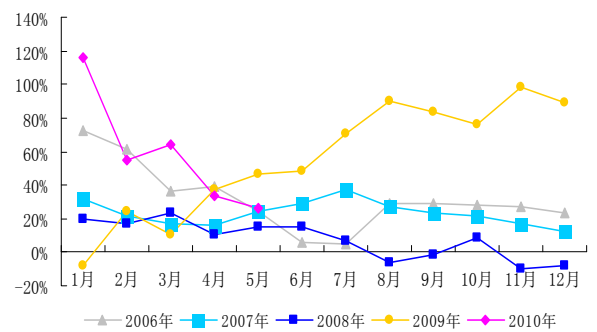
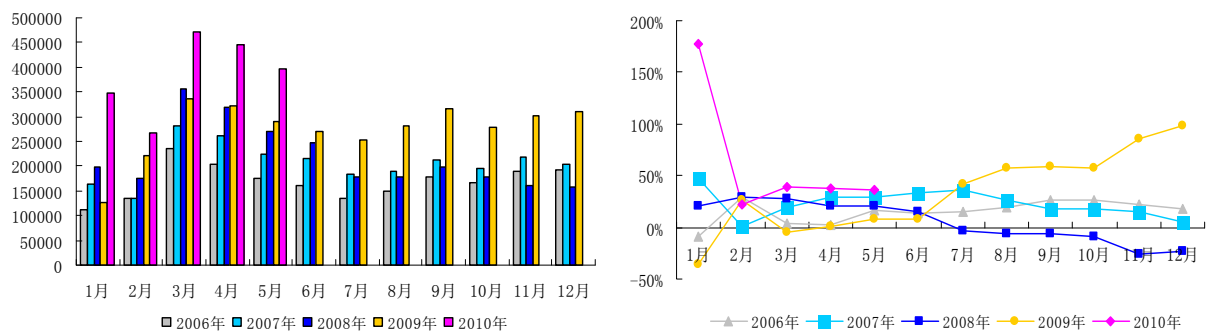




图4. 近年商用车单月销量及同比增速 (辆、%)



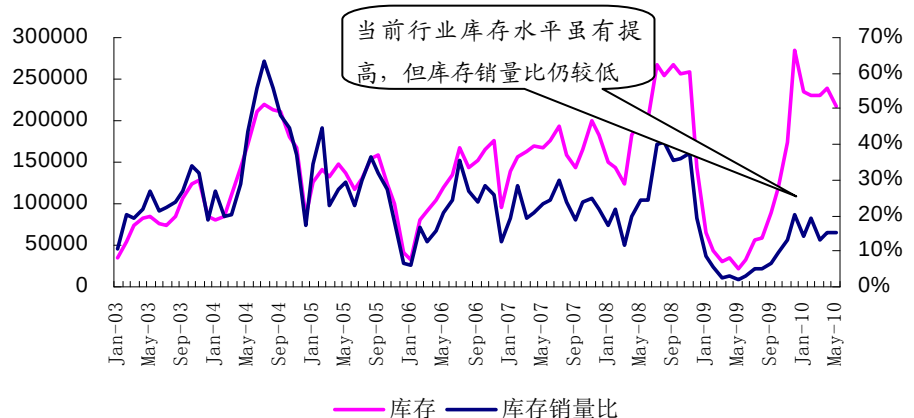
资料来源: CAAM

## 1.2 库存: 虽有提高但可稳定于合理范围

由于今年4、5月份汽车销量连续下滑, 而自09年6月以来绝大多数月份汽车产量都大于销量, 因此不少人士开始担心汽车行业库存问题, 近期不少媒体也渲染出行业需求降温、库存压力骤增等悲观氛围。

判断库存水平是否合理的关键指标是库存销量比而不是库存的绝对量值。从历史统计数据来看, 库存销量比维持20-30%即是合理水平。去年由于超预期的复苏, 市场供不应求, 造成库存比例极低, 也就造成了“提车难”、“加价提车”等现象。而当前市场中“提车难”等现象确已大为缓解, 但需求大幅降温、供应大幅增加的情况也并未出现, 这意味着当前的市场供求较为平衡, 库存水平也自然属于合理范围。从图5可以看出, 今年以来库存销量比确有所上升, 但最新数值也仅接近于20%, 要达到30%以上的“警戒”水平仍有相当距离。更为重要的是, 针对二、季度的销售淡季, 不少企业已开始主动减产, 5月份汽车产量已略低于销量。由此, 我们预测下半年行业供求关系仍将较为平衡, 行业库存水平也将稳定在合理水平。

图5. 汽车行业库存量及库存销量比情况 (辆、%)



资料来源: 东海证券研究所



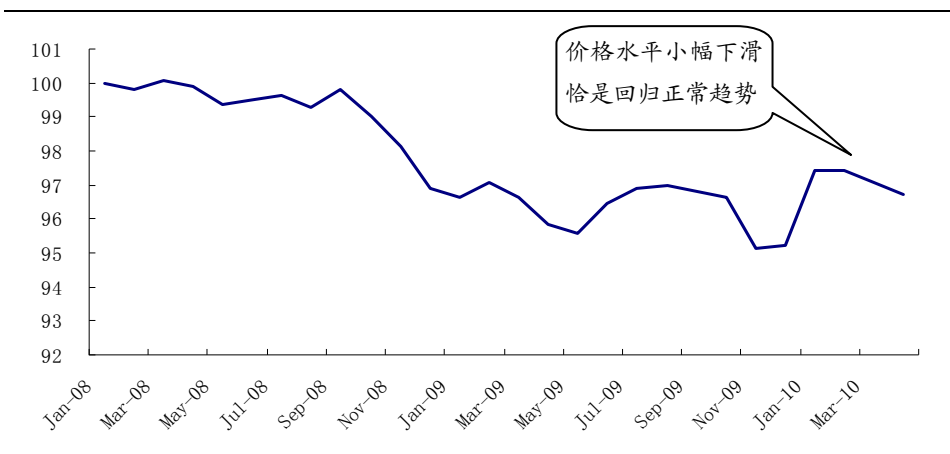
### 1.3 价格：小幅下降是行业正常趋势

2009 年，汽车行业复苏之迅猛远远超出了业界预期，市场供不应求，汽车价格体系自然非常坚挺，整体价格水平还稳中有升，这也成就了去年汽车行业的超高景气。今年以来，随着供应偏紧的情况得到缓解，市场供需状况已趋于平衡，汽车市场价格体系也有所松动，加价提车现象已基本绝迹，降价促销活动则明显增加。反映在汽车价格指数上，3、4、5 月份乘用车价格指数已连续小幅回落。

