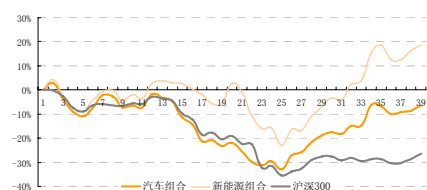


汽车行业专家视点系列一： 乘用车专家饶达先生访谈录

推荐（维持）

行情走势图



相关研究报告

产销旺季布局客车股，产业政策助推新能源——平安证券汽车及新能源行业9月动态报告

（2010.9.15）

中报后汽车股将趋于平静、政策强力驱动新能源汽车——平安证券汽车及新能源行业8月动态跟踪报告

（2010.8.16）

敢教日月换新天——新能源汽车投资策略

（2010.8.6）

汽车业月增幅逐渐走低、新能源汽车政策支持力度渐大——平安证券汽车及新能源行业7月动态跟踪报告（2010.7.12）

板块探底、探宝新能源——汽车行业2010年下半年投资策略(2010.6.18)

研究员

余 兵 S1060207120088
021-33830530
Yubing006@pingan.com.cn

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

■ 近期投资者对轿车行业的关注度较高，但分歧也较大。准确把握行业发展趋势，对于布局四季度乃至2011年轿车股的投资非常重要，为此近日我们与乘用车行业专家、全国乘用车市场信息联席会秘书长饶达先生就乘用车行业发展的若干问题进行了全面系统的交流。涉及问题包括：销量预测的方法论；对库存规模、产能利用率、消费信贷、消费区域特征的正确理解并使用；对车市2010年四季度、2011年发展趋势的判断；对目前热卖的汽车品种的看法；并展望了汽车销售及售后服务业的未来发展空间。访谈录中，亦有结合平安证券对汽车行业的看法。

■ 饶达先生与中国汽车工业有深厚渊源，其父饶斌先生是中国汽车工业奠基人、一汽第一任厂长；饶达先生本人曾在一汽、东风、上海大众等大型汽车企业工作，并长期从事乘用车市场分析，是该领域最为权威的专家之一。乘用车联席会每周、每月发布的产销数据已对证券市场汽车股的表现产生重要影响。另外，我们认为乘用车联席会对全行业的生产、销售信息有全面搜集和分析，有助于消除投资者在对个别区域和品牌经销商走访时了解的信息的片面性。

目录

一、关于销量预测的方法论	3
1.1 心理因素	3
1.2 政策因素	3
二、对短期市场的看法	3
三、对库存数要正确理解.....	4
四、产能利用率	5
五、消费信贷不构成汽车市场的支撑	5
六 自主品牌汽车发展困难重重	5
七、区域特征与热点产品	6
八、丰田召回事件余波将平	6
九、汽车销售与服务业未来大有可为	6
十、2011 年行业增速判断	6

一、关于销量预测的方法论

轿车行业是典型的周期性行业，其运行变量较多，多变量多方向变化造成行业利润水平的大幅变化，也给投资者把握轿车股的周期带来很大困难。其中，销量是跟踪和分析轿车行业需要重点关注的变量，但影响轿车销量的因素很多。

销量是汽车行业经济运行最重要的指标，投资者试图寻找能前瞻判断销量的因素和变量，以作为研究和投资的先行指标。产业界和证券界多年来都为此做出很多努力，但暂时未有理想的结果。

有观点将销量增长规律与货币供应量等宏观指标挂钩。从理论上讲，轿车销量与 GDP、人均收入等宏观经济指标确有相关性，但这种相关性很难准确捕捉，一方面：宏观经济与轿车消费等中观或微观经济体之间有较长的传导过程；另一方面，上述经济指标也适用于其他很多行业与领域，对轿车消费分析的专有性作用不明显。

1.1 心理因素

轿车的最重要特性是“可选消费品”，其消费既具有一般消费品的特征，又有很强的“可选”特征，既非必需品，其被消费的时间、品种亦具有较大不确定性，受心理、预期等主观因素影响较大。

如：2008 年因金融危机影响，部分轿车消费因人们对经济和收入预期悲观而推迟。对大众心理和情绪的把握是难以用经济指标来分析判断的，作为个体的人，其心理的变化既基于自身预期判断，也极易受外界观点影响。

轿车消费作为家庭财富和消费水平的标志，消费者有较强从众心态。已购车家庭会给未购车家庭带来一定心理压力，从而促使后者加入购买大军。

年轻一代购买力不容忽视：80 后一方面接受新生事物能力强，消费观点改变快，另一方面他们多为独生子女，长辈在财力上的支持使得他们购买欲望得以实现；房地产价格居高不下，也促使 80 后将短期消费目标由购房变为买车。80 后的行为同样也给 60、70 年代人群以一定压力，带动后者购车。

