

汽车行业 2011 年策略：汽车消费方兴未艾，把握结构性脉络

增持（维持）

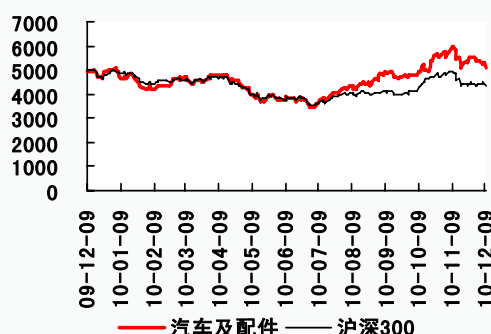
汽车及配件

报告日期：2010 年 12 月 10 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅 (%)
上证指数	2810.95	-11.3
天相流通指数	3683.61	-9.87
汽车及配件	5120.15	-14.28

行业指数近一年走势



相关报告：

《“银十”如期而至——10 月汽车销量数据点评》—2010-11-10

《销量和业绩均同比高增长——汽车及配件行业 2010 年三季报综述》—2010-11-04

《火爆过后，在不确定中寻找投资机会——3Q2010 汽车及配件行业基金重仓股分析》—2010-10-29

《汽车 9 月产销数据持续向好——9 月汽车销量数据点评》—2010-10-13

天相汽车及配件组

联系人 唐楠

黄聪 王绪丽 张洪磊

021-58824282-837 tangn@txsec.com

010-66045802 huangc@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

● 本报告关注点：

- 1) 分析政策对我国汽车市场的影响，并对明年的政策导向性做出判断，对明年汽车细分市场走势做出判断。
- 2) 根据人均收入增速，千人汽车保有量，公路投资，地区生产总值增速情况，判断明年的汽车销量增长主要集中于中西部、北部等新兴经济区。
- 3) 我们认为明年汽车行业体现为结构性机会，重组，国际并购，新能源技术的研发和推广，进口替代将值得重点关注。重点推荐汽车零部件、客车两个子行业。
- 汽车行业重要性提升，政策导向性加强。**2009 年我国超越美国成为全球第一汽车产销大国，连续两年的销量快速增长使得我国成为全球汽车及配件行业的热土。2010 年 1-10 月汽车行业产值占工业产值比重回升至 7.05%，创 2003 年以来新高。对汽车行业的相关政策、指导意见出台频率加快，扶持力度加强，我国对汽车工业的重视达到空前高度。预计在未来的 10 年内，汽车工业都将成为我国重点调控和支持的行业，重要性将得到持续的体现。
- 零部件进入高速增长期，机会多于整车。**随着年内我国汽车保有量突破 8,000 万大关，年销量可能突破 1,800 万，汽车零部件的重要性正得到不断提升。双重需求将带动行业保持年均 20%-30%左右的增速。成本优势使得跨国零部件企业将产业基地向我国转移；我国民族零部件龙头企业竞争实力增强，出口量快速增长，国际并购谋求技术升级成为我国零部件企业的发展方向；行业之间并购重组进程加快，新的零部件巨头正在形成。零部件行业整体呈现高度活跃和快速增长。
- 客车表现强于行业，重点关注纯电动客车采购情况。**华中、华南是大中客车重点增长区域，随着旅游业的回暖以及新兴经济区的客运需求，预计大中客销量将迎来稳中有升的增长。新能源大客推广力度逐渐加强，根据两年内 25 个城市 1500 辆/市的采购需求测算，至 2012 年底新能源客车需求在 4 万辆左右，对具备混合动力和纯电动客车生产能力的企业构成利好。
- 投资标的。**1) 我们重点推荐汽车零部件：华域汽车、威孚高科、宁波华翔、松芝股份、中原内配；2) 货车行业：福田汽车；3) 客车领域：金龙客车；4) 谨慎关注乘用车：一汽轿车、东风汽车、长城汽车（HK）。

正文目录

1. 汽车行业战略地位提高，政策导向性加强	5
1.1 产销规模迅速扩张，牵动全球市场	5
1) 汽车行业产值占工业产值比例回升	5
2) 自主品牌乘用车快速增长	6
3) 汽车行业重要性提高，行业覆盖面广	8
1.2 政策导向多方面影响汽车行业	9
2. 汽车消费远未结束，关注新兴地区	11
2.1 汽车消费仍处于黄金时期	11
2.2 增长将向中西部、三线及以下城市和乡村转移	12
1) 一、二线城市汽车销量增速将放缓	12
2) 新兴的区域经济中心将成为增长重点	13
3. 乘用车喜忧参半	15
3.1 乘用车市场喜忧参半	15
3.2 明年总体新增产能处于理性范围	16
3.3 乘用车投资策略及个股	18
4. 零部件是值得长期关注的品种	19
4.1 零部件产业基地向中国转移，进出口贸易额将提升	20
4.2 掌握技术和市场，培养自己的零部件龙头企业	21
4.3 零部件投资策略及个股	21
5. 预计大中客未来两年增速将快于行业	23
5.1 大中客市场集中度将提升	23
5.2 华东、中南地区是大中客车的主要流向地	24
5.3 未来两年将保持 17% 左右的增长水平	26
5.4 高铁快速发展对客运的影响偏中性	26
5.5 旅游业的发展将推动旅游客车持续增长	28
5.6 城市客运逐渐电动化	29
5.7 我们的判断	29
5.8 客车投资策略及个股	30
6. 明年货车及底盘销量增速约 10% 左右	32
6.1 预计今年全年货车及底盘销量增速保持在 30%	32
6.2 多个指标向好，明年货车需求依然强烈	33
6.3 货车及底盘投资策略和个股	34

图表目录

图表 1: 汽车、机械、工业总产值及比例（单位：百亿元；百分比）	5
图表 2: 汽车整车收入情况（2002-2010.8）	6
图表 3: 汽车整车利润总额（2002-2010.8）	6
图表 4: 汽车零部件收入情况（2002-2010.8）	6
图表 5: 汽车零部件利润总额（2002-2010.8）	6
图表 6: 细分车型竞争格局	6
图表 7: 十二五规划市场占有率草案	7
图表 8: 基本型乘用车市场分配（2006-2009）	7
图表 9: 四驱SUV市场分配（2006-2009）	7
图表 10: 两驱SUV市场分配（2006-2009）	7
图表 11: MPV市场分配（2006-2009）	7
图表 12: 交叉型乘用车市场分配（2006-2009）	8
图表 13: 2010.1-10 基本型乘用车市场集中度	8
图表 14: 汽车行业就业人数及增速（按季度累计，单位：万人）	8
图表 15: 2006-2010 汽车及配件出口情况（亿美元）	9
图表 16: 2006-2010 汽车及配件进口情况（亿美元）	9
图表 17: 汽车行业政策对销量的传导作用概略	10
图表 18: 政策效果对乘用车销量的影响细分	10
图表 19: 可支配收入、人均GDP变化（指数：1978 年为基期=100）	12
图表 20: 2009 年千人狭义乘用车保有量——分省份（单位：辆）	13
图表 21: 2009 千人汽车保有量——分省份（单位：辆）	13
图表 22: 2010 年 1-10 月分地区公路投资及占比	14
图表 23: 2010.1-10 月公路投资前七位（单位：亿元）	14
图表 24: 11 月 1-19 日均整车销量降幅前五位（单位：辆）	15
图表 25: 11 月前三周日均销量降幅排序（单位：辆）	16
图表 26: 主要达产新增产能对上市公司的影响	16
图表 27: 车企扩产计划表	17
图表 28: 汽车整车行业三项费用率（2004-2010.1-8）	18
图表 29: 整车行业盈利能力（2004-2010.1-8）	18
图表 30: 乘用车推荐个股主要指标和看点	19
图表 31: 2000-2010.1-10 月汽车保有量和产量情况（单位：万辆）	20
图表 32: 汽车零部件行业三项费用率（2004-2010.1-8）	20
图表 33: 汽车零部件行业盈利能力（2004-2010.1-8）	20
图表 34: 2006-2010.1-9 月汽车零部件进出口金额（单位：亿美元）	21
图表 35: 零部件推荐个股主要指标和看点	22
图表 36: 前五企业大中客车市场占有率情况（1998-2010 年 1-10 月）	23
图表 37: 大中型客车企业市场占有率情况（2010 年 1-10 月）	24
图表 38: 客车销售占比情况（2005-2010 年 1-10 月）	24
图表 39: 客车销量分部结构（2010 年 1-10 月）	25
图表 40: 大中客车按地区保有量分部情况(2009 年，单位：辆)	25
图表 41: 大中客车按地区注册量情况（2009 年，单位：辆）	25
图表 42: 大中客车销量及增长情况（1998-2010 年 1-10 月）	26

图表 43: 大中客车按用途分类销量增长情况 (2008-2010 年 1-10 月)	26
图表 44: 我国铁路、公路以及高速公路营业里程 (1978-2009, 单位: 万公里)	27
图表 45: 历年客运量比例情况 (1952-2009)	27
图表 46: 历年客运周转量比例情况 (1952-2009)	28
图表 47: 高速铁路规划图	28
图表 48: 旅游业与旅游客车销量增长情况	29
图表 49: 大中客车销量预测	30
图表 50: 客车推荐个股主要指标和看点	30
图表 51: 宇通客车、金龙汽车净利润增长与大中客车销量增长比较情况	31
图表 52: 示范推广新能源客车企业入选车型数量统计 (1-15 批)	31
图表 53: 宇通客车、金龙汽车客车销售保有量区域分布情况 (2009 年)	32
图表 54: 货车及底盘月度销量 (2008.1-2010.10; 单位: 万辆)	32
图表 55: 固定资产新开工项目金额累计 (截至每年 10 月)	33
图表 56: 2010 年月度公路投资金额	33
图表 57: 交通运输量累计 (截至每年 10 月)	33
图表 58: 进出口贸易额累计 (截至每年 10 月)	33
图表 59: 货车推荐个股主要指标和看点	34
图表 60: 2010.1-10 重卡行业集中度	35
图表 61: 2010.1-10 轻卡行业集中度	35

1. 汽车行业战略地位提高，政策导向性加强

1.1 产销规模迅速扩张，牵动全球市场

我国自 2009 年超过美国成为全球第一大汽车产销国以来，汽车市场快速扩容，销量连续创出历史新高，合资品牌、自主品牌全面增长，对全球汽车工业的影响力愈加明显。

2010 年 1-10 月，我国共实现整车销售 1,467 万辆，预计全年销量有望达到 1,800 万辆，同比增速超过 28%。根据公安部的数据，截止 2010 年 9 月底，我国汽车保有量已突破 8,500 万辆，摩托车保有量 1.14 亿辆，预计 2010 年汽车保有量能够突破 1 亿辆。“十一五”规划期间，我国汽车保有量年均增长率 22.7%。根据 2010 年我国汽车保有量 1 亿辆，年均增速 10% 的保守测算，到 2020 年，我国汽车保有量将达到 2.59 亿辆。

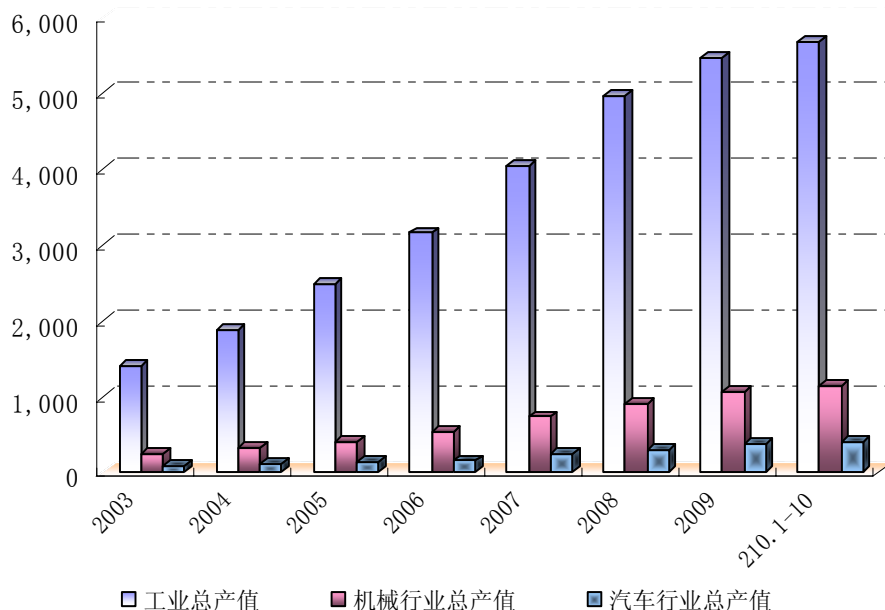
1) 汽车行业产值占工业产值比例回升

汽车工业作为我国的支柱产业之一，随着我国整体经济实力的提升，民族汽车工业的崛起，市场容量快速扩张，在全国乃至全球的重要性正显得日益突出。汽车行业产值占机械行业产值比重始终保持在 30% 以上，占工业总产值比重自 2007 年开始回升，2010 年 1-10 月达到 7.05% 的历史新高。机械行业占工业总产值比重自 2006 年开始触底回升，2010 年 1-10 月占比为 20.3%，达到历史高位。

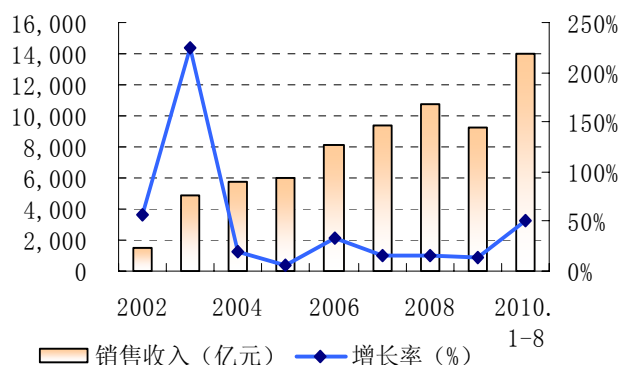
数据显示：汽车行业高速增长对机械行业产值增长的带动力较大。

2004-2006 年汽车行业产值占比低位徘徊，主要原因是汽车销量经过 2002、2003 年的连续高增长，进入了 3 年相对平滑的增长期。从销量数据来看，2002、2003 年我国汽车同比销量增速分别为 37%、35%，2004 年销量恢复理性，同比增速下降至 15.5%。根据合理预计，2009、2010 年我国汽车销量分别同比增长 46%、27%，后 5 年保持在 10-15% 的年均增速是大概率事件。