需要说明的是，由于生产技术的不断进步、销售规模的不断扩大以及车型换代的不断加快，汽车价格不断下降是行业的正常趋势，这在另一方面也是促进汽车普及的有力因素。只要不出现严重的供过于求，市场就不会爆发所谓的价格战，由此汽车价格也就不会出现恶性下滑；相反地，只要市场供求关系较为平衡，汽车价格就将呈小幅下滑趋势，但这并不会明显削弱行业的盈利能力，如此的价格走势也可算是汽车价格体系的动态稳定。

由此可见，像 09 年般汽车价格的稳中有升并非常态，当前的小幅下降则恰是汽车价格的正常趋势。从下半年情况来看，我们预计市场供需状况将维持平衡，行业库存水平也可稳定在合理范围，价格战的爆发可能性微乎其微，汽车价格也将继续小幅下降保持动态稳定。

图6. 乘用车价格指数走势情况



资料来源：商务部

### 1.4 盈利能力：将维持在较高水平

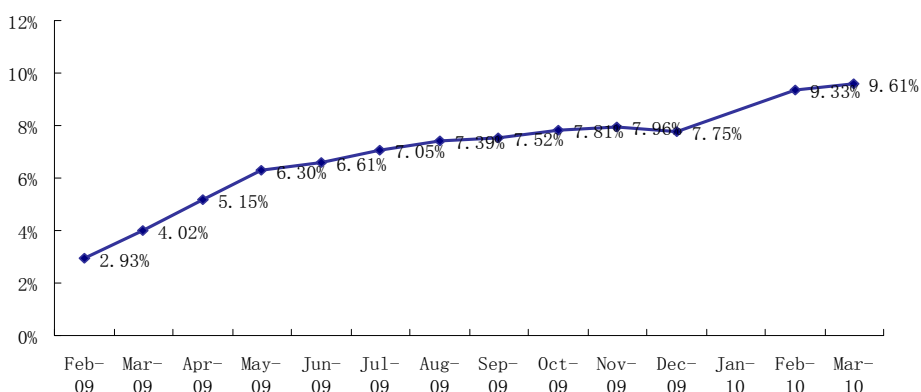
综合前面分析，我们认为当前汽车行业的一些下滑表象都是行业由景气高峰向常态回归的正常反映，当前市场需求仍较为旺盛，全年销量也可维持较快增长，行业库存水平则可维持合理范围，价格体系也可保持动态稳定，总体而言今年汽车行业仍将维持较高的景气程度。

具体到行业的盈利能力，从汽车行业重点企业集团利润率指标来看，行业整体盈利能力在今年一季度继续攀升，但随着行业回归常态，这一盈利水平无

疑已是本轮行业复苏以来的最高峰。我们预测二季度开始行业盈利能力将开始小幅回落，从全年看行业仍将维持较高的盈利水平。

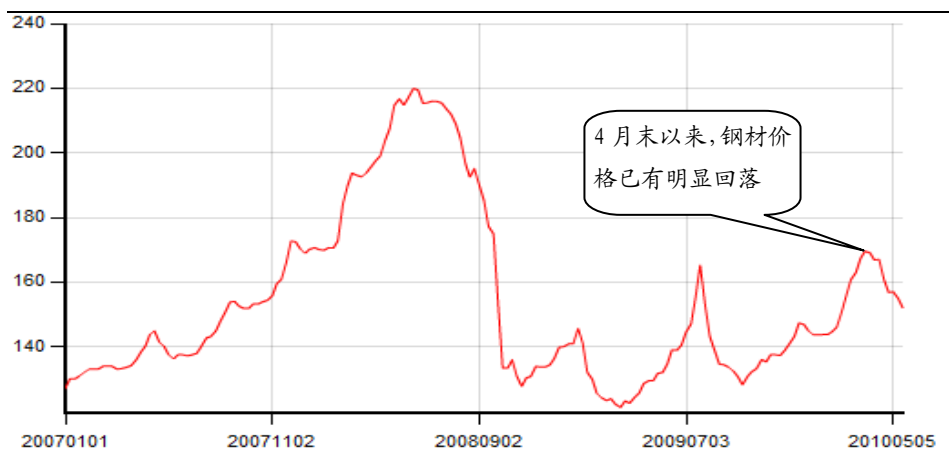
值得一提的是，我们曾担心我国有可能发生超预期的通胀，而钢材等原材料价格的不断上涨势必会削弱行业的盈利能力。但从目前来看，我国通胀形势继续加剧的势头已明显减缓，这一潜在威胁已在减弱。以钢材价格为例，从4月末开始，钢材价格已从高点回落约10%，近期宝钢又大幅调低了7月份出厂价格，汽车板降价幅度尤为突出，这至少说明钢价已摆脱了持续上涨的趋势，从而也有利于汽车制造等下游企业减缓成本上升压力，维持较好的盈利水平。

图7. 汽车行业重点企业(集团)利润率指标(累计)