1.2 政策因素

短期看，对轿车行业销量波动影响最大的因素是政策。

汽车能源消耗大，涉及环保等民生问题；产业链长，对国民经济和就业等社会经济影响大；各国政府对汽车业发展的参与程度较高，地方政府将其作为支柱产业亦加以鼓励发展。各国对汽车促销政策基本相同，主要有减税、补贴等。“汽车下乡”是我国独有的刺激政策。

在政策作用下，行业表现为起伏较快，特别是行情启动时呈现为脉冲式上升。此外，政策还带来边缘效应，如小排量减税政策刺激了 1.6 升以下乘用车的旺销，而 1.5 升-1.6 升区间产品受惠额度最大，因此导致该排量区域产品销售增长最快。

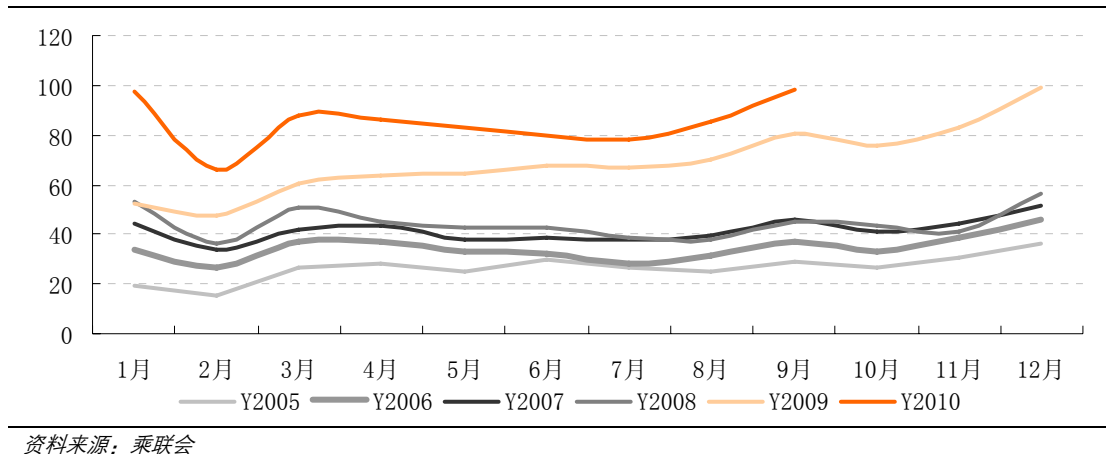
2009 年中国汽车市场超常规的发展主要是因国家多项汽车产业政策的刺激作用，将社会潜在购买力和前期因金融危机影响而推迟的购买力充分释放。

二、对短期市场的看法

我国 2010 年宏观经济和汽车市场走势均是“前高后低”，而且滑落的速度略快，2011 年则将是“前低后高”。由于四万亿投资边际作用递减、加上不少行业优惠政策到期，末班车效应会使 2010 年四季度经济增长降幅减小，因此关键是控制三季度的经济下滑，国家在国庆节和中秋节的放假安排上，让 9 月份多一个工作日，为 22 天，让 10 月份少一个工作日，为 17 天，这样三、四季度的工作日

与去年持平，可使三季度的 GDP 增长率下滑减少 1.6%，又可使 2011 年一季度环比降幅减小。对于汽车市场的产销量来说，9 月销量可多增约 4.7%，加上“金九”的诸多有利因素和节能车补贴的促销作用全面发挥，8 月份市场已提前预热。

图表 1 狭义乘用车月销量走势 单位：万辆



三、对库存数要正确理解

库存数分为厂家库存和经销商库存两大类。

厂家库存数 = 前期库存累计 + 本期库存变量，本期厂家库存变量 ≈ 产量 - 批发数。我国汽车主要是仓储式销售，这种销售模式中，厂家库存为月均销量的 0.4—0.6 为正常，0.6—0.8 为偏高，> 0.8 为较高，0.3-0.4 为偏低；由于畅销车基本是零库存，厂家汽车库存总量处于偏低区域的上限。

经销商库存数 = 前期库存累计 + 本期库变量，本期经销商库存变量 ≈ 厂家批发给经销商汽车数 - 经销商零售数，仓储式销售中，经销商库存为平均月销量的 0.8-1.2 为正常，1.2-1.5 为偏高，> 1.5 为较高，0.6-0.8 为偏低，目前经销商的总库存处于偏高区域的下限。