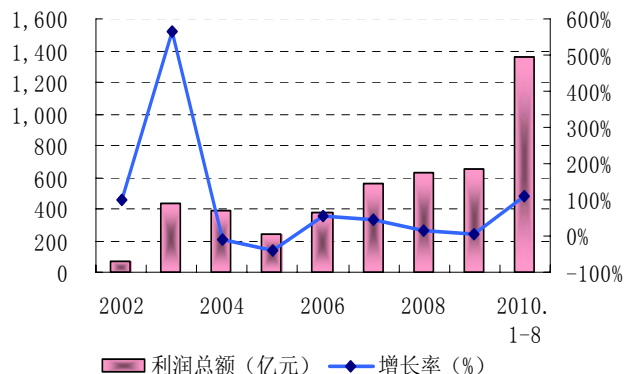
图表 1：汽车、机械、工业总产值（单位：百亿元）



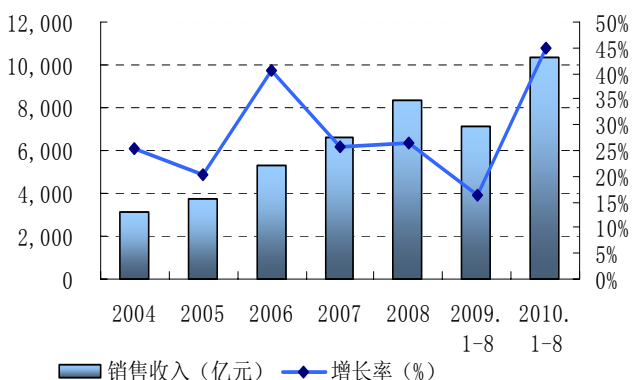
图表 2：汽车整车收入情况（2002-2010.8）



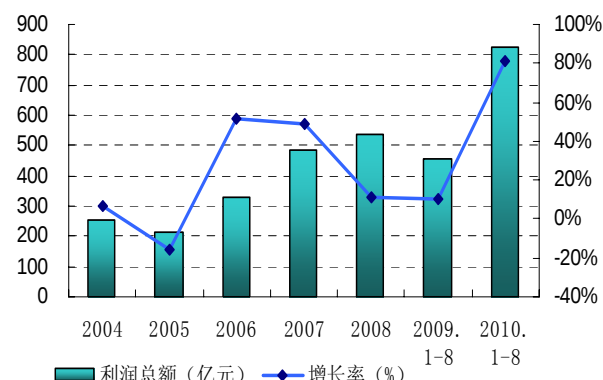
图表 3：汽车整车利润总额（2002. 2010. 8）



图表 4：汽车零部件收入情况（2002-2010.8）



图表 5：汽车零部件利润总额（2002. 2010. 8）



资料来源：国家统计局，天相投顾

2) 自主品牌乘用车快速增长

我国自主品牌车型近年来发展迅速，我们选取 2006-2009 年销量集中度进行对比。从车型细分来看：两驱 SUV、MPV 车型我国自主品牌占据份额优势；基本型和四驱 SUV 自主品牌的实力与合资品牌差距较大；交叉型乘用车基本是二分天下的局面，长安集团是提升自主品牌市场份额的主力军。

根据“十二五”规划草案，2015 年我国自主品牌乘用车、轿车的市场占有率要提升至 50%、40%，2009 年的市场占有率分别为 38%、32%。根据乘用车销量年均增速 10%测算，到 2015 年，要达到目标市场占有率，我国自主品牌乘用车销量相比 2009 年要增加约 2.33 倍，提升产能的需求比较迫切。

图表 6：细分车型竞争格局

车型	竞争格局	趋势
两驱 SUV	自主品牌占据优势地位，2009 年自主品牌市场占比达到 55%；	合资品牌家数在 4 家左右，但销量占比逐年增加；
MPV	自主品牌占据优势：2009 年自主品牌市场占比达到 61%；	合资品牌生产家数保持在 6 家左右，自主品牌企业呈现增加趋势；

基本型乘用车	合资品牌占据优势，2009 年自主品牌市场占比 32.3%；	自主品牌乘用车市场占比逐年提升，随着自主品牌乘用车产能提升，国家提倡小排量车型，预计市场份额有望进一步提升；
四驱 SUV	合资品牌占据优势，2009 年自主品牌市场占比 32%；	本田、丰田、日产等日系车的天下，上海大众上量很快。由于技术原因，四驱 SUV 市场我国自主品牌竞争力较低；
交叉乘用车	上汽通用五菱、长安集团占据超过 60%的市场份额	2009 年上汽通用五菱市场份额 47%，长安集团 21%。随着长安集团产能扩充，加强营销力度，增加出口贸易等一系列积极的市场策略，我们认为自主品牌车型占比将逐渐提升；

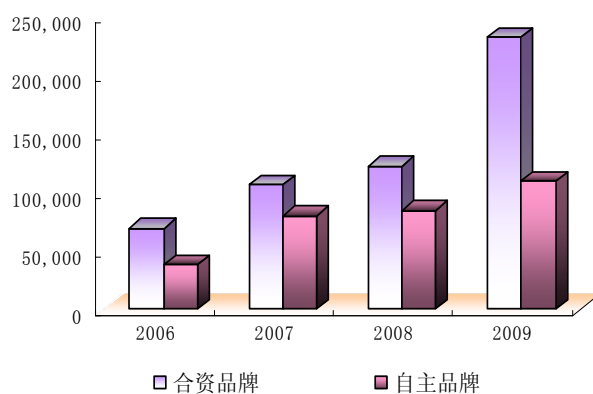
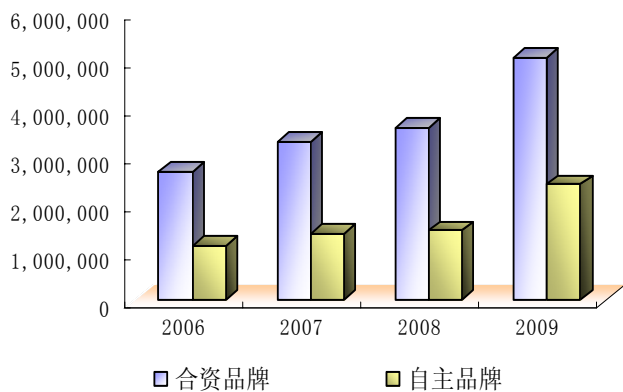
资料来源：汽车工业协会，天相投顾

图表 7：“十二五”规划自主品牌乘用车市场占有率草案

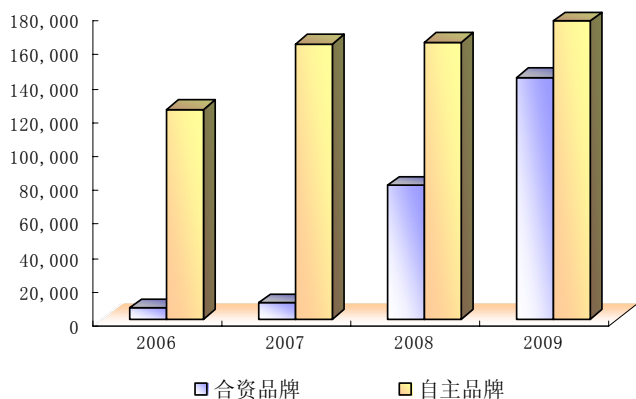
“十二五”规划草案	2009	2015
	市场占有率	市场占有率
轿车（基本型乘用车）	32%	40%
乘用车	38%	50%

资料来源：天相投顾

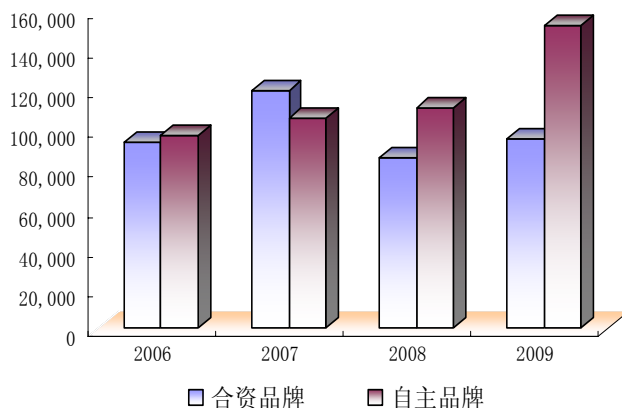
图表 8：2006-2009 基本型乘用车市场分配（单位：辆） 图表 9：2006-2009 四驱 SUV 市场分配（单位：辆）



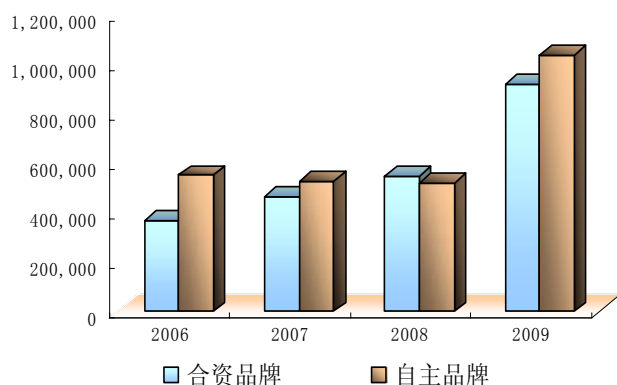
图表 10：2006-2009 两驱 SUV 市场分配（单位：辆）



图表 11：2006-2009MPV 市场分配（单位：辆）



图表 12: 2006-2009 交叉乘用车市场分配



资料来源: 汽车工业协会, 天相投顾

图表 13: 2010.1-10 基本型乘用车市场集中度 (单位: 辆)

企业名称	销售量	市场占有率
基本型	7,639,608	
上海大众汽车有限公司	730,277	9.56%
一汽-大众汽车有限公司	699,195	9.15%
北京现代汽车有限公司	477,386	6.25%
东风日产乘用车部	467,121	6.11%
比亚迪汽车有限责任公司	425,820	5.57%
上海通用汽车有限公司	771,631	10.10%
奇瑞汽车股份有限公司	396,387	5.19%
浙江吉利控股集团有限公司	324,220	4.24%
长安福特马自达汽车有限公司	323,107	4.23%
*一汽丰田销售公司	303,338	3.97%

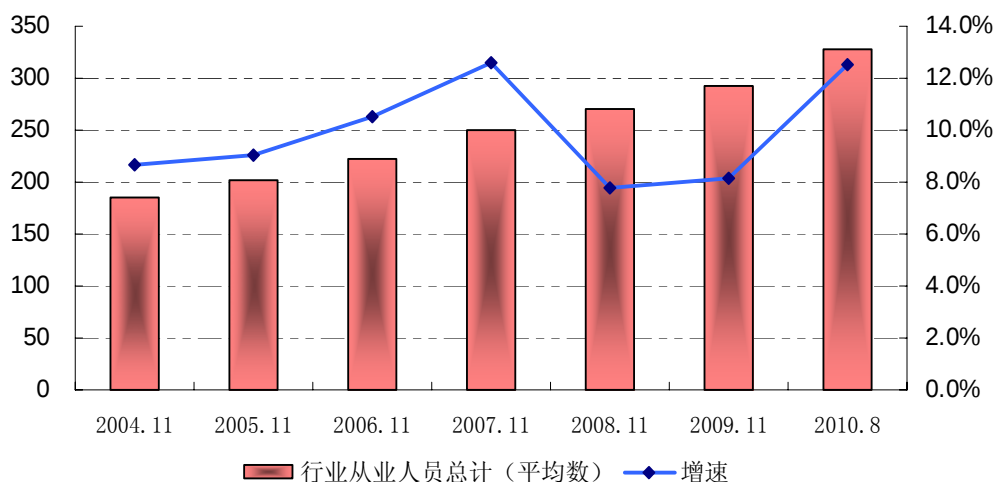
3) 汽车行业重要性提高, 行业覆盖面广

汽车行业具备产业链长, 辐射面广的特性。随着零部件及整车生产基地大规模向我国转移, 汽车业对产业链的影响度正在逐渐扩张。据不完全统计, 汽车业能带动钢铁、机械、电子、橡胶、玻璃、石化、建筑、服务等 156 个相关产业的发展。

汽车行业从业人员持续增长。据国家统计局数据, 2004 年汽车从业人员共计 185 万人, 截止 2010 年 8 月, 行业从业人员人数增加至 329 万人, 年均增长率 24%。保守估计, 汽车行业每个就业岗位能提供上下游产业链 10 个相关岗位就业机会, 也就是说: 与汽车行业相关的就业人数在 3290 万人左右。根据中国旅游人才发展研究院的数据, 2009 年全国就业人数约为 7.825 亿, 粗略估计, 汽车产业链带动就业人员占全国就业总人数的 4.2%, 重要性可见一斑。

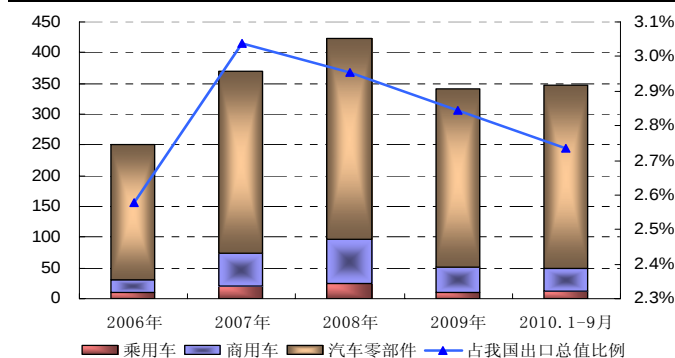
汽车对我国经济的带动作用毋庸置疑。除了传统带动消费和社会投资的作用, 汽车行业的外贸影响力也逐年增长。随着民族汽车业的兴起, 跨国企业整车及零部件产业基地转移, 汽车及零部件进出口量快速增长, 2008 年出口额达到峰值的 423 亿美元。由于金融海啸的影响, 2009 年汽车出口金额恢复至 2007 年的水平, 同比下滑 19%, 2010 年开始逐步复苏, 预计随着国际经济复苏的逐步稳定以及我国汽车工业规模的不断扩大, 汽车工业进出口额及占比还将继续增长。

图表 14: 汽车行业就业人数及增速 (按季度累计, 单位: 万人)

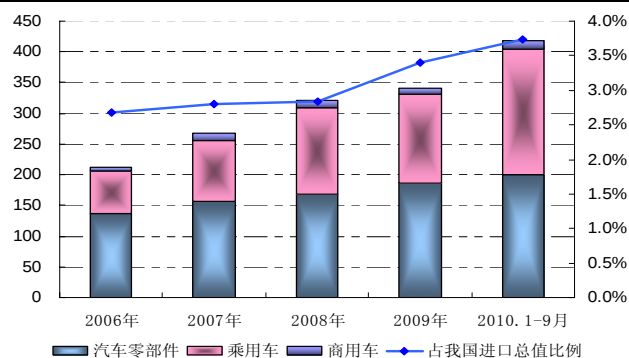


资料来源: 国家统计局, 天相投顾

图表 15: 2006-2010 汽车及配件出口情况 (亿美元)