资料来源: CAAM

图8. 近年钢材价格指数走势



资料来源: my steel

## 2. 长期趋势: 仍可持续快速增长

从短期来看, 今年汽车行业确将面临景气程度逐步回落的问题, 这也就是汽车板块表现明显弱于去年的原因。但放眼长远, 汽车行业仍将在相当长时期内保持快速增长, 这是我们在 09 年中期就已提出的观点: **得益于东部经济发达地区先富人群率先迈入汽车普及门槛, 2002 年开始我国已进入汽车消费的普及期, 但由于我国幅员广阔加上区域经济发展很不平衡, 汽车在我国的普及进程远未结束, 随着二三线城市经济增长的加快以及农村居民收入的增长, 2009 年我国乘用车已迎来新一轮快速增长。**我们仍然坚持这一观点, 居民收入水平的不断提高将为汽车消费需求增长提供不竭动力, 而在扩内需已成为经济结构调整主基调的背景下, 国家对汽车消费的扶持政策也将成为行业继续快速增长的催化剂。

### 2.1 汽车普及远未完成

2002 年开始, 我国汽车销量持续快速增长。到 2009 年, 我国汽车年销量已达 1364 万辆, 居于世界第一位置。尽管如此, 汽车在我国的普及进程还远未结束, 我国汽车销量仍有巨大的成长空间。

- ◆ 尽管已经过 8 年的快速增长, 我国的汽车普及率仍严重偏低。截止 2009 年, 我国千人乘用车保有量为 32 台, 而 08 年时世界平均水平已达 104 台, 约为我国 3 倍, 而全球汽车普及率最高的美国则为 461 台, 约为我国的 14 倍。
- ◆ 一个国家的汽车普及率与其经济发达程度存在一定的对应关系。统计表明, 人均 GDP 介于 2000-5000 美元的国家平均千人乘用车保有量约为 120 台。2006 年我国人均 GDP 突破 2000 美元, 2009 年则已超过 3600 美元, 而我国目前的千人拥有量仅与人均 GDP 介于 500-2000 美元的国家相当, 这说明我国的汽车普及率仍严重滞后于经济发展水平。
- ◆ 我们预测 5 年内我国人均 GDP 将突破 5000 美元, 假设届时我国汽车普及率达到世界平均水平, 未来 5 年我国乘用车销量复合增速需保持在 25% 以上。由此可见, 我国乘用车增速仍有高企可能。

表 3 人均 GDP 与平均千人拥有汽车量对比情况

| 人均 GDP (美元) | 平均千人乘用车保有量 | 国家数 | 典型国家     |
|-------------|------------|-----|----------|
| 10000 以上    | 432        | 37  | 美国、日本、德国 |
| 5000-10000  | 219        | 15  | 巴西、马来西亚  |
| 2000-5000   | 120        | 29  | 泰国、乌克兰   |
| 500-2000    | 35         | 30  | 印度、越南    |

资料来源: 东海证券研究所

- ◆ 从社会的可承受角度，我们也发现我国汽车销量仍有巨大的增长空间。从表 4 可以看出，无论从汽车保有量的国土密度还是高速公路密度来看，我国都与美、德、日、韩等汽车工业先导国家有着数倍乃至数十倍的差距，这意味着我国汽车销量继续快速增长完全是社会可承受的，担忧由此带来的交通堵塞等问题为时还太早太早。

表 4 我国与日韩等国汽车保有密度对比情况

|          | 汽车保有量       | 国土面积(平方公里) | 高速公路里程(公里) | 国土密度(辆/平方公里) | 高速公路密度(辆/公里) |
|----------|-------------|------------|------------|--------------|--------------|
| 美国(2008) | 290,000,000 | 9372615    | 88,700.00  | 30.94        | 3269.45      |
| 日本(2008) | 79,430,000  | 377,835    | 5,000.00   | 210.22       | 15886.00     |
| 韩国(2008) | 17,480,000  | 99600      | 2,100.00   | 175.50       | 8323.81      |
| 德国(2008) | 49,223,500  | 357022     | 11,400.00  | 137.87       | 4317.85      |
| 中国(2009) | 64,672,053  | 9600000    | 75,000.00  | 6.74         | 862.29       |

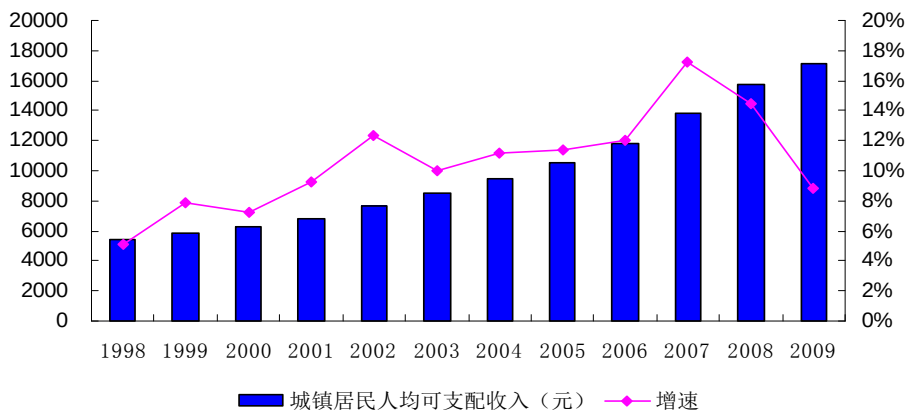
资料来源：东海证券研究所

## 2.2 收入增长提供长期成长动力

为大宗可选消费品，消费者的收入水平是决定乘用车需求增长的核心因素。随着我国经济的持续较快增长，我国居民收入水平不断提高，进入汽车消费门槛的人群不断增多，这也正是支撑我国汽车行业持续快速增长的根本动力。值得强调的是，我国已将“收入分配改革”作为下一阶段经济改革的重点，未来将大幅提高居民收入在国民收入中以及劳动报酬在初次分配中的比重。可以预见，我国居民收入不仅将持续增长，增速还有可能进一步提高，这无疑将成为我国汽车消费继续快速增长的强大动力。