年度销售量如增长 100 万辆，周转库存应该增长 7-10 万辆。年初我国汽车库存较低，需要补充；在由“井喷”回归正常的过程中，库存增长也是正常规律，库存较快增长的同时，库存增量低于 80 万辆。

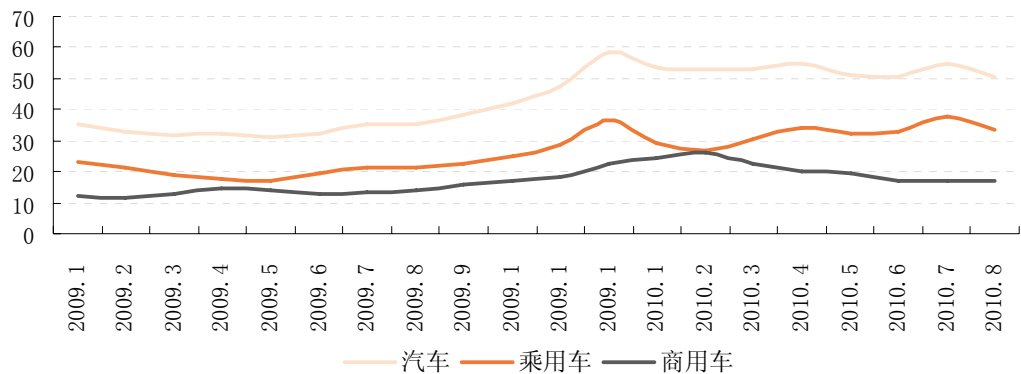
中国除了乘联会外，没有任何机构统计国内零售数（终端销量），乘联会也仅能近似地统计出本期乘用车经销商库存变量，上半年乘用车库存增长顶多 60 万辆。经销商库存数是厂家保密数据，在国外，厂家报给国家授权统计单位的这个数据，也都是高度保密的，不会把详细汇总表反馈回企业，仅是发布库存总量用于行业运行分析。国际惯例是：国家的汽车销量是按终端销量计算，而中国没有经销商库存数和国内终端销量的精确统计。

关于上牌统计数据：武警、军队、机场、码头、大矿山内部使用的汽车不上牌，还有套牌车和不上牌的用户。因此终端销量与上牌数的差值约为 3-8%。批发数比终端销量高，是由于批发数中包含出口数、终端销量和经销商库存增量。

库存合理度与经销商所在地有关：如果厂家的车型多、网点多或在三、四级地区的销量少，经销商库存系数 > 2 也是正常的。汽车生产企业所在地的经销商的库存系数可能比如新疆等边远地区的经销商少一倍。

这两年汽车市场规模净增 800 万辆，2010 年厂家要大力扩建营销网点，很多经销商资金紧张，才有部分经销商喊库存过大，他们大部分是自身经营较差的。目前行业平均库存水平在 1.5 个月均销量左右，库存系数比 04 年年初和 08 年年底都略好，总体处于总库存略偏高的下限，其中合资企业库存总量处于正常区域，内资企业处于偏高区域。

图表 2 汽车生产企业库存量总计 单位: 万辆



资料来源: 中国汽车工业协会

四、产能利用率

2009 年下半年全行业估计在 110%左右, 乘用车行业 120%。目前估计在 110%左右。产能并不过剩。此外, 不同国家和阶段的产能水平有较大差异, 成熟市场产能过剩的临界点是 70-80%。中国目前的情况是产能不足。

五、消费信贷不构成汽车市场的支撑

年初受金融政策微调影响, 多数银行延长汽车贷款审批时间, 上调汽车贷款利率。有的银行将信用卡分期购车手续费上调, 幅度为车价的 0.5%-1%。部分信贷额度紧张的银行暂停了汽车贷款业务。汽车金融公司虽有审批手续简单、速度快等优势, 但是贷款利率高, 80%以上的购车者仍选择银行贷款。如中信银行一年期的汽车贷款利率为 6-7%, 而大众汽车金融公司的汽车贷款利率均在 8%以上。中国的汽车金融公司具有融资难、利率高等特点, 无法吸引更多消费者。以上原因使年初汽车消费信贷购车的比例一度下降到 7%! 汽车消费信贷新政策迟迟不出台, 估计 2010 年汽车贷款总额比去年略高, 贷款购车的比例是下降的, 不构成汽车市场的支撑。