图表 16: 2006-2010 汽车及配件进口情况 (亿美元)



资料来源: 国家统计局, 汽车工业协会, 天相投顾

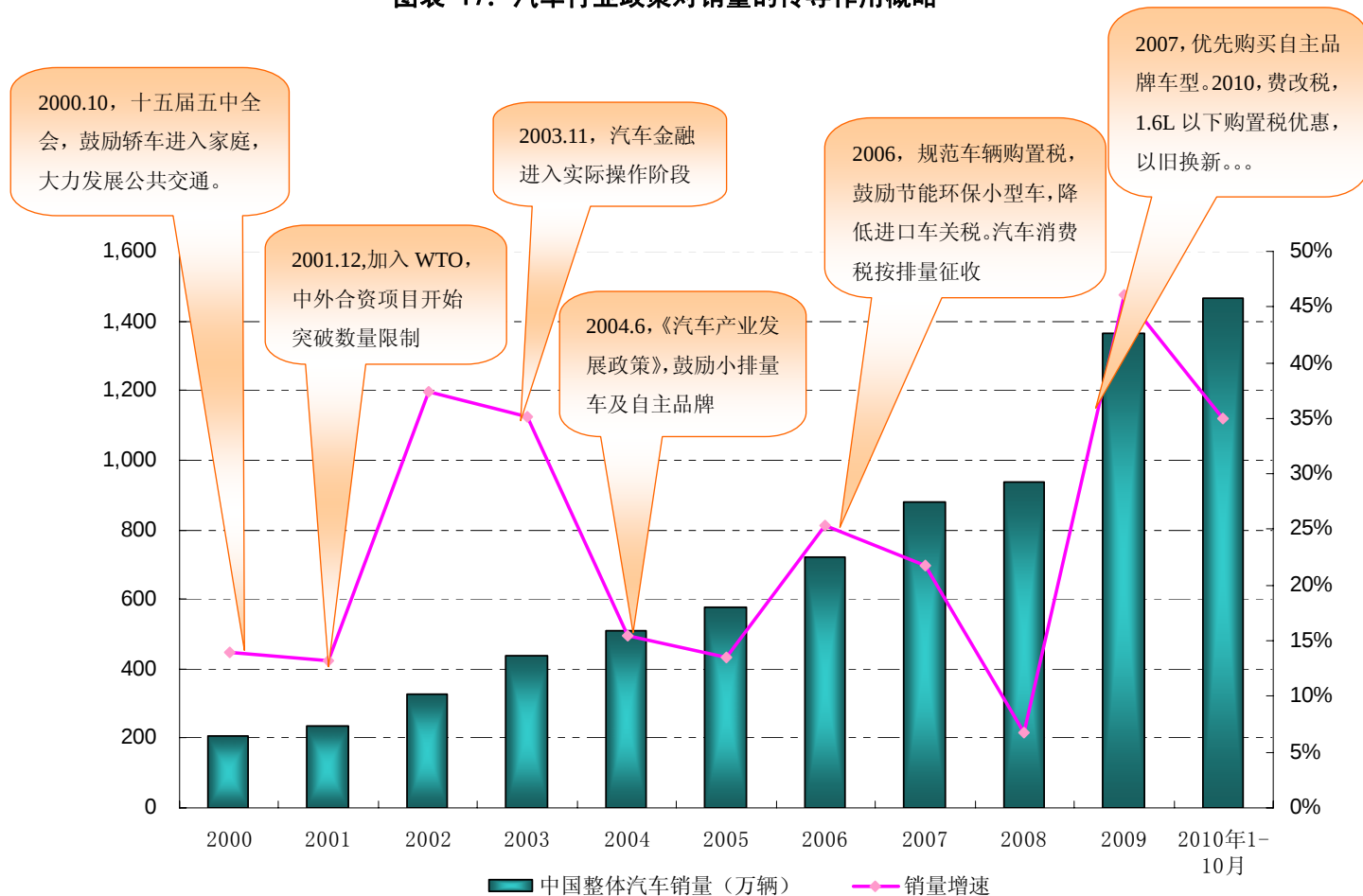
1.2 政策导向多方面影响汽车行业

作为支柱产业之一, 我国政策的指导意义对汽车行业的影响从来都深远有效。随着我国汽车工业的高速发展和政策法规的不断规范, 逐渐形成了一套行之有效的汽车行业微调办法: “消费税”、“购置税”、“以旧换新”、“汽车下乡”、“车船税”、“进口关税”、“出口退税”等, 都根据经济及行业的走势被不断变化应用。

从汽车销量细分走势以及政策导向性, 可以归纳出以下特点: 1) 1.6L 及以下乘用车只有在政策鼓励力度加强时, 销量增速才会超过 B 级以上车型; 2) 1.8-2.4L 的 B 级车是我国工薪阶层的首选, 是消费升级的主要目标市场, 在经济景气时, 对政策导向敏感性较差, 缺乏强有力的政策引导情况下, 销量始终强于小排量车型; 3) 3.0L 及以上车型多为进口车, 我国经济连续高速增长催生了一大批非工薪阶层的有产阶级, 对税、费政策的敏感性不强, 预计将进入一段较长的持续增长期。

针对以上特点, 根据政策未来的导向性及经济走势, 我们预计: 1) 2011 年政策优惠缩水成为必然; 2) 1.6L 及以下节能车推广补贴将延续, “购置税优惠”将取消, “以旧换新”“汽车下乡”政策可能缩水, “车船税”改革是大概率事件, 时间窗口不确定, 但改革预期已产生, 将对市场造成影响; 3) 受到节能减排、城市交通拥堵的压力, 以及扶持自主品牌的需要, 政策指向再度偏向 1.6L 及以下车型和新能源汽车, 对 B 级以上排量车型形成预期压制。

图表 17：汽车行业政策对销量的传导作用概略



资料来源：汽车工业协会，天相投顾

图表 18：政策效果对乘用车销量的影响细分

2000-2001: 政策放松, 鼓励轿车进入家庭—产能增长, 价格下降; 中外合资项目突破数量限制—外资整车合资项目悄然超过两个, 合资车企大规模扩张; 加入WTO。

2002-2003: 政策效应显现, 我国汽车行业实现连续两年的快速增长, 销量年均增幅为 36%; 汽车板块从 2001. 11 开始震荡上行, 至 2004. 3, 涨幅为 17%; 同期大盘涨幅为 13%。

2003-2004: 汽车金融进入实施—汽车消费信贷增长, 汽车销量开始受到利率调控的影响; 鼓励小排量车及自主品牌—9 部委下发通知, 不得按照发动机排量限行, 《汽车产业发展政策》, 提倡使用小排量车。

2004-2005: 2005 年 1.6L 及以下排量基本型乘用车销量增速达到 49%, 1.6-3.0L 销量下降 4.4%。受到宏观层面高增长, 低需求的影响, 2004. 3-2006. 1 汽车板块连续下跌, 累计跌幅达到 56%; 同期大盘下跌 30%。

2005-2006: 汽车政策调整进入细则阶段, 开始更为详细的使用政策手段对汽车产业发展进行微调。规范车辆购置税, 鼓励节能环保小型车, 降低进口车关税。汽车消费税按排量征收。

2006-2007: 汽车政策规范, 经济高速发展, GDP 连续两年增速超过 12%, 中高端车型热销。2007 年, 1.6-2.5L 汽车销量增速达到 40%, 3.0L 以上车型均为进口车, 受到进口车关税降低利好刺激, 销量增速达到 3.3 倍。

2008-2009: 金融海啸席卷全球, 刺激政策细则相继出台: 鼓励政府机关优先采购自主品牌车; 国III实施; 燃油费改税; 大排量车消费税率大幅提升; 降低购置税; 以旧换新; 汽车下乡。。。

2008-2009: 坐云霄飞车的两年, 2008 年汽车销量同比增速 6.7%, 2009 年迅速提升至 46%。2009 年, 1.6L 及以下乘用车销量同比增长 66%, 3.0L 及以上车型销量同比下降 80%。08.1-08.11, 大盘跌幅 64%, 汽车板块跌幅 77%。08.12-09.12, 大盘涨 65%, 汽车股涨 211.8%。

2010: 国内外经济复苏, 汽车行业刺激政策延续, 鼓励新能源汽车发展, 建立“央企大联盟”。

2011 的困惑-: 1.6L 及以下车辆购置税优惠取消? 汽车以旧换新, 汽车下乡取消或缩水? 车船税的改革?

2010-2011: 预计 2010 年汽车全年销量增速超过 27%, 销量超过 1700 万辆, 保有量超过 1 亿辆(包括农机车)。2011 年, 经济复苏, 通胀显现, 存贷款利率连续上调, 政策优惠取消或缩水, 汽车是否功成身退?

资料来源: 天相投顾

2. 汽车消费远未结束, 关注新兴地区

2.1 汽车消费仍处于黄金时期

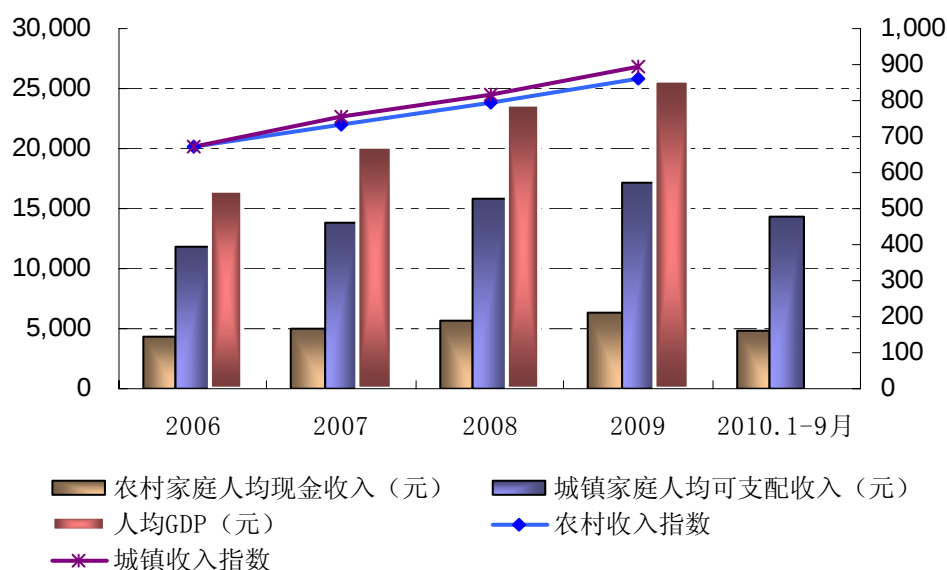
我国人均可支配收入和人均 GDP 连年增长。2009 年, 我国人均农村居民现金收入、城镇居民可支配收入、GDP 分别为: 6,270 元、17,175 元、25,600 元; 同比增速分别达到: 9.3%、8.8%、8%。人民生活水平持续改善, 人均 GDP 超过 3000 美元关口, 加上扩大内需的消费刺激政策, 双重因素带动我国汽车消费出现井喷, 产销量快速增长, 整个行业呈现供不应求的局面。2009-2010 两年间, 乘用车除 3.0-4.0L 车型销量表现一般, 其余车型均大幅增长; 商用车除中型客、货车外, 其余车型销量也呈现高速增长。

随着十二五时期的来临, 收入分配将成为下一个十年的重点, 城乡居民收入水平增长存在提速的可能。我们认为汽车行业在消费升级的大背景下, 具备多重属性: 耐用消费品, 国家支柱产业之一, 消费升级的受益行业之一。

比较稳妥的预测是: 1) 在未来的 5 年销量将能够保持 10%-15% 的增长, 产业规模仍处于加速扩张的时期; 2) 整车及零部件基地向我国转移, 我国自主品牌整车及零部件技术实力提升, 行业进出口贸易将快速增长; 3) 一、二线城市的整车更新换代需求、三线及以下城市和广大农村的汽车普及需求将持续带动汽车行业的内需性增长。

我们认为: 目前仍处于汽车消费的黄金时期。

图表 19：可支配收入、人均 GDP 变化（指数：1978 年为基期=100）



资料来源：国家统计局，天相投顾

2.2 增长将向中西部、三线及以下城市和乡村转移

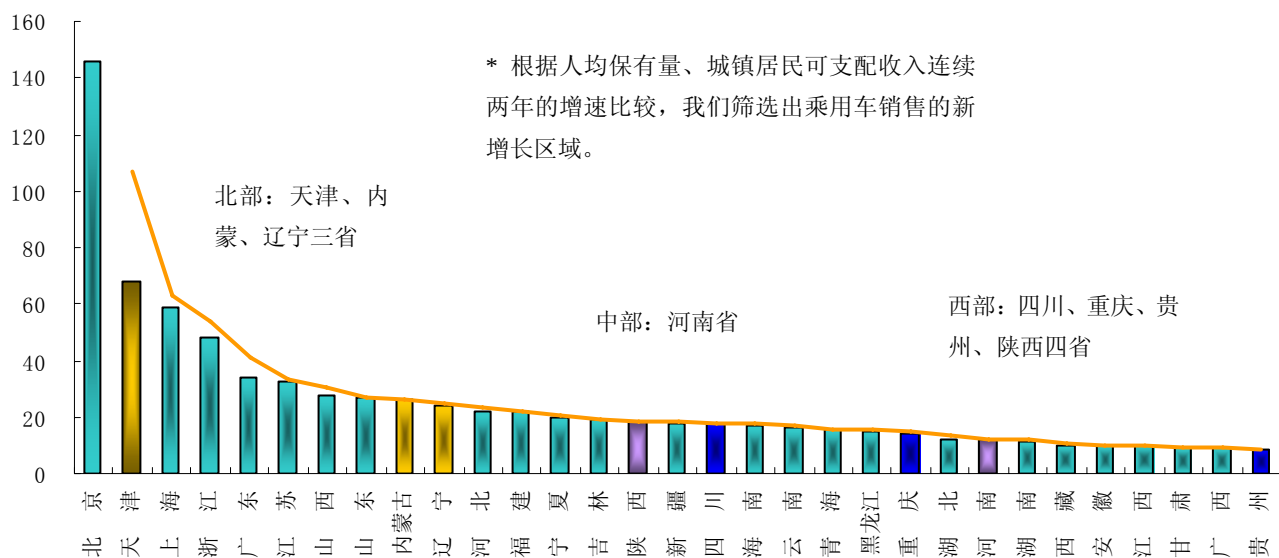
1) 一、二线城市汽车销量增速将放缓

汽车连续旺销使得一、二线城市道路交通拥堵现象日趋严重，北京、上海、成都等城市上下班高峰、旅游旺季常寸步难行，城市车辆拥堵情况也是制约汽车行业发展的一大因素。从 2009 年狭义乘用车千人保有量来看，长三角、珠三角、京津地区位居前列，北京的数据遥遥领先于其余城市，千人保有量达到 146 辆，比第二名天津超出一倍还多，同时北京的拥堵情况也国内领先。