- ◆ **城镇居民收入持续较快增长。**城镇居民仍是我国汽车消费的主导人群。近十年来，城镇居民收入水平一直保持快速增长，近 10 年平均增速约为 11% 左右。2008-2009 年，面对国际金融危机，城镇居民收入仍然实现了较快增长，只是增速有所回落。

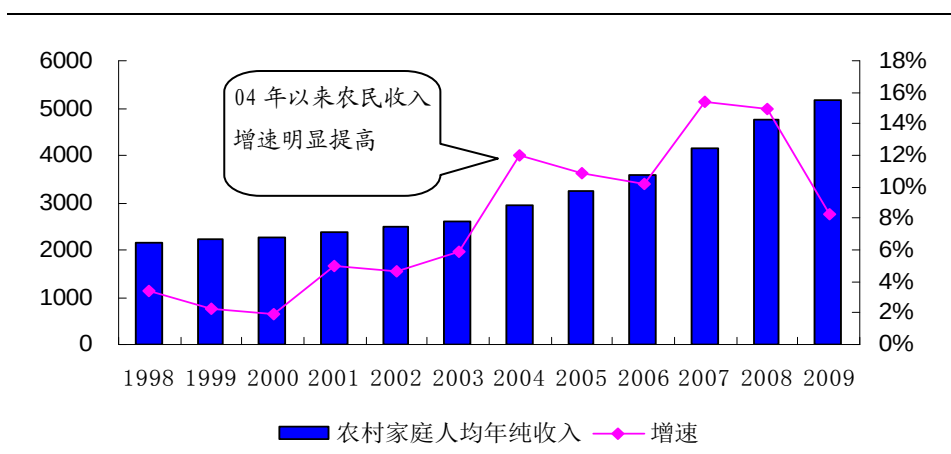
图9. 城镇居民收入持续较快增长



资料来源：wind

- ◆ **农民收入增长进入快车道。**在国家持续的强农惠农政策扶持下，04年开始我国农民收入已改变了过往增速迟缓的局面。2009年我国农民人均年纯收入已较2003年增长近一倍，6年接近翻番说明农民增收已经进入了快车道。此外，深化农村改革、缩小城乡差距是党的十七大确定的战略任务，国家对农民增收问题的重视只会有增无减，农民收入增长有进一步加快的可能。

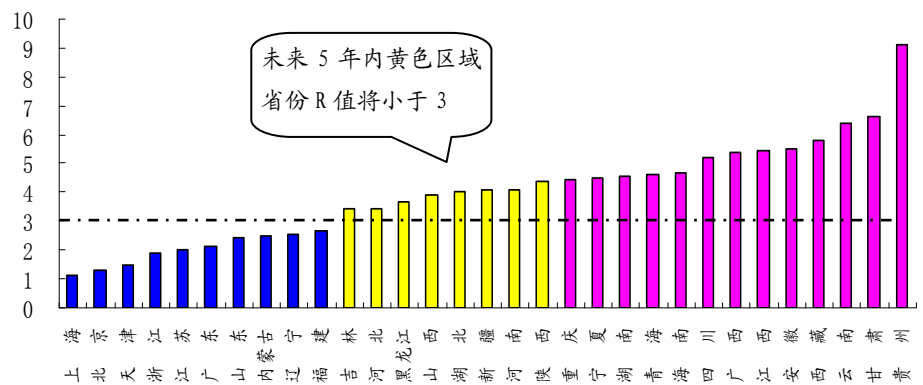
图10. 04年以来农民增收已进入快车道



资料来源: wind

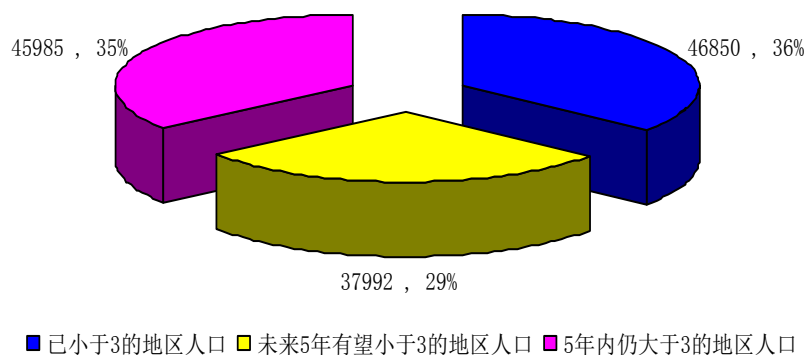
- ◆ **收入增长将使越来越多的地区迈入汽车普及门槛。**居民收入水平与汽车消费需求密切相关，国际上通常将R值（平均车价/人均GDP）等于3作为汽车消费普及的门槛，随着居民收入的提高，R值自然越来越小，汽车消费也就越普及。从我国当前情况来看，截止2008年已有10个省市R值小于3，这些省市总人口为4.69亿，这些省市可认为是支撑我国汽车市场自2002年以来快速增长的主导区域。更为重要的是，若按我国人均GDP年递增约8%计算，未来5年内将有吉林、河北等8个省份R值进入小于3的区域，这意味着未来5年内将有3.8亿人进入汽车消费门槛，届时已进入汽车消费门槛的人口将占我国人口总数的65%。相比于过去7年的4.69亿人，5年内新增3.8亿人的需求释放并不比前一阶段弱，而5年之后则仍至少有4.6亿人“等候”进入汽车普及门槛，由此可见我国汽车消费需求在未来相当长时期内都可继续快速增长。

图11. 我国各地区 R 值情况 (2008 年)