六 自主品牌汽车发展困难重重

中国自主品牌汽车经过艰苦努力已经取得丰硕成果, 但代价也是极高的, 如奇瑞、吉利、长城、比亚迪、上汽、江淮等自主品牌企业, 研发费用大于销售额的 10%。在大家对自主品牌大唱赞歌时, 乘联会研究的结论却是自主品牌汽车发展前景堪忧, 因为国家对自主品牌倾斜政策力度很小, 使合资品牌很多车型在市场上不断攻城掠地, 2007 年夺得 A0 级轿车市场的半壁江山, 2009 年占去 SUV 市场 50%以上的份额; 2010 年又把 MPV 市场主导地位夺走。目前仅在 A00 级轿车和微型客车市场, 自主品牌占有率大于 50%; 2010 年以来自主品牌狭义乘用车市场份额逐月下降, 从 1 月份的 35.9%, 降到 8 月份的不足 27%。

2010 年年初购置税优惠缩水后, 中高级和高级轿车、SUV、MPV 车市场占有率上升, 而小排量轿车市场下降。A00 级轿车 2008 年市场占有率为 7.7%, 2009 年降为 7.3%, 2010 年 1-8 月累计又降为 6.8%, 对内资企业生存形成极大的压力。

内资汽车企业的困境主要来自于国家的汽车市场政策。很多发达国家政府仅用内资企业的车，国务院规定的政府采购自主品牌汽车按数量计算为 50%，但按金额计算不到 30%。目前汽车上市公司都在融资以输血给自主品牌，中国的商用车甚至还出现了新一轮合资潮，这样国内大汽车集团就会从制造业变为第三产业的投资公司，汽车工业的实际控制权又会掌握在国外汽车寡头手中。

七、消费区域特征与热点产品

2009 年二、三线城市增长较快，2010 年以来上述区域增速趋缓。购买力最终取决于收入的增长。维持我们前期的看法：小排量减税等政策刺激了对价格较为敏感的二、三线城市销量的增长，而不是二、三线城市消费启动带动了轿车销量的增长。

MPV、SUV：消费观念及消费潮流的变化，持续性有待观察。国外该类产品比例下降，主要是油耗较大。

微型客车：有透支消费的可能，后期该行业有调整的可能。

八、丰田召回事件余波将平

今年以来日系车市场占有率下降，主要是受丰田召回事件影响。在此期间，欧美车系市场占有率趁机上升，大众、通用是受益者。

目前看召回事件影响趋于结束，后期日系车市场占有率有望回升。

九、汽车销售与服务未来大有可为

在国外成熟市场，经销商利润来源中 50%为售车收入，50%为售后服务收入。随着国内汽车保有量的增加，售后服务市场发展空间非常大，该类收入将相当可观。

国内销售与售后服务网点比例为 1:1.，低于国外 1:3 的比例，一方面显示了售后服务市场的卖方特征，另一方面也说明该领域的发展空间。

通常厂商确定终端销售价格可在出厂价的基础上浮动 6-7 个百分点，另外有望得到厂商的批量返点。但批发零售差价受市场景气度影响较大，经常有零售价低于出厂价的情况，说明经销商将厂商返利完全让给了消费者，即该部分收入波动较大。

十、2011 年行业增速判断

目前乘联会有 40 余人的预测分析团队，认为这种工作方式既加强了行业的信息交流，又提高了分析预测的准确性。

目前乘联会对 2010 年汽车市场销量判断是 1750 万辆，即同比增加 28%，其中狭义乘用车（轿车+MPV+SUV）1060 万辆，广义乘用车（狭义乘用车+微型客车）1300 万辆。

对 2011 年的销量预测分不同情景分别为 1770（悲观）、1850（中性）、1900（乐观）万辆。

2011 年汽车市场政策面临较大变数：汽车下乡、购置税、以旧换新等补贴减税政策到期。

政策判断：预计在房地产调控力度加大的背景下，为保持经济的较快增长，国家将延续鼓励汽车消费的政策，从而实现汽车市场的稳定较快增长。

几个关键指标的判断：

- 1) 价格：供需基本平衡，降价压力不大，价格体系基本稳定。
- 2) 成本：预计 2011 年石油、有色金属等资源类产品价格上升可能较大；钢材价格有望持平；随着产能建设导致产销规模扩大，折旧费用将有所增长；劳动力成本也将上升。

研究员简介：

平安汽车行业研究团队入围 2009 年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选。

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10 年技术经济工作经验，7 年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业首席分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。3 年汽车行业研究经验，现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257