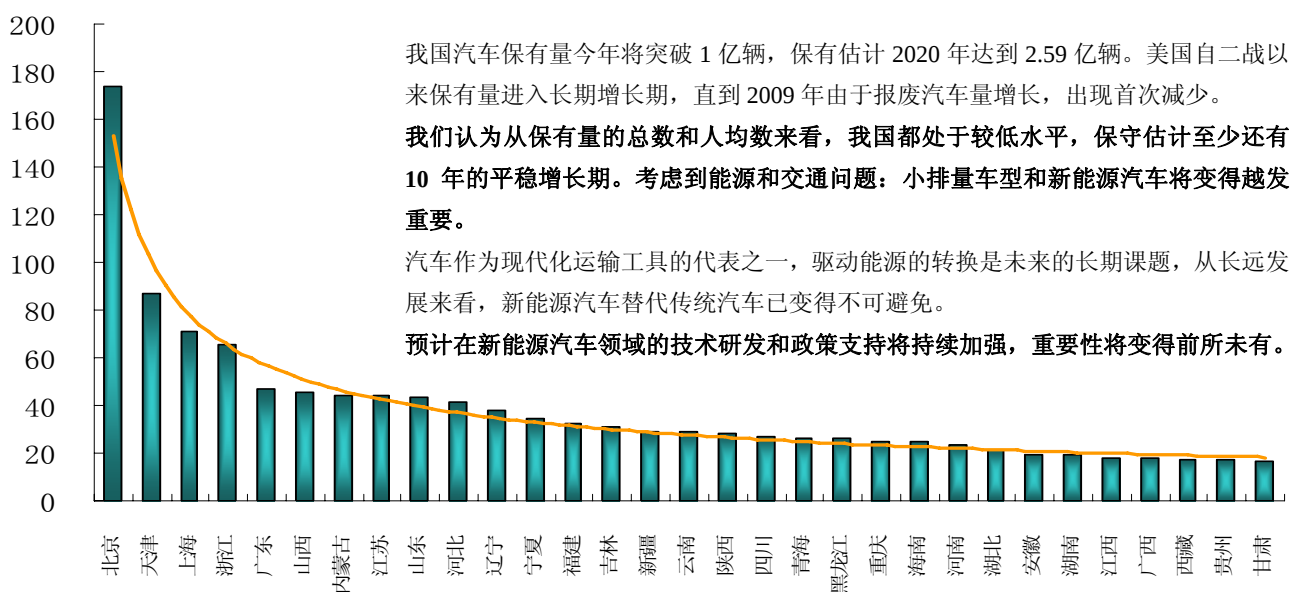
考虑到：北京市交委已针对车辆拥堵问题草拟方案，其中包括征收机动车排放及污染费，提高市内停车费等措施，不排除其余大中城市仿效的可能；居民在购置车辆时，会更多考虑使用成本和出行拥堵问题，对添置车辆具有一定抑制作用。

我们认为：一、二线城市的汽车销量增速下滑是大概率事件。

图表 20：2009 年千人狭义乘用车保有量——分省份（单位：辆）



图表 21：2009 千人汽车（乘用车、商用车）保有量——分省份（单位：辆）



资料来源：国家统计局，公安部，天相投顾

2) 新兴的区域经济中心将成为增长重点

考虑到交通拥堵、节能减排压力，以及汽车的普及程度，虽然传统区域经济中心长三角、珠三角、京津地区依然是汽车消费的主力，但增速将放缓。新的爆发性增长应该在新兴的区域经济中心，重点利好 1.6L 及以下排量乘用车、货车。

我们使用收入增长、公路投资、地区生产总值做分析：

1、乘用车消费主要依靠收入增长拉动。根据国家统计局的数据，连续两年城镇居民可支配收入增速居前的有：天津、内蒙、辽宁、陕西、河南、四川、重庆、贵

州。快速增长的新增消费区域将对 1.6L 及以下乘用车，具备品牌效应的中高端进口车带来新增长，考虑到西部地区的地貌环境，SUV 和越野车型将旺销。

2、货车消费主要依靠新增公路投资、地区经济增速等因素带动销量增长。根据交通部的数据，2010 年西部地区公路投资金额居前，其中四川以 3,660 亿元的公路投资金额位列榜首，东部地区的广东，中部的陕西据前三甲。大量的公路投资代表公路管网建设力度大，存在大量潜在的汽车需求。根据地区生产总值增速比较，重庆、内蒙、宁夏、陕西、天津排名前五，显示这些地区近年来经济活跃度较高，对货车具备实际需求。

通过数据观察，我们可以推导出新的整车增长目标区域：

1、内蒙古、天津：内蒙古取代山西成为新的煤矿主产地，探明煤矿储量全国第一；风能资源丰富，受到我国大力发展可再生能源鼓励政策推动，风力发电产业在内蒙古快速增长；神华、蒙牛、鄂尔多斯等大型企业带动经济增长。随着滨海新区的快速增长，天津开始真正发挥与北京的经济联动效应，各项指标增速显著。

结论：无论从城镇居民收入增速、公路管网建设、经济增长速度判断，内蒙古、天津将成为新的整车消费基地，预计乘用车、货车的增速将大幅提升。

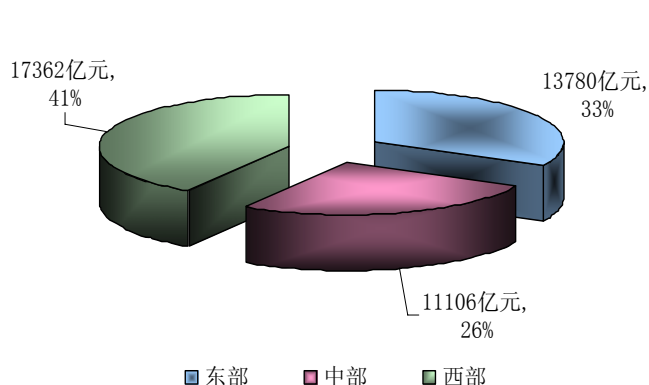
2、四川、重庆：西部大开发的中心和门户，具备区域联动效应，四川成都的龙泉经济区是一汽大众，一汽丰田的乘用车生产基地；重庆拥有长安集团、嘉陵、建设、宗申、力帆，已逐渐形成了大规模的乘用车、摩托车生产基地。四川、重庆辐射大西南地区包括甘肃、西藏、云南等广大地区。

结论：大西南地区投资也在提速，居民生活水平改善明显，预计乘用车、货车及客车将全面增长。

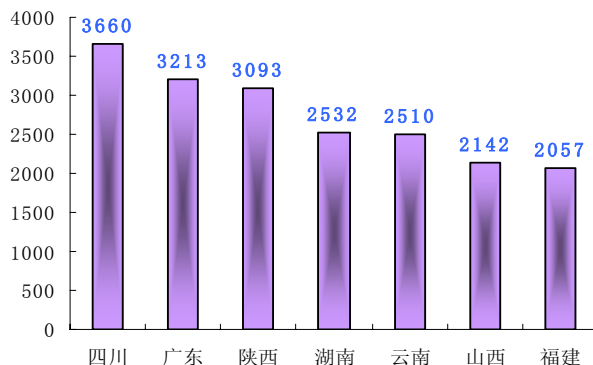
3、陕西：陕西具备丰富的矿产和旅游资源，根据陕西国土资源报显示，陕西矿产资源储量潜在总价值约占全国的三分之一，其中煤储量全国第三，石油全国第七，天然气全国第二。陕西基础建设，经济发展等指标基数较低，跟随西部大开发的脚步，加大投入力度，连续两年公路管网投资、居民收入和地区生产总值增速居前，预计汽车消费市场增速将加快。

4、河南：河南是我国第二人口大省，中部地区的交通枢纽门户，2009 年总人口 9,429 万。河南省目前形成了食品加工，汽车零部件，机械装备，钢铁，传统手工业为主的产业集群，由于基数较低，人均居民收入水平增速较快，千人汽车拥有量只有 12 辆，具备较强的汽车消费需求。

图表 22：2010 年 1-10 月分地区公路投资及占比



图表 23：2010.1-10 月公路投资前七位（单位：亿元）



资料来源：交通与运输部，天相投顾

3. 乘用车喜忧参半

3.1 乘用车市场喜忧参半

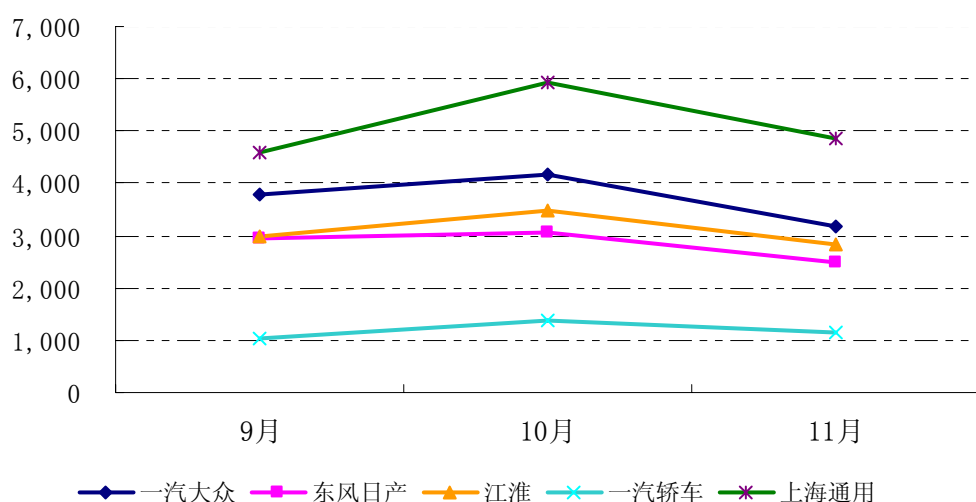
2010年1-10月，乘用车共实现销售1110.06万辆，同比增长35.7%，除了交叉乘用车外，其余车型销量均环比下滑。自10月29日全国人大常委会办公厅公布了《车船税草案》后，一石激起千层浪，乘用车市场对此政策以及政策对后市的影响展开了激烈的辩论。

11月销量数据显示：主要乘用车生产企业中，日均销量降幅排名前五的分别为一汽轿车、一汽大众、东风日产、上海通用、江淮。其中一汽轿车1.6L以上的车型占比为100%；上海通用的降幅比较明显，除了“车船税”影响，不排除前期基数较大的因素。从数据情况我们可以看出，车船税草案的公布对车市有冲击，对“车船税”是否颁布的预期不确定性对中等排量车型在一段时间内存在压制作用。这对本来是黄金时期的年底车市造成不利影响，整体乘用车消费市场短期将形成一定的观望情绪，4季度乘用车销售可能不如预期。

目前来看，“车船税”政策虽然没有确定具体的出台时点，对改革的方案也有争议，但传递的信息却非常明显：调控车市，鼓励小排量车型和新能源汽车，限制中大排量乘用车。

而根据我们之前对政策传导作用的分析，我们认为：1)“车船税”改革预期必然会对车市造成影响，1.6-2.0L的紧凑型车，1.8-2.4L的B级车首当其冲，这类车的消费群体多为工薪阶层的白领，在高通胀、高存贷利率的预期下，对购车、养车成本变化的敏感性将增加，当对政策调控的担心逐渐散去时，B级车将重新成为市场的主角；2)1.6L及以下车型不在调控范围内，节能汽车补贴力度不断加大，车型增多，将对这类型的车构成利好，随着中西部、东北地区的经济进入快速增长期，预计1.0-1.6L的车型及微车将持续受益。

图表 24：11月日均基本型乘用车销量同比降幅前五位（单位：辆）



资料来源：汽车工业协会，天相投顾

图表 25：11 月日均销量降幅排序（单位：辆）

	10月	11月	同比增速	1.6L以上车型销量占比
一汽大众	4,181	3,188	-23.75%	30.00%
东风日产	3,072	2,483	-19.17%	36.40%
江淮	3,486	2,833	-18.75%	62.50%
一汽轿车	1,394	1,135	-18.63%	100.00%
上海通用	5,931	4,839	-18.42%	37.80%
上海大众	5,373	4,547	-15.37%	52.39%
长安福特	2,155	1,853	-14.03%	59.50%
东风本田	1,294	1,057	-18.26%	100.00%
东风悦达起亚	1,718	1,560	-9.18%	23.10%
东风神龙	1,900	1,819	-4.28%	17.00%
长安铃木	1,000	960	-4.04%	2.40%
一汽丰田	2,345	2,389	1.86%	72.40%

资料来源：汽车工业协会，天相投顾

3.2 明年总体新增产能处于理性范围

从年初开始产能问题就不断被反复提起，随着国家调整型政策的相继出台，预期开始转向消费不足带来的产能过剩。

分析今年新增产能情况，新建工厂投产的有：一汽轿车长春工厂；比亚迪西安工厂；其余多数为扩建项目：上海大众 2 季度 B 级车项目投产，产能 20 万；一汽夏利 A 级车项目投产，产能 15 万；一汽大众成都工厂产能将增加，生产新捷达和速腾。总体来看，比较确定的乘用车新增产能合计为：111 万辆；今年新增明年上量的合计产能为：87 万辆。合计：198 万辆（由于只找到部分数据，明年实际扩充产能可能不止这些）。

图表 26：主要达产新增产能对上市公司的影响

车企	上市公司	代码	今年两年投产情况	对公司影响
上海大众	上海汽车	600104	年产 20 万辆 B 级车扩建项目 明年 2 季度投产	预计会增加成本，若明年 B 级车销量增速放缓，会造成库存积压；
一汽夏利	一汽夏利	000927	年产 15 万辆 A 级车投产	短期增厚单车成本，但 A 级车是政策导向车型，预计销售影响不大，但毛利率会下降；
一汽轿车	一汽轿车	000800	一汽轿车二工厂，自主品牌奔腾、红旗系列	长春工厂面对新兴的东北老工业区地区，新增产能消化问题不大，全部达产后，对业绩有提升作用；
郑州日产二工厂	东风汽车	600006	已投产，4 季度到明年初上量	将代工母公司东风有限的奇骏、逍客，只收取代工费，解决了郑州日产二工厂产能利用率的问题，目前就看郑州日产对自主品牌车的定位和生产情况；