资料来源: 东海证券研究所

图12. 不同 R 值地区人口及占比情况



资料来源: 东海证券研究所

### 2.3 政策扶持将成行业快速增长的催化剂

国际金融危机之后, 转变经济增长方式对于我国已越来越迫切, 而扩大内需、促进消费则是促进我国转变经济增长方式的根本导向。汽车行业产值大、产业关联度高的特点决定了它必然是国家产业政策扶持的重点对象。2009 年, 第一个出台的产业振兴规划便锁定汽车行业说明了国家对汽车行业的高度重视, 此后汽车行业超预期的迅猛复苏也证明了汽车在扩大内需方面难以替代的作用。2010 年, 在 09 年汽车销量已实现超预期增长并且位列世界第一之后, 国家并没有减弱对汽车消费的扶持力度, 由此也可看出国家对汽车行业的扶持并非短期之举。我们认为, 鉴于汽车消费对于促进我国经济持续健康发展的重要作用, 国家政策对汽车行业的扶持方向绝不会改变, 扶持力度还会不断加强, 在政策导向方面则有可能逐步侧重扶持节能与新能源汽车, 这将更加有利于行业的长期健康发展。

◆ 据统计, 2008 年汽车消费额在我国社会消费品零售总额中占比约



26%，2009 年则进一步提升至 27%左右，且是占比最大的消费门类，由此也可看出汽车消费对于拉动内需的关键作用。

- ◆ 09 年底，国务院通过了 2010 年有关促进消费的若干政策措施。涉及汽车行业的政策包括小排量乘用车购置税减征调整、汽车下乡与以旧换新政策延续以及新能源汽车示范推广试点增加等方面。这些政策除了购置税减征幅度有所缩小外，其他政策或直接延续，或扶持力度比 09 年还有所加强。近期，国务院又决定将原本 5 月 31 日到期的以旧换新政策延续至今年年底，这已充分体现出政府继续扶持汽车消费的态度。我们认为，包括“汽车下乡”、“以旧换新”等多项扶持政策在 2010 年以后仍可能继续延续。

表 5 09 年与 10 年有关促进汽车消费的若干政策对比

| 政策措施         | 09 年主要内容                                                         | 10 年政策调整                                           |
|--------------|------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 乘用车购置税减征     | 对 1.6L 及以下小排量乘用车减按 5%征收车辆购置税                                     | 延续至 2010 年底，对 1.6L 及以下小排量乘用车减按 7.5%征收车辆购置税         |
| “汽车下乡”       | 对农民购买微型客车、轻型、微型载货车按车价 10%给以补贴，补贴额度最高不超过 5000 元                   | 延续至 2010 年底                                        |
| 汽车“以旧换新”     | 对符合一定使用年限要求的中、轻、微型载货车和部分中型载客车以及“黄标车”适度提前报废并换购新车的给以 3000-6000 元补贴 | 政策延续，且将补贴额度提高至 5000-18000 元。                       |
| 节能与新能源汽车示范推广 | 在 13 个城市试点，对单位购买节能与新能源车给予补贴                                      | 试点城市由 13 个扩大到 20 个，并且选择 5 个城市作为对私人购买节能与新能源汽车给予补贴试点 |

资料来源：东海证券研究所

- ◆ 对“节能车”进行补贴意义重大，未来作用或类似于购置税减半。6 月 1 日，财政部等部门公布了节能与新能源汽车补贴方案，市场对私人购买新能源车补贴这一块关注颇多，我们认为对满足条件的普通乘用车可认定为“节能车”并给予补贴的意义同样不容忽视。虽然由于目前满足要求的节能车种类很少，补贴政策对当前汽车销售的刺激作用并不明显，但政策的出台必将引导企业加紧小排量、低油耗车型的研发和推广。可以预见，未来满足条件的“节能车”种类将迅速增加，而对于普通的乘用车而言，3000 元的补贴同购置



税的减半额度相差不大，类似于购置税减半的巨大作用，这一政策必将有力促进节能车的销售从而带动汽车整体销量的快速增长。

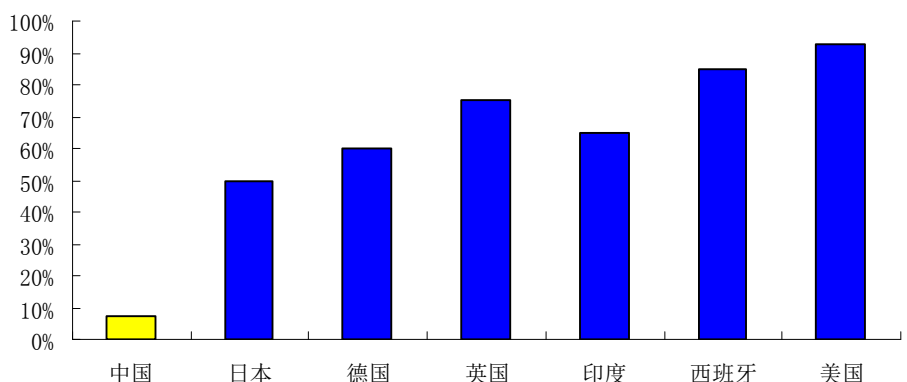
表 6 私人购买节能与新能源汽车补贴方案

| 类别    | 包含种类      | 认定条件                                          | 补贴标准                      |
|-------|-----------|-----------------------------------------------|---------------------------|
| 新能源汽车 | 插电式混合动力汽车 | 动力电池组能量不低于 10kwh，纯电动模式下续驶里程不低于 50km           | 按电池组能量，3000 元/kwh，最高 5 万元 |
|       | 纯电动汽车     | 动力电池组能量不低于 15kwh                              | 按电池组能量，3000 元/kwh，最高 6 万元 |
| 节能汽车  | 传统燃料汽车    | 1.6L 及以下排量；列入《车辆生产企业及产品公告》；达到规定的燃料消耗量限值且通过备案； | 3000 元/辆                  |
|       | 混合动力汽车    |                                               |                           |
|       | 双燃料汽车     |                                               |                           |

资料来源: 东海证券研究所

◆ **汽车金融政策有望成促进汽车消费新推手。**汽车金融对于促进汽车消费具有非常明显的推动作用，同时汽车金融也是汽车生产企业的一大利润来源。在国外，汽车消费信贷比例普遍都在 70%以上，美国则超过 90%。由于各种原因，我国汽车金融发展缓慢，迄今渗透率仅有 7%左右。有鉴于此，有关部门高度重视汽车金融的巨大作用和发展潜力，促进和规范汽车消费信贷列为了《汽车产业调整与振兴规划》的重要任务之一。当前行业各界对发展汽车金融已是热情高涨，奇瑞、江淮、长安等公司已纷纷成立或即将成立汽车金融公司，深发展等商业银行也已对汽车消费信贷业务重燃热情。我们预计，随着有关促进汽车消费信贷方面的政策最终出台，我国汽车金融有望进入一个全新的发展时期，这方面政策也将成为促进我国汽车消费持续快速增长的又一助推器。

图13. 国内外汽车金融渗透率比较



资料来源: 东海证券研究所

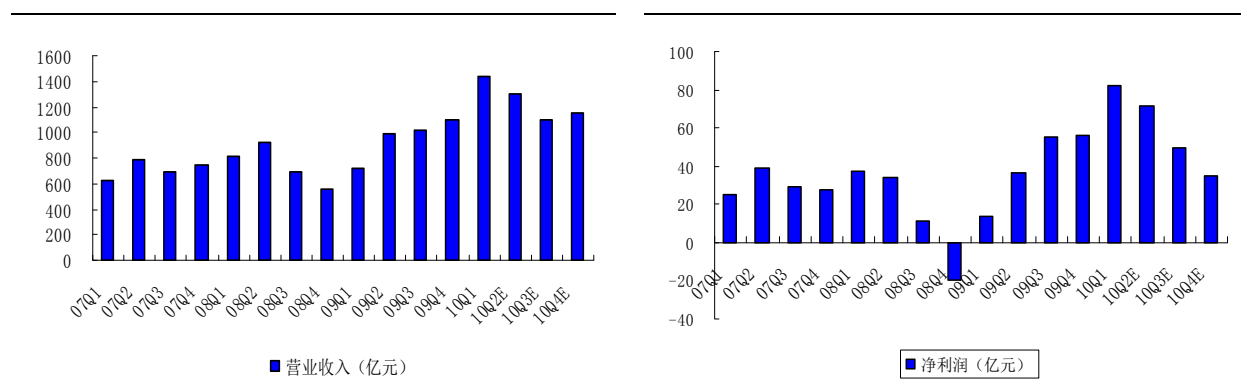
### 3. 同比业绩仍有高增长、估值处于低位

#### 3.1 全年业绩增长至少可达 40%

根据本文第一部分的分析，今年汽车行业将呈现从高点向常态逐步回落的过程，但整体而言汽车行业仍将维持较高的景气水平。从环比来看，行业业绩将呈现逐季下滑状况；但从同比来看，行业全年业绩仍可实现较大幅度的增长。我们预测，2010 年汽车板块业绩增长将在 40% 以上，而由于去年同期的较低基数以及今年一季度的超高业绩，今年上半年汽车板块业绩增速有可能达 200% 左右。

- ◆ 今年一季度汽车销量为 461 万辆，预计二、三、四季度汽车销量将分别约为 430 万辆、370 万辆、390 万辆。从同比增速来看，今年一季度高达 72.51%，二季度下滑至 26% 左右，三季度下滑至 4% 左右，四季度增速则将约为 -2%。
- ◆ 我们重点跟踪的整车板块（包含 16 家整车类主流上市公司）一季度共实现净利润 82.47 亿元，这一数值已较去年整个上半年业绩高出近 60%。这也意味着汽车板块上半年业绩高增长将毫无悬念，我们预测整车板块上半年业绩同比增长可能接近 200%。
- ◆ 我们预测整车板块二、三、四季度净利润分别约为 72 亿、50 亿、35 亿，呈逐季下滑趋势。由于去年同期基数分别为 36 亿、55 亿、56 亿，汽车板块下半年业绩同比增速将为负值。
- ◆ 从全年看，汽车板块业绩仍可实现较大幅度的正增长。我们预测的整车板块全年净利润增速约为 47%。

图14. 整车板块单季度收入、净利润走势及预测（亿元）



资料来源：东海证券研究所

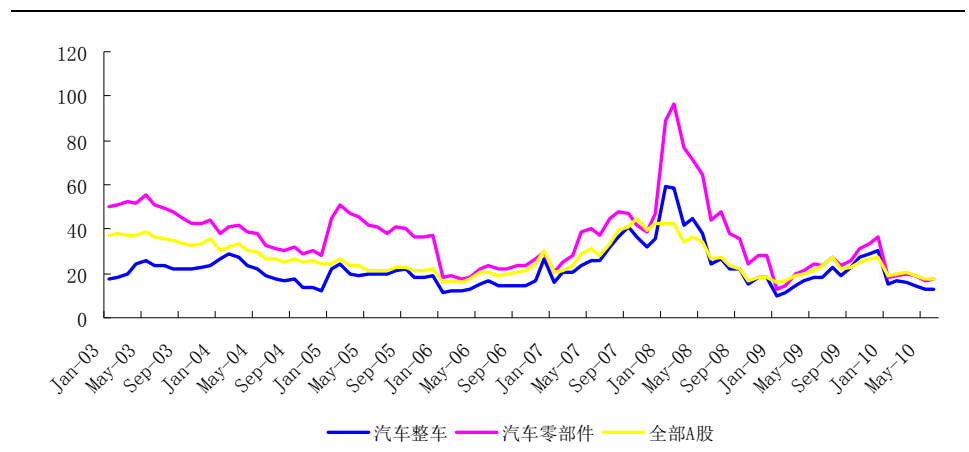
#### 3.2 估值水平处于低位且有修复需要

从表 7 可以看出，按照我们汽车板块全年业绩增长 47% 的一般情景假设，当前整车板块估值水平对应 2010 年 13 倍 PE，零部件板块则为 17 倍。纵使按