长安汽车	长安汽车	000625	已投产 30 万辆微车
比亚迪	比亚迪	01211	长沙基地 40 万台整车

河北基地面对东部沿海和北部地区，我们认为微车增速最快的会是西部地区，可能会存在库存问题；

产能问题比较严重，今年下调了销量目标，西安基地明年可能投产的车型是 B 级车，若大规模量产，存在库存积压的可能性；

资料来源：天相投顾

结论：如果基于 2011 年乘用车销量依然同比增长 10%-15% 的预期，今年全年完成乘用车销售 1,300 万辆测算，明年乘用车销量在 1,430-1,500 万辆之间。从目前实施阶段的扩产计划来看，各车企还处于理性范围内，明年上半年产能问题不大；下半年 2011 年新增产能陆续投产到上量，对于政策预期的不确定性较强，可能会存在库存积压的情况，若明年预测的销量增速能够实现，则新增产能可以全部消化。

考虑到我国经济处于回升阶段，收入分配制度将继续完善，新的经济区域增速加快，对汽车需求的增加将有效对冲传统汽车消费区域的销量减少，我们认为谈论明年的产能过剩问题还为时过早。

图表 27：车企扩产计划表

公司	新增产能	生产车型	宣布日期	达产日期	建设方式
长安汽车河北基地	30	星卡系列、星光系列和新经济商用车星光4500	2009.8	2010（一期）	扩建
上海大众	20	B级车NMS	2009.7	2011-Q2	扩建
一汽夏利	15	新夏利等A级车	2010竣工	2011	扩建
广汽本田（增城工厂）	12		2010.5	2011	扩建
一汽轿车（第二工厂，一期）	10	奔腾系列，奔腾B50纯电动轿车、威志B50纯电动轿车；大众新宝来纯电动车、威驰B50纯电动轿车	2009.8	2010	新建
一汽大众（成都工厂）		捷达，速腾		2011.9	扩建
一汽丰田（成都工厂）	3	普拉多，柯斯达		2010.5	新建
郑州日产（第二工厂）	10		2009.9	2010	新建
东风渝安	10	微客、微货	2009.6	2010	扩建
北京奔驰		戴克5.5奔驰新C级轿车和新E级加长车	2009.9	2010	新建
奇瑞（开封项目）		微车和轻货	2010.6	2011.2	新建
江淮汽车	3	轻型客货车（M209）	2008.8	2010.6	新建
比亚迪（长沙基地）	40（微客和轿车）、10（发动机）、3000辆纯电动大巴、10000套客车底盘及相应配套的零部件	微客和轿车	2009.7	2010.3	新建
比亚迪（西安基地）	60（发动机）、40（整车）	F2、L3、F5、M3等中高级车型	2009.8		新建
东风乘用车（武汉二期）	24	A0级、A级、B级	2007	2010	新建

资料来源：天相投顾

3.3 乘用车投资策略及个股

2010年乘用车销量存在一定的预期透支，对2011年的忧虑和汽车周期性特征定位造成汽车类个股估值水平普遍偏低，与连续高增长的业绩相背离，多数整车类股票呈现震荡走势，估值水平维持在10-15之间。

现在的局面跟市场普遍认为的汽车行业特性有关：

1、我们的乘用车整车企业不具备核心技术和竞争力？

我国以上海汽车为首的具备自主知识产权的乘用车发展迅速，整车装配的技术部分企业已成熟，在核心零部件和中高端车的系统集成能力方面确实较弱，但并不影响上市公司业绩增长，只能说目前来看对超额利润的获取能力有限。

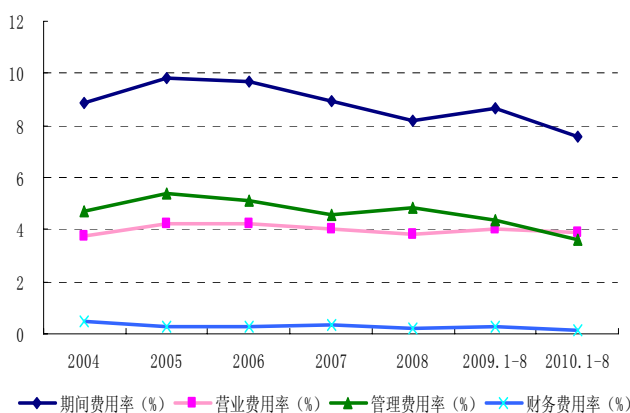
2、销量增速下降净利润率一定下滑？

控制成本的方法很多，随着我国企业实力增强，议价能力和成本控制能力都有所提升，对于市场的预期和投入显得更为谨慎，盲目扩产的行为较少。增速下滑不代表不增长，预计明年乘用车销量同比增速依然能维持在10%-15%之间，企业业绩有保证。

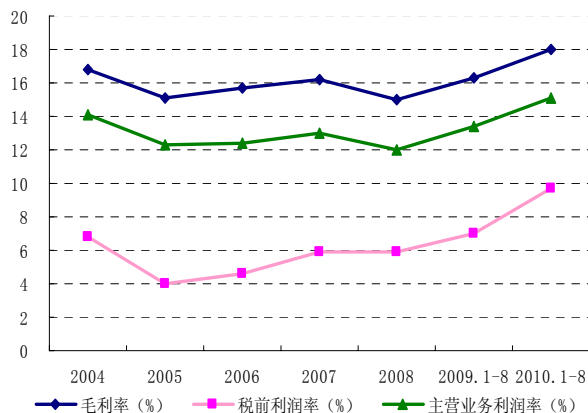
3、汽车是周期性行业？

我们认为汽车行业目前正经历从成长期步入成熟期的过程，在这一时期体现为行业的全面高速增长，包括企业实力，盈利能力，汽车产销量的同步增长。考虑到我国人口众多，国情具备特殊性，暂不考虑千人汽车保有量数据。我们认为我国汽车保有总量保持在3亿左右是合理范围，粗略估计还需要10年的时间才能达到这一水平。我们认为在下一个10年，我国汽车行业依然处于成长期。

图表 28：汽车整车行业三项费用率（2004-2010.1-8）



图表 29：整车行业盈利能力（2004-2010.1-8）



资料来源：国家统计局，天相投顾

2011年重点关注：1.6L及以下小排量车型的增长；政策对自主品牌乘用车的倾斜；SUV、MPV的快速增长；进口高端品牌相继加入中等排量车型队伍。

投资推荐：

- 1) 我们选取具备新能源汽车并有量产预期，产能扩张能有效消化的：一汽轿车；
- 2) 产能扩张，收入稳定增长的：东风汽车；
- 3) 自主品牌企业：长城汽车 HK

图表 30：乘用车推荐个股主要指标和看点

公司	代码	股票属性	投资看点	主要指标		
一汽轿车 (增持)	000800	重组概念， 新产能达 产，电动车 量产	长春二工厂量产，生产奔腾、红旗系列，一期新增年产能 10 万辆；预计将生产奔腾 B50、威志 B50 纯电动汽车；一汽集团存在整合预期，7 月份一汽集团发起成立股份公司，一汽轿车和一汽夏利的股份都纳入新的股份公司，预计明年一汽系的整合进度将加速。		2009	2010.1-9
				销量	127,286	192,564
				每股净资产	4.69	5.27
				净资产收益率	21.35%	19.14%
				投资活动现金流净额(亿元)	-7.97	-5.20
				营业收入(亿元)	277.4	268.3
				毛利率	22.10%	22.50%
				净利润率	5.90%	6.23%
				估值	2010	2011
				EPS	1.33	1.56
				PE	14	12
东风汽车 (增持)	600006	新产能达产 业绩增长， 轻卡业务增 长，客车业 务开展	东风康明斯给公司提供业绩保证，郑州二工厂给母公司代工奇骏，逍客，产能利用率有保证；轻卡增速较快；皮卡、SUV 是明年持续看好的车型。		2009	2010.1-9
				销量(郑州日产)	11,685	29,474
				每股净资产	2.71	2.94
				净资产收益率	5.87%	8.10%
				投资活动现金流净额(亿元)	-1.30	-3.86
				营业收入(亿元)	143.1	145.4
				毛利率	13.00%	12.00%
				净利润率	2.55%	4.00%
				估值	2010	2011
				EPS	0.37	0.5
				PE	15	11
长城汽车	02333	皮卡、SUV 正式出口澳 大利亚，未 来有高性能 小排量柴 油、汽油发 动机的研发 和生产	拥有 SUV、MPV、A 级乘用车、皮卡整车产能，2010.1-10 月，整车销量同比增长 96%，增速远快于汽车行业，出口市场已经打开，预计出口将呈现增长趋势。柴油发动机产品是未来的重要增长点。		2009.1-6	2010.1-6
				销量	59,341	121,806
				每股净资产	5.68	6.47
				净资产收益率	4.49%	12.80%
				投资活动现金净流出(亿元)	-3.75	-6.66
				营业收入(亿元)	51.6	91.3
				毛利率	17.52%	21.36%
				净利润率	5.42%	9.94%
				估值	2010	2011
				EPS	1.47	1.67
				PE	18	16

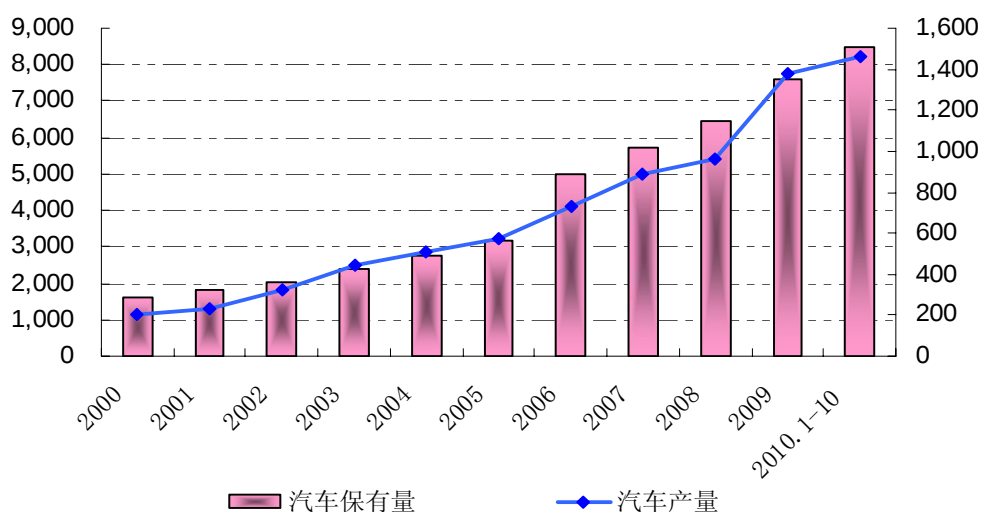
资料来源：公司年报，天相投顾

4. 零部件是值得长期关注的品种

汽车零部件是我们一直看好的品种。汽车零部件不但配套主机厂，而且配套售后件，售后件分两种销售渠道：①供应主机厂；②供应零部件贸易商。也就是说，汽车零部件增长由两部分拉动：整车销量，整车保有量。销售基数不断抬高将快速提升零部件的配套数量；保有量的增长将带动汽车售后件的增长。

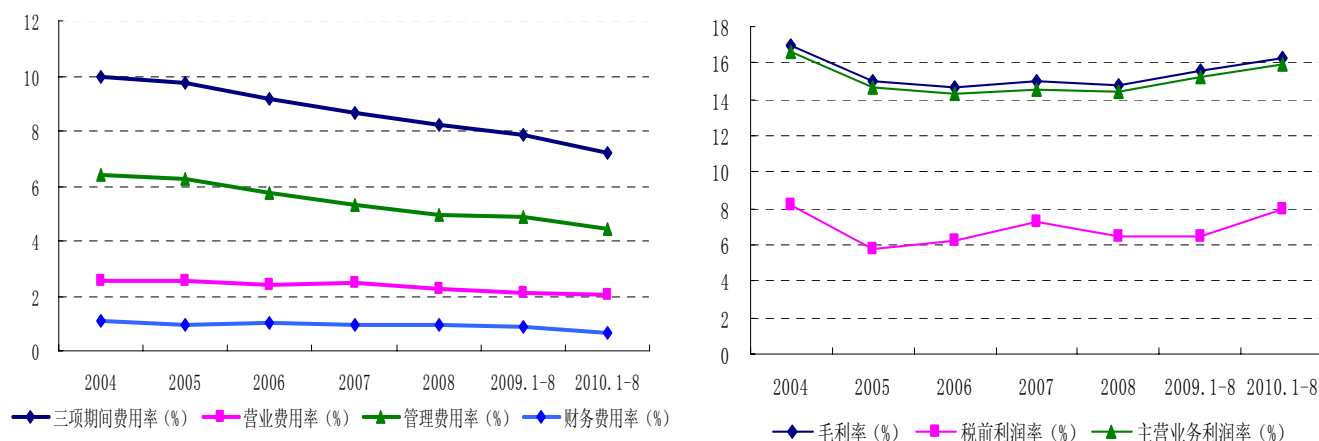
从盈利能力来说，除了销售给零部件贸易商的部分，售后件的盈利能力大于 OEM 配套，保有量增速越快，主要零部件公司业绩增长越快。十一五规划期间，我国汽车保有量年均增长率 22.7%。我们认为未来 5 年汽车零部件行业的增速能够保持在 20%-30%之间。

图表 31：2000-2010.1-10 月汽车保有量和产量情况（单位：万辆）



资料来源：公安部，汽车工业协会，天相投顾

图表 32：汽车零部件行业三项费用率（2004-2010.1-8） 图表 33：汽车零部件行业盈利能力（2004-2010.1-8）



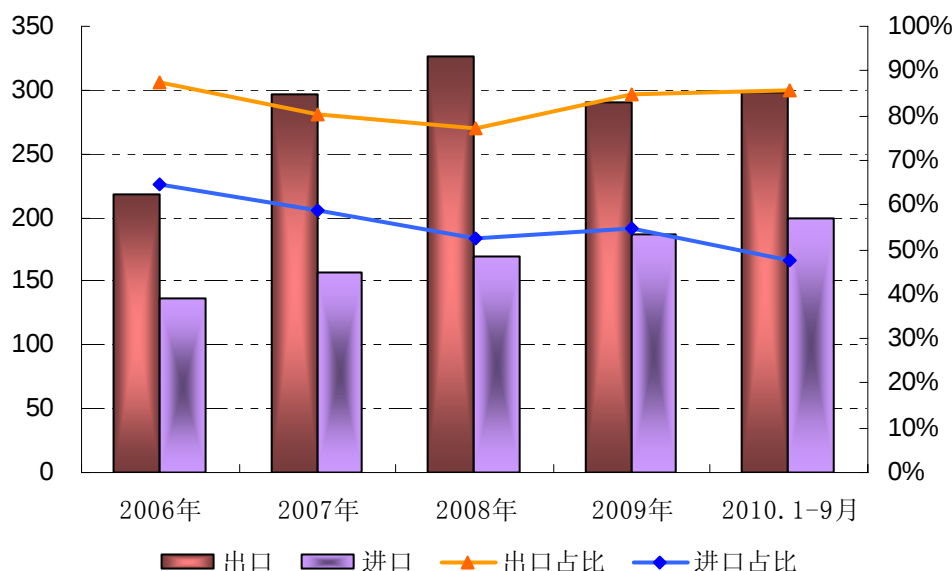
资料来源：国家统计局，天相投顾

4.1 零部件产业基地向中国转移，进出口贸易额将提升

我国零部件进出口贸易额在整车（包括乘用车、商用车）及配件行业中，始终占比较高，近五年来，出口占比基本保持在 80%-85% 之间，并逐年增加；进口占比在 50%-65% 之间，逐年减少。2010 年 1-10 月，我国零部件进、出口占汽车行业比重分别为：48%、86%。

我们认为我国零部件将呈现进出口金额增长、进口占比下降的趋势：1）随着我国成为汽车产销第一大国，对汽车及配件的需求旺盛，海外企业在华业务增长，相继选择在华开设合资零部件工厂，许多企业将亚太地区总部、全球采购中心设在了中国，位于中国的合资工厂不但供应国内需求，同时供应海外市场；2）我国零部件企业技术实力增长，从供应海外 AM 市场到逐渐介入海外 OEM 市场，供应量加大盈利能力增强；3）金融危机造成海外整车企业和零部件企业相继破产，长期具备海外渠道优势的民营和国有零部件企业展开海外并购之路，人民币升值更为海外并购提供了良机，通过并购海外企业取得技术增强自身研发实力，也为海外渠道的拓展提供了支持。

图表 34：2006-2010.1-9 月汽车零部件进出口金额（单位：亿美元）



资料来源：国家统计局，天相投顾

4.2 掌握技术和市场，培养自己的零部件龙头企业

我国汽车零部件企业开始注重品牌和技术的发展起于上世纪 90 年代中期，经过 10 年的耕耘，已经有一批拥有自主技术的，具备国际竞争能力的企业脱颖而出。

根据天相行业分类，2009-2010 汽车及配件行业共有 13 只新股上市，其中 12 家是零部件企业。这中间有 10 家是民营企业。根据盖世汽车网 2009 年我国汽车零部件企业 100 强的名单来看，约有 30% 是内资企业，民营企业占比超过 50%。我国民营企业在汽车零部件领域的发展走在了国内企业前列。

从上市公司来看：1) 我国汽车零部件具备一定竞争实力的底盘、车身及通用件领域是：非等速传动轴，曲轴，万向节，活塞，刹车片，钢圈和轮毂，内外饰件（仪表板，门板，保险杠等），商用车变速箱等。2) 逐渐具备竞争力，并有技术突破可能的发动机、电器部件：电子仪表，汽车空调，等速传动轴，尾气系统等。

我国技术具备竞争力的汽车部件多为金属件和塑料件，近期有望在尾气系统、等速传动轴、电子仪表和空调领域有所突破，不过在汽车的核心零部件发动机、乘用车变速箱、乘用车底盘、电子仪表和尾气排放等领域还存在一定的技术差距。

我们认为：我国零部件在各细分领域已经形成了一批较为出色的企业，具备业务快速增长和市场加速拓展的预期，可供选择的标的将逐渐增加，细分行业龙头具备极佳的投资价值；核心零部件技术的缺失会对利润分配造成影响，但随着我国企业对市场控制能力加强，不排除通过逐渐的合作深化形成自主研发技术的可能性。

4.3 零部件投资策略及个股

投资推荐：

- 1) 综合实力强，各方面指标领先的企业：华域汽车
- 2) 具备技术快速发展实力，向排气系统总成进军的：威孚高科
- 3) 明后年业绩增长已锁定，具备并购预期的：宁波华翔

- 4) 次新股我们推荐具备乘用车空调配套能力并大幅拓展市场的：松芝股份
 5) 发动机气缸套龙头，明年产能释放出口复苏都将带动增长：中原内配

图表 35：零部件推荐个股主要指标和看点

公司	代码	股票属性	投资看点	主要指标
华域汽车 (增持)	600741	行业龙头， 背靠上汽系、与一汽和东风的合作都在深化；设立电动系统公司介入新能源汽车部件领域	公司是上汽集团的零部件上市唯一平台，下属合资企业实力雄厚，延锋伟世通并表后给公司提供强有力的业绩支持，各方面指标优异，领先行业。借助上汽研发实力介入新能源汽车部件领域。	
威孚高科 (买入)	000581	大股东增持，与博世的合作全面展开；存在继续并购企业的可能；配套合资车型，威孚利达产能利用率提升	子公司威孚利达的催化剂开始配套上汽通用五菱，随着配套车型和份额的增加，以及 SCR 催化剂的逐渐上量，公司盈利能力被打开；威孚汽柴盈利能力增强；从零部件配套上向进排气系统总成进发。	
宁波华翔 (买入)	002048	重大转型已完成，成为专业汽车零部件公司，盈利能力增强；国际并购；储备新能源汽车部件技术	合资子公司业绩增长迅速，海外尤其是北美销售渠道打开，配套中高端车型汽车内饰件，是业绩增长亮点；成都、长春一汽系新增产能带来明后年增长，基本面有保证；国际并购，子公司借壳上市，展开对新能源汽车部件的技术储备都是亮点。	
松芝股份 (增持)	002454	汽车空调技术先进，乘用车空调进口替代进展迅速；进入轨道交通空调组配套体系	客车空调龙头，北京、上海大客市场占有率分别超过80%，50%；明年增长亮点在乘用车空调进口替代，重庆工厂产能释放；轨道交通业务逐渐展开。	

中原内配
(买入)

002448

核心配件龙头企业、产能扩张、出口复苏

公司为发动机气缸套龙头企业，市场占有率 38%左右，产能规模是排名第二企业的 2 倍。募投项目新增 1000 万只产能预计 2011 年 7 月全部投产，预计当年贡献公司 EPS0.3 元；公司产品中 30%供出口并且 60%出口美国，我们看好美国经济复苏拉动公司出口增长；此外，作为公司乘用车气缸套三大客户之一，通用再次成功 IPO 上市将为公司乘用车气缸套销量增长带来新契机。

	2009	2010.1-9
销量：万只	1,865	1,815
每股净资产	3.24	9.29
净资产收益率	22.22%	9.80%
投资活动现金流净额（亿元）	-0.34	-1.07
营业收入（亿元）	6.2	6.1
毛利率	28.74%	31.84%
净利润率	10.64%	13.87%
估值	2010	2011
EPS	1.16	1.61
PE	40.65	29.29

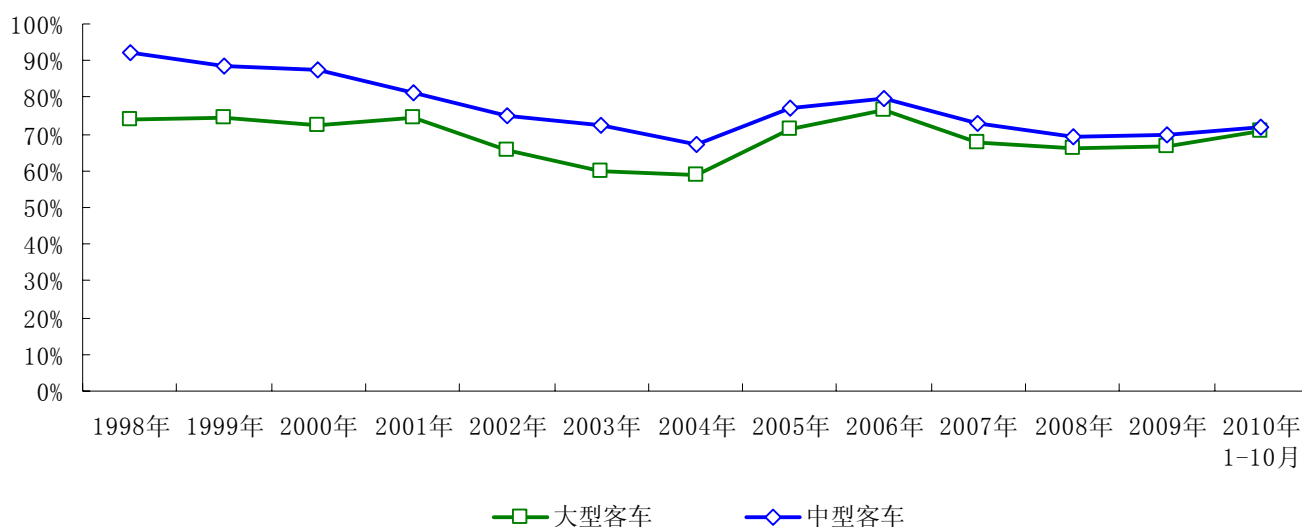
资料来源：公司年报，天相投顾

5. 预计大中客未来两年增速将快于行业

5.1 大中客市场集中度将提升

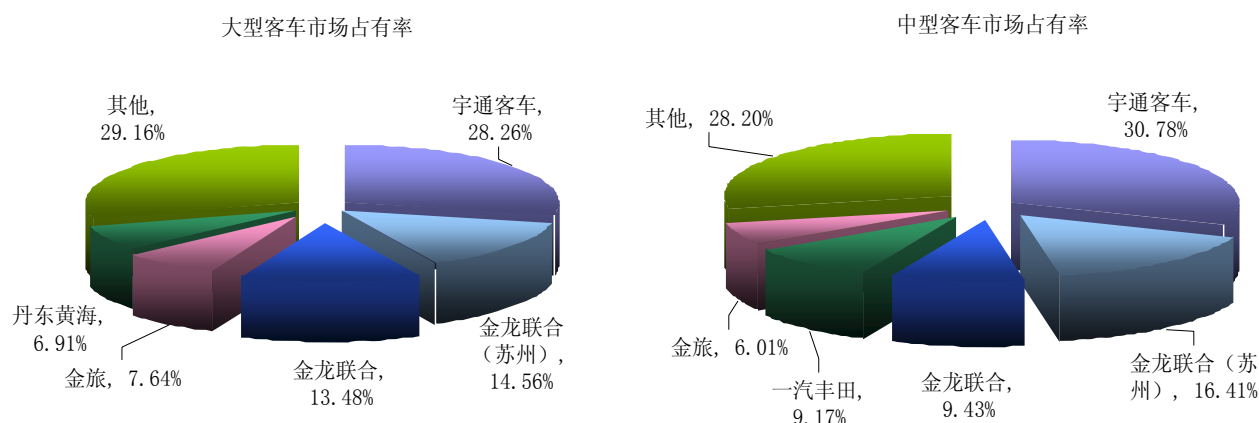
从前五企业市场占有率情况来看，大中客车市场集中度自 1998 年以来经历了先降后升，然后趋稳的过程。2002 年以前，客车企业销售规模均不大，行业处于快速增长期，竞争压力小；2002 年以后，随着我国客车产品标准化水平的提高以及排放标准的上升，大中客车市场进入洗牌阶段，部分落后企业出局，大中客车市场集中度也呈现触底回升态势；2007 年以来，大中客车市场集中度趋于稳定，基本形成了“一通三龙”的为主要格局的垄断竞争市场。未来，随着排放标准的进一步升级，以及高速公路发展带动的大中客车产品结构升级，大中客车市场或将迎来新一轮洗牌阶段，市场集中度预计将再次进入上升通道。

图表 36：前五企业大中客车市场占有率情况（1998-2010 年 1-10 月）



资料来源：中国汽车工业信息网、天相投顾

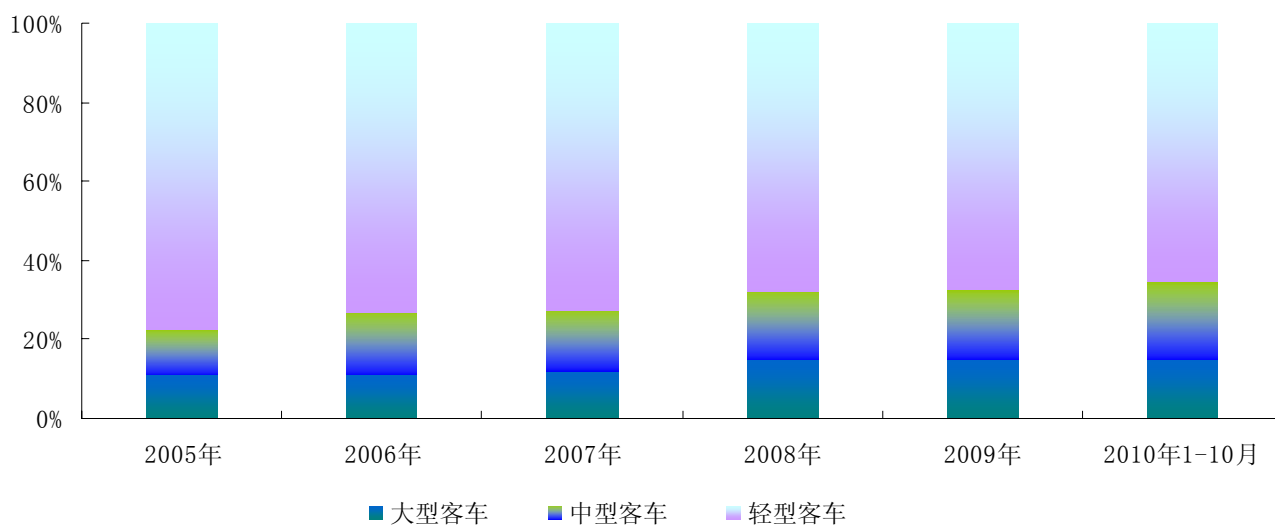
图表 37：大中型客车企业市场占有率情况（2010 年 1-10 月）



资料来源：中国汽车工业信息网、天相投顾

此外，从客车市场总体需求结构来看，大中客车销量占比近年呈现逐渐上升趋势，这表明客运、旅游市场对客车的需求逐渐向大型化发展。这与节能减排和效益目标是相符的。

图表 38：客车销售占比情况（2005-2010 年 1-10 月）



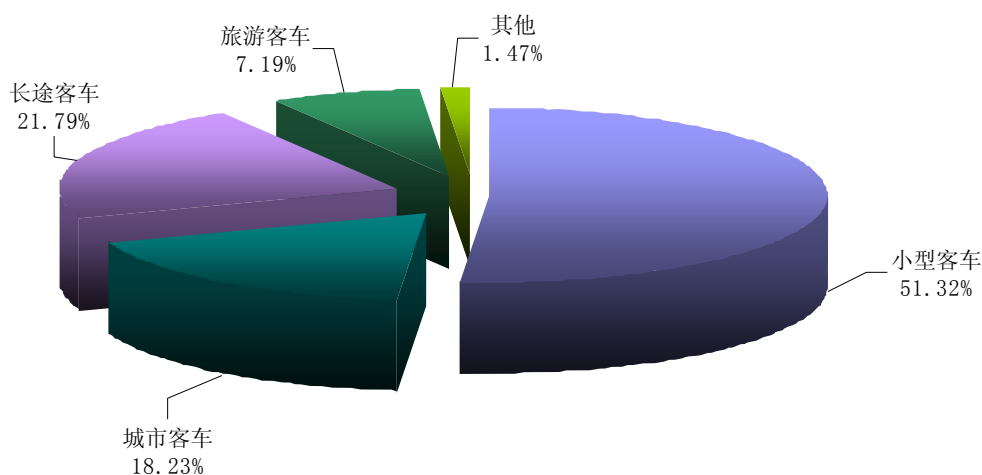
资料来源：中国汽车工业信息网、天相投顾

5.2 华东、中南地区是大中客车的主要流向地

大中客车按用途可大致分为城市客车、长途客车以及旅游客车，另外还有部分专用客车等。在客车销量占比中，城市客车、长途客车、旅游客车分别为 20.44%、22.08%、5.79%，是大中客车的主要构成部分。