照悲观情景假设，整车板块估值水平也仅为 14 倍。对比历史估值水平，汽车板块估值水平已明显处于中轴下方，且离历史最低水平的空间也已不大。由此可见，我们虽然还不能说汽车板块估值水平已见底，但当前的估值水平已确实处于底部区域，继续下移的空间非常有限。

从汽车板块与市场整体估值水平的对比来看，历史上整车板块与市场整体估值水平较为一致，但零部件板块要高于市场整体水平。而当前的情况是，整车板块估值水平已明显低于市场整体水平（按普遍预期的 30% 业绩增长，全部 A 股对应 2010 年 17 倍 PE），零部件板块则与市场整体水平相同。从前述汽车板块与市场整体估值水平的历史经验出发，当前汽车板块估值水平已存在一定的纠偏要求，换言之，汽车板块当前估值水平已提前反映了较为悲观的预期，其未来走势应强于大盘。

图15. 汽车板块历史 PE 估值水平走势



资料来源：wind、东海证券研究所

表 7 汽车板块当前估值水平对比

|                 | 整车                   | 零部件                   | 全部 A 股            |
|-----------------|----------------------|-----------------------|-------------------|
| 对应 09 年业绩估值     | 18.76                | 25.7                  | 22.74             |
| 一般情景估值，业绩增长 47% | 12.76                | 17.48                 | 17.49，对应业绩增速为 30% |
| 悲观情景估值，业绩增长 30% | 14.43                | 19.77                 |                   |
| 乐观情景估值，业绩增长 60% | 11.73                | 16.06                 |                   |
| 历史估值水平          | 中值为 15-20 倍，最低值 10 倍 | 中值为 20-25 倍，最低值为 13 倍 | --                |

资料来源：wind、东海证券研究所

## 4. 投资策略

### 4.1 长线投资买点已到来

综合全文分析,我们认为汽车板块今年业绩仍可实现 40%以上的增长,在未来相当长时期内,我国汽车行业也将继续处于快速成长期,汽车板块的业绩增长将具有较高的确定性和持续性。尤为重要的是,当前汽车板块估值水平已处于历史低位附近,不仅继续下降的空间非常有限,而且本身还存在一定的纠偏要求。鉴于此,我们认为当前已是逐步买入汽车股的良好时机,未来汽车板块走势将强于大盘。具体的投资标的方面,我们看好的是汽车行业中综合实力领先的乘用车龙头企业以及相应的综合型汽车零部件龙头:上海汽车(600104)、长安汽车(000625)、一汽轿车(000800)、华域汽车(600741)。这些企业不仅是我国汽车消费持续快速增长的最主要受益者,同时还有可能随着我国汽车行业的壮大成为世界级的汽车或零部件制造企业。

### 4.2 短线关注中报可能超预期公司

前文提高,汽车板块上半年业绩大幅增长已是定局,行业内大部分企业业绩增速都将在 100%以上。随着 7、8 月份中报的逐步披露,汽车板块的优良业绩有望为行业估值水平的修复提供动力。我们建议重点关注部分业绩增长有可能超预期的公司。上半年市场中,商用车尤其重卡增速大幅领先行业整体水平,乘用车市场中 MPV 增速也明显领先。我们建议重点关注的是商用车销售增速的领先的中国重汽(000951)、潍柴动力(000338)、宇通客车(600066)以及 MPV 市场龙头企业——江淮汽车(600418)。

## 5. 重点公司简析

下半年我们建议重点关注上海汽车、长安汽车、一汽轿车、华域汽车等四家公司,以下就推荐理由做简单陈述。

### 5.1 上海汽车(600104)

我们曾将公司形容为“飞奔的大象”,意思是上汽虽然已是国内汽车行业的龙头老大,2009 年产销规模率先突破 200 万辆,但其增长速度并没有放缓且继续高于行业整体水平。公司不仅产销规模国内第一,在人才、产品、技术、管理等各领域也有着明显的领先优势。我们认为,上汽不仅是国内汽车行业的绝对霸主,同时也将逐步成为具有全球竞争力的国际汽车工业巨头,这也是上汽的长期投资价值所在。

公司 2009 年汽车销量约为 272 万辆,同比增长 57%,高于行业整体水平近 10 个百分点,市场份额则提高至 19.83%,较行业排名第二的一汽集团高出近

5.6 个百分点。2010 年，公司销量继续快速增长，1-5 月累计销量已达 149 万辆，同比增长 48.21%。我们预测公司全年销量将可达 325 万辆左右，增长 20%，继续高于行业整体水平。与此同时，公司的自主品牌轿车不仅实现了量的突破，而且成功树立了有别于一般自主品牌的高品质形象。2010 年公司将有 4 款自主品牌新车型推出，全年自主品牌销量将突破 16 万辆并有望实现扭亏为盈。此外，公司已携手通用重点拓展印度市场，今年 4 月公司委派的管理人员已进驻印度合资公司，2011 年起公司新车型将导入印度市场。与国内市场类似，印度也是汽车消费增长潜力极大的市场之一，且公司旗下通用五菱产品非常适合于印度市场，联手通用拓展印度市场的前景值得期待。

按照最新的股本，我们预测公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 1.01、1.16 元，当前股价分别对应 12、10 倍 PE。

## 5.2 长安汽车（000625）

公司是国内第四大汽车集团，09 年销量 189 万辆，增长 56.25%。目前国内汽车行业第二、三、四位企业销售规模差距很小，且长安增速明显高于一汽集团和东风集团，公司将很快跻身行业三甲。公司自主产品以微型车为主，微车产销规模位居行业第二，但增速高于上汽通用五菱。2009 年，中航汽车并入长安集团，公司实力得到进一步提高，公司微车将具备与通用五菱争霸的实力，东安动力的发动机及变速箱也将提高长安微车以及自主轿车的竞争力。公司的自主品牌轿车也已实现重大进展，“悦翔”月销量已突破 1 万辆。此外，公司在节能与新能源汽车开发领域处于行业前列。公司有多款轿车符合国家“节能车”认定标准，将可明显获益节能车补贴政策。08 年，公司的混合动力版杰勋参加了奥运示范运营且成为运营中表现最为突出的车型，公司的纯电动轿车“奔奔 mini”也已于 09 年下线。