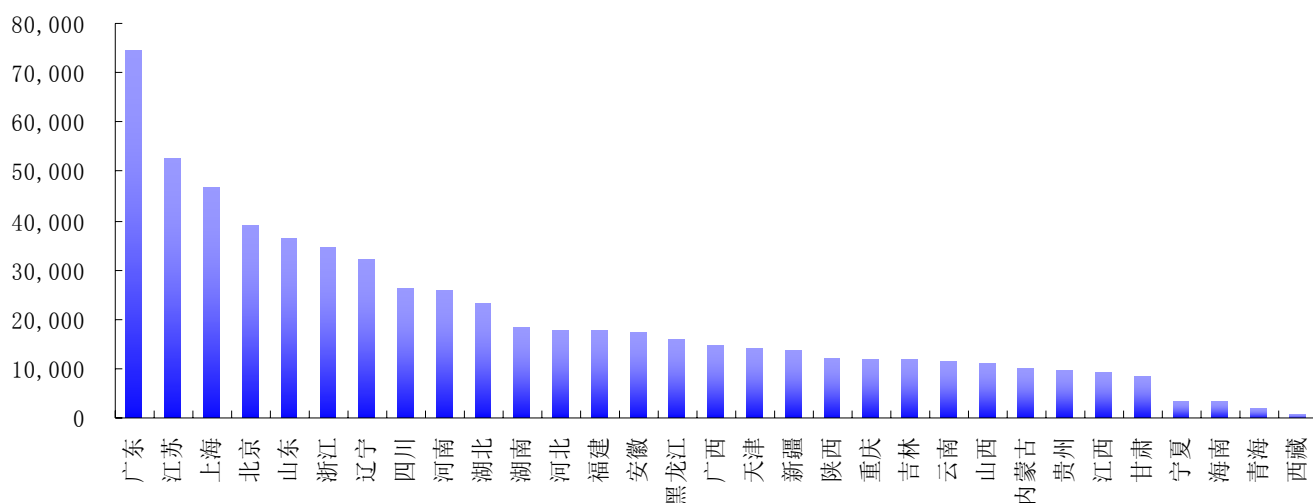
从区域保有量分布情况来看，大中客车主要集中在华东、中南和华北地区，这些地区同时也是大中客车销量的主要流向地。

图表 39：客车销量分部结构（2010 年 1-10 月）



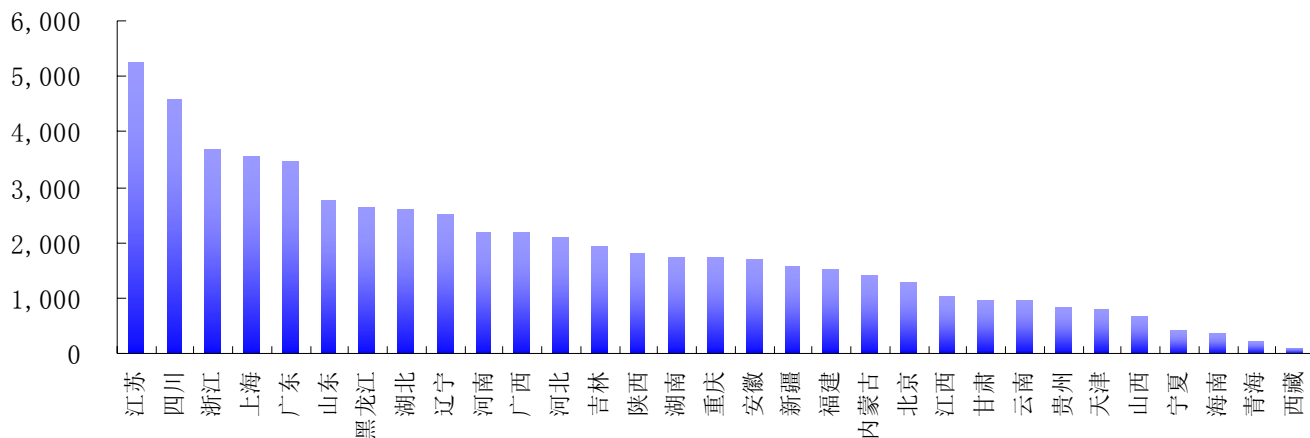
资料来源：中国汽车工业信息网、天相投顾

图表 40：大中客车按地区保有量分部情况（2009 年，单位：辆）



资料来源：公安部、天相投顾

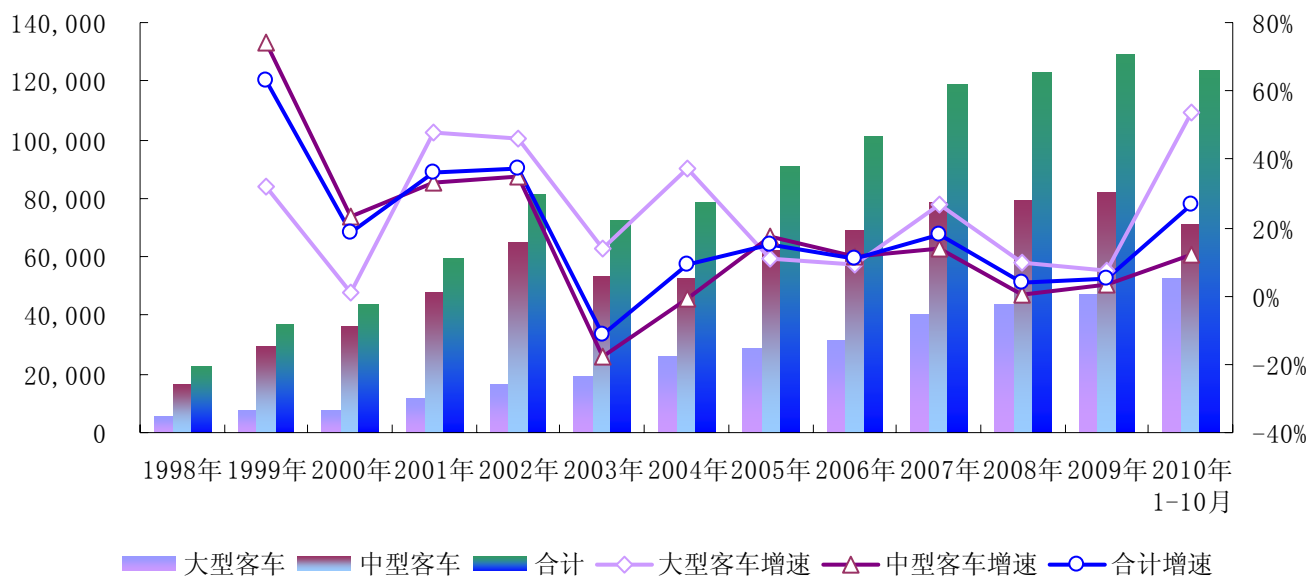
图表 41：大中客车按地区注册量情况（2009 年，单位：辆）



5.3 未来两年将保持 17%左右的增长水平

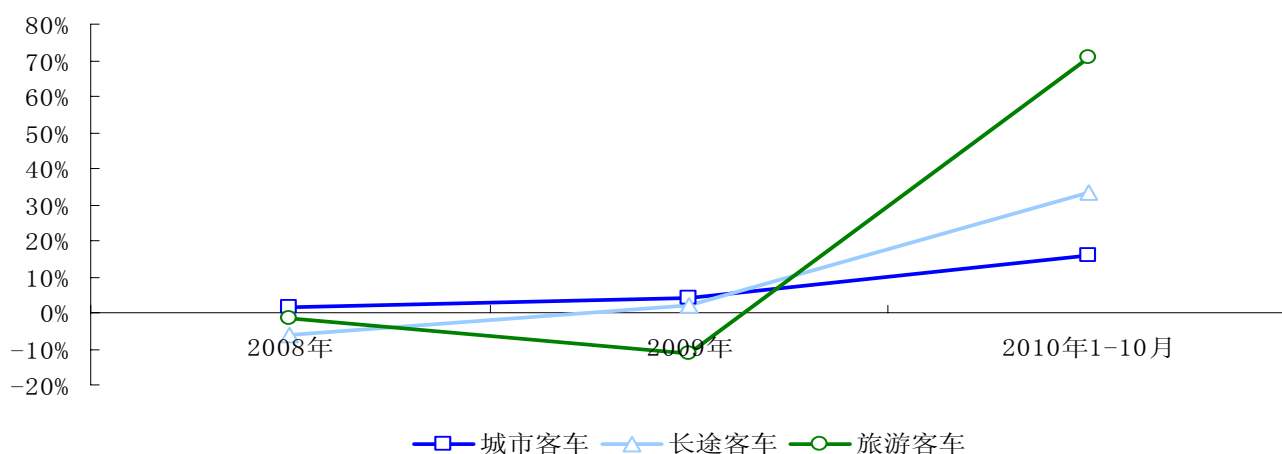
2010 年 1-10 月，大中客车及底盘合计实现销量 12.34 万辆，同比增长 26.78%；其中大型客车及底盘实现销量 5.27 万辆，同比大幅增长 53.62%。受益客运、旅游明显回暖，2010 年以来大中客车销量增长明显回升。考虑大中客车升级换代、城市公交电动化以及旅游客车的持续增长，我们预计未来两年大中客车仍可维持 17%左右的增长水平。

图表 42：大中客车销量及增长情况（1998-2010 年 1-10 月）



资料来源：中国汽车工业信息网、天相投顾

图表 43：大中客车按用途分类销量增长情况（2008-2010 年 1-10 月）



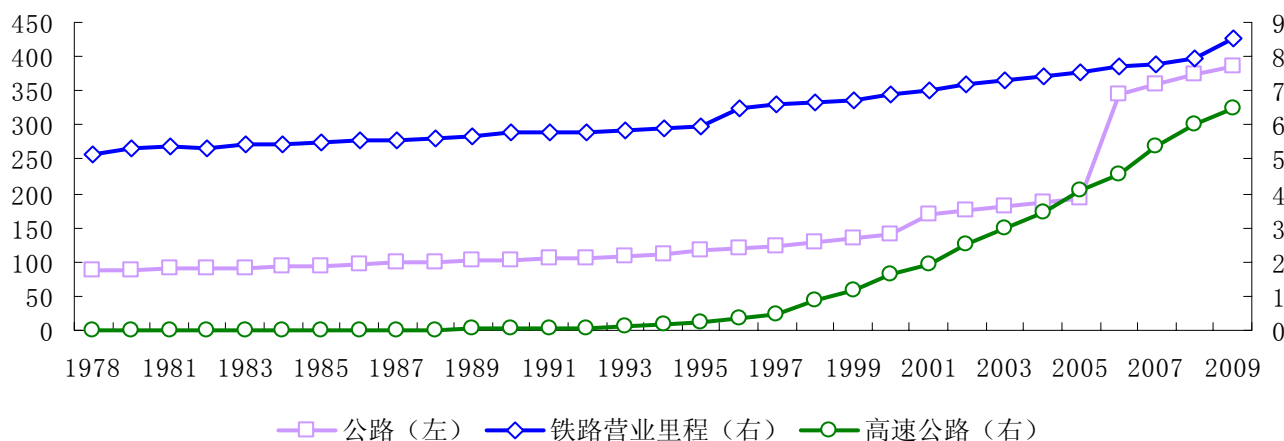
资料来源：中国汽车工业信息网、天相投顾

5.4 高铁快速发展对客运的影响偏中性

市场普遍预期，随着高速铁路建设的不断推进，客运特别是长途客运需求将明显放缓。我们认为高铁的发展对客运的影响是偏中性的，这主要基于以下两方面考虑：

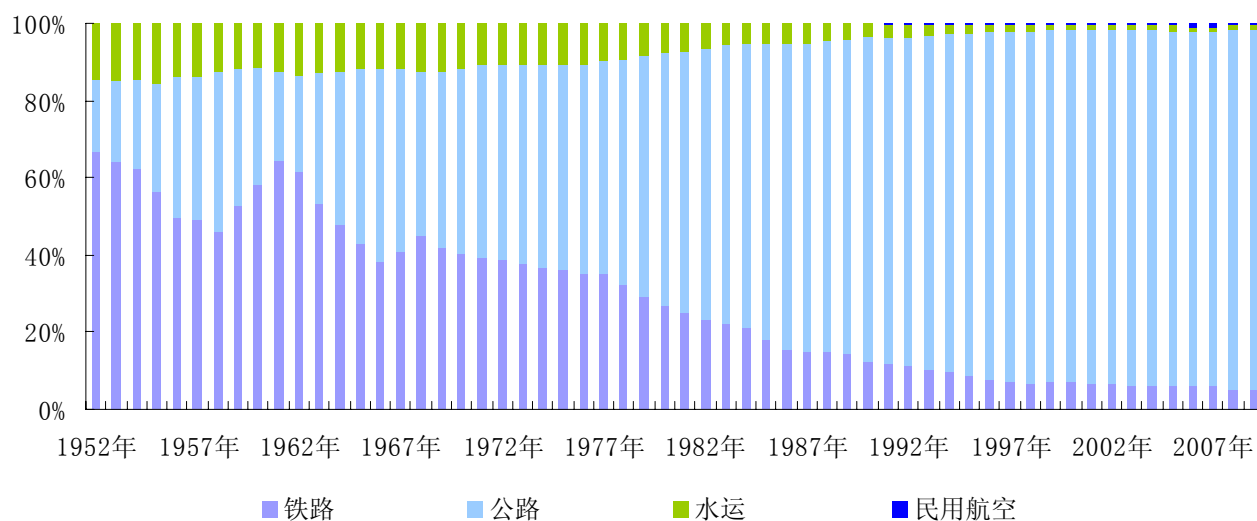
- 1) 铁路里程增长要低于公里里程的增长水平，铁运对客运的替代效应可能会因为客运的新增需求而被抵消。
- 2) 从高铁规划路线来看，绝大多数高铁均在原有铁路网的基础上建设的，并没有提高铁路网络的覆盖密度，高铁的建设等同于铁运的第7次提速。高铁的建设并没有削弱客运网络广的这一优势；另外，尽管缩短了旅途时间，但同时也增加了旅客的出行成本，它再吸引对时间敏感原有客运客户的同时也挤出了对成本敏感的原有铁运客户。