我们预测公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.80、0.98 元，当前股价分别对应 12、10 倍 PE，估值明显处于低位，我们给予其“买入”评级。

## 5.3 一汽轿车（000800）

公司为一汽集团旗下轿车上市平台，主营产品包括马自达六系列、奔腾系列以及红旗系列轿车。由于产品主要为中高级轿车，公司盈利能力较为突出，2009 年公司毛利率为 22.1%，今年一季度则攀升至 25.09%，远高于一般整车企业的水平。公司的成长能力也同样较强，公司 2009 年推出的马自达睿翼及奔腾 B50 均很快取得了销量的突破，全年公司共实现销量 18.9 万辆，同比增长 57%，明显高于行业整体水平。2010 年，公司将推出奔腾 B30，凭借奔腾品牌已建立的良好市场形象，预计这一车型上市后将很快放量，从而推动公司销量继续快速增长。

国内三大汽车集团中，上汽和东风均已实现整体上市，一汽集团谋划整体上市也已是公开的秘密，而公司作为一汽集团整体上市平台的预期则始终存在。仅从这一角度，我们认为公司也值得长期关注并可享受一定的估值溢价。预测公司 2010、2011 年 EPS 分别为 1.34、1.57 元。目前公司股价分别对应 10 年、11 年 12、10 倍 PE。

#### 5.4 华域汽车（600741）

公司是上汽集团旗下零部件业务上市平台，也是国内汽车零部件行业中规模最大、技术水平最高的旗舰企业。公司旗下共有 23 家零部件企业，其中包括延锋伟世通、上海纳铁福、小糸车灯、上海制动系统、上实交通等诸多细分行业龙头企业。公司 60%左右产品配套上汽集团，依托同上汽的稳固合作关系，公司获得较快增长毫无难度。与此同时，由于公司产品在众多细分领域的技术和规模优势，公司近几年上汽集团外业务发展迅速，长安福特、一汽大众等企业都已成为公司的重要客户，未来公司集团外业务比例将逐步提升。

伴随着国内汽车市场规模的迅速扩大以及我国企业生产水平的提高，国际汽车零部件产业向中国转移的趋势正逐步加速，具有突出的技术和规模优势的企业有望成长为世界级的零部件巨头。从这一角度出发，公司无疑是国内最具成长空间的企业。预测公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.69 元、0.80 元，目前公司股价对应 10 年、11 年仅为 12、10 倍 PE，我们给予其“买入”评级。

表 8 汽车行业重点公司盈利预测与投资评级

|      | 股价       |         | EPS   |       |       | PE    |       | 投资评级 |
|------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|      | 6 月 18 日 | 2009A/E | 2010E | 2011E | 2009  | 2010  | 2011  |      |
| 上海汽车 | 12.05    | 0.51    | 1.01  | 1.16  | 23.63 | 11.93 | 10.39 | --   |
| 长安汽车 | 9.44     | 0.46    | 0.8   | 0.98  | 20.52 | 11.80 | 9.63  | --   |
| 一汽轿车 | 16.05    | 1       | 1.34  | 1.57  | 16.05 | 11.98 | 10.22 | --   |
| 福田汽车 | 18       | 1.13    | 1.64  | 1.96  | 15.93 | 10.98 | 9.18  | 增持   |
| 江淮汽车 | 6.82     | 0.26    | 0.71  | 0.89  | 26.23 | 9.61  | 7.66  | 增持   |
| 江铃汽车 | 18.35    | 1.22    | 1.5   | 1.73  | 15.04 | 12.23 | 10.61 | 增持   |
| 中国重汽 | 17.68    | 1.02    | 1.7   | 2.03  | 17.33 | 10.40 | 8.71  | 增持   |
| 潍柴动力 | 56.72    | 4.09    | 5.43  | 6.22  | 13.87 | 10.45 | 9.12  | 增持   |
| 宇通客车 | 15.7     | 1       | 1.33  | 1.64  | 15.70 | 11.80 | 9.57  | 增持   |
| 星马汽车 | 16.13    | 0.44    | 1.09  | 1.34  | 36.66 | 14.80 | 12.04 | 增持   |
| 华域汽车 | 8.23     | 0.59    | 0.69  | 0.8   | 13.95 | 11.93 | 10.29 | 买入   |
| 一汽富维 | 18.13    | 1.68    | 1.9   | 2.19  | 10.79 | 9.54  | 8.28  | 增持   |
| 东安动力 | 11.09    | 0.51    | 0.62  | 0.87  | 21.75 | 17.89 | 12.75 | 增持   |
| 亚太股份 | 19.46    | 0.48    | 0.61  | 0.72  | 40.54 | 31.90 | 27.03 | 增持   |
| 中鼎股份 | 16.3     | 0.47    | 0.62  | 0.75  | 34.68 | 26.29 | 21.73 | 增持   |



|      |       |      |      |      |       |       |       |    |
|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|----|
| 威孚高科 | 14.79 | 0.79 | 0.95 | 1.09 | 18.72 | 15.57 | 13.57 | 增持 |
| 福耀玻璃 | 8.5   | 0.56 | 0.73 | 0.91 | 15.18 | 11.64 | 9.34  | 增持 |
| 万向钱潮 | 11.3  | 0.3  | 0.4  | 0.52 | 37.67 | 28.25 | 21.73 | —  |

资料来源: 东海证券研究所



**附注:****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 $> 10\%$         |

**三、免责条款**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122