图表 44：我国铁路、公路以及高速公路营业里程（1978-2009，单位：万公里）



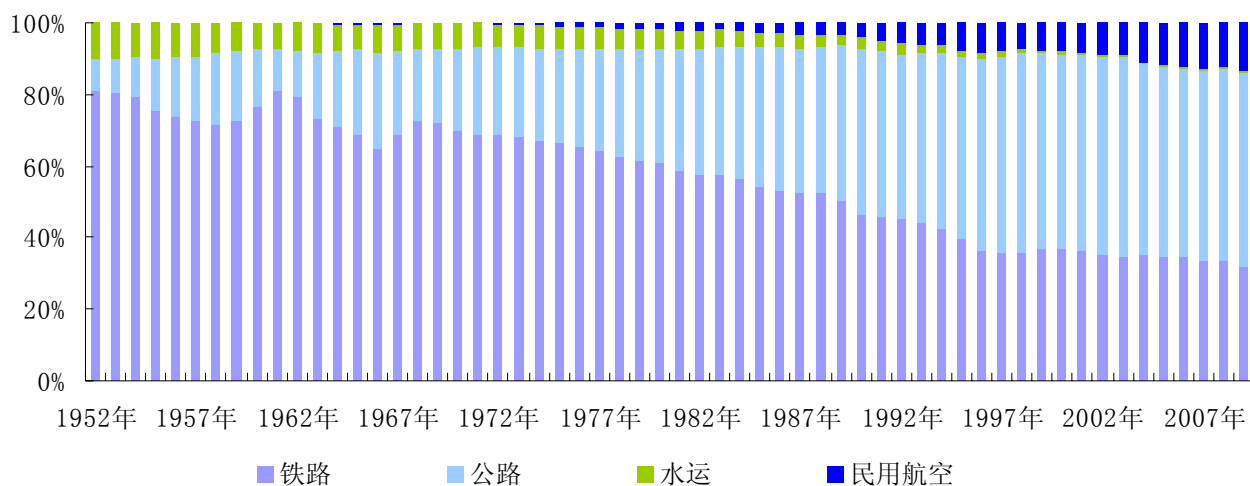
资料来源：国家统计局、天相投顾

图表 45：历年客运量比例情况（1952-2009）



资料来源：国家统计局、天相投顾

图表 46: 历年客运周转量比例情况 (1952-2009)



图表 47: 高速铁路规划图



资料来源：铁道部

5.5 旅游业的发展将推动旅游客车持续增长

受益旅游业的触底回升，旅游客车销量增长显著，2010 年 1-10 月，旅游客车实现销量 1.96 万辆，同比大幅增长 70.98%。

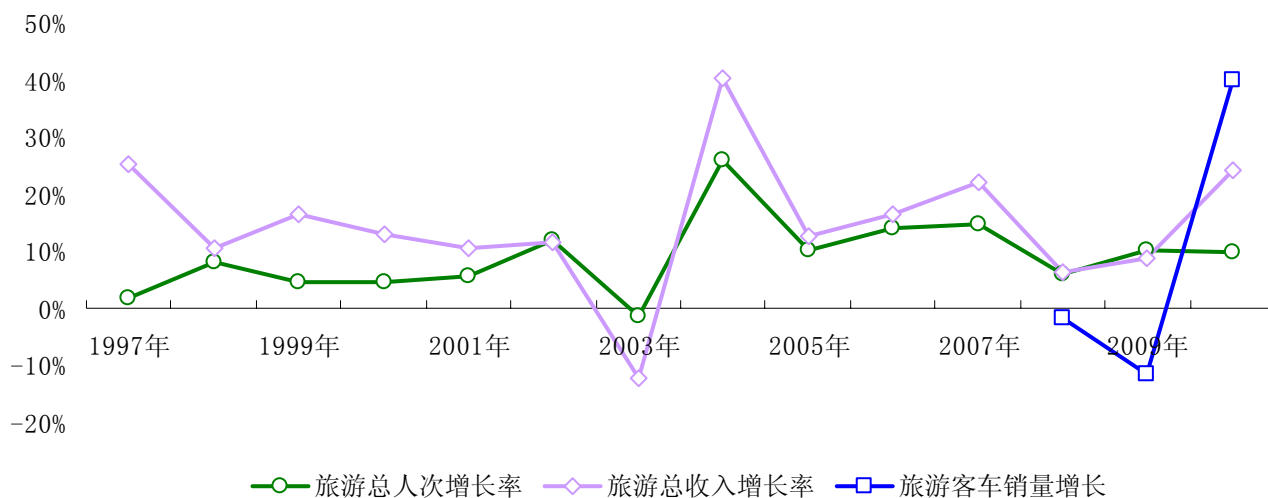
综合考虑宏观经济的持续增长以及收入分配制度的即将出台，我们预计居民收入水平在未来 10 年内将进入快速增长阶段，中国旅游业也将迎来黄金增长期。受益旅游业的持续景气，我们预计旅游客车经历了 2010 年大幅增长之后仍将维持较快增长

水平。

相比坐飞机、乘火车对单个或少数目的地的观光旅游，公路旅游更注重旅途本身的体验以及沿途风光的欣赏，公路旅游在欧美等发达地区已非常成熟。随着国内高速公路网络的大力建设和发展，各地交通条件快速改善，以及旅客对旅游需求层次的提高，我们预计国内公路旅游在未来 10 年将进入快速拓展阶段，这也为旅游客车的销量增长带来新契机。

此外，未来随着高速铁路向南、向西拓展，西部、西南部的旅游线路将进一步打开，从而带动周边旅游业的发展，这也为旅游客车销量增长提供了新的增长动力。

图表 48：旅游业与旅游客车销量增长情况



资料来源：国家旅游局、中国汽车工业信息网、天相投顾

5.6 城市客运逐渐电动化

随着国家节能减排要求的提高，以及“十二五”定调发展节能与新能源汽车五年规划的逐渐落实，我们预计作为公共客运的城市客车将首先实现电动化。

目前“十城千辆”城市示范工程也在有序展开，截止 2009 年底，新能源客车已实现销量约 5000 辆。后续，随着示范力度的加大以及示范城市由现在的 20 个推广到 25 个，我们预计新能源客车销量增长步伐也将进一步加快。假设未来两年内 25 个城市平均每城 1500 辆的规划安排，截止 2012 年新能源客车需求量约在 3-4 万辆左右，受益于此城市客车将迎来短期的快速增长。

5.7 我们的判断

综合上述分析，我们预计未来两年内大中客车将维持 17% 左右的平均增长水平，并且好于汽车行业平均水平。

资料来源：中国汽车工业信息网、天相投顾

单位：万辆		2008年	2009年	2010E	2011E	2012E
销量	城市客车	5.26	5.47	6.24	7.80	9.50
	长途客车	5.78	5.91	7.39	8.13	8.94
	旅游客车	1.75	1.55	2.17	2.71	3.39
	合计	12.79	12.93	15.79	18.64	21.83
增速	城市客车	1.71%	3.99%	14%	25%	22%
	长途客车	-6.01%	2.25%	25%	10%	10%
	旅游客车	-1.66%	-11.43%	40%	25%	25%
	合计		1.09%	22%	18%	17%

资料来源：中国汽车工业信息网、天相投顾

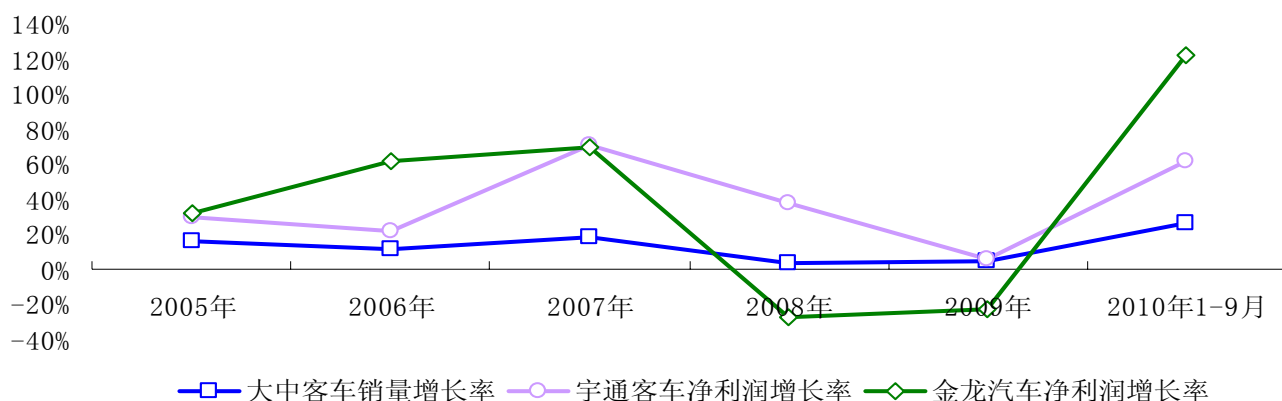
大中客车销量增长，行业龙头将首先受益。相比宇通客车，我们更倾向于推荐金龙汽车，这主要基于以下几点考虑：

- 1) 金龙汽车业绩增长弹性大；
- 2) 金龙汽车在新能源客车领域具备优势；金龙汽车 12 款新能源客车车型入选、宇通客车仅有 4 款（1-15 批）。
- 3) 金龙汽车客车销售网络优于宇通客车。金龙汽车销售网络在华东、华南、东南地区具备优势，而宇通客车在河南、华北一带具备优势。一方面，客运旅游主要集中在东南沿海地区，客运、旅游业持续景气将首先带动金龙汽车销量增长；另一方面，25 个新能源客车示范城市中，16 个分布在东南、中南地区。

我们看好大中客车未来两年销量增长，预计年均增速 17%左右，同样作为行业龙头，相比宇通客车，我们倾向于推荐金龙汽车：1）金龙汽车业绩弹性大于宇通客车；2）金龙汽车新能源客车具备优势（截止第 15 批目录，金龙汽车入选 12 款车型，宇通客车仅 4 款）3）金龙汽车销量网络在华东、中南地区具备优势，将更能受益客运、旅游的持续景气。

	2009	2010.1-9
销量	46,023	47,607
每股净资产	3.41	3.74
净资产收益率	9.99%	10.85%
投资活动现金流净额（亿元）	-1.49	-1.23
营业收入（亿元）	117.7	116.2
毛利率	12.69%	12.13%
净利润率	2.60%	3.03%
估值	2010	2011
EPS	0.54	0.73
PE	17	13

资料来源：公司年报，天相投顾

图表 51：宇通客车、金龙汽车净利润增长与大中客车销量增长比较情况


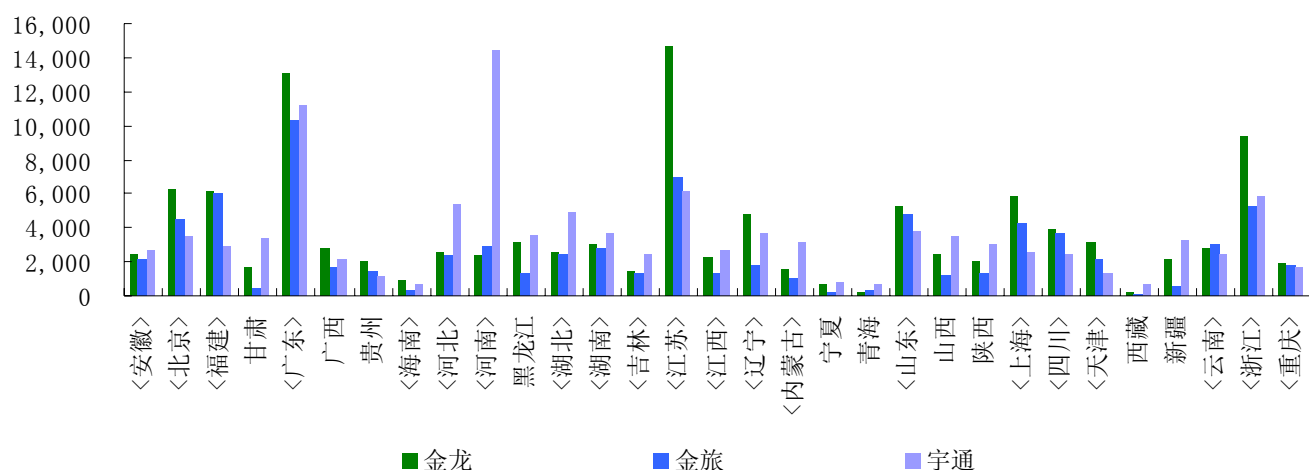
资料来源：中国汽车工业信息网、公司资料、天相投顾

图表 52：示范推广新能源客车企业入选车型数量统计（1-15 批）

序列	企业名称	纯电动客车	混合动力客车	合计
1	安徽安凯汽车股份有限公司	9	4	13
2	中通客车控股股份有限公司	2	5	7
3	湖南江南汽车制造有限公司	5	0	5
4	上海申沃客车有限公司	4	1	5
5	厦门金龙联合汽车工业有限公司	1	4	5
6	河南少林汽车股份有限公司	4	0	4
7	湖南南车时代电动汽车股份有限公司	0	4	4
8	郑州宇通客车股份有限公司	3	1	4
9	重庆恒通客车有限公司	0	4	4
10	北汽福田汽车股份有限公司	2	1	3
11	东风汽车公司	2	1	3
12	广州汽车集团客车有限公司	1	2	3
13	金龙联合汽车工业(苏州)有限公司	1	2	3
14	深圳市五洲龙汽车有限公司	0	3	3
15	厦门金龙旅行车有限公司	0	3	3
16	中国第一汽车集团公司	1	2	3
17	珠海市广通汽车有限公司	0	3	3
18	丹东黄海汽车有限责任公司	0	2	2
19	山东沂星电动汽车有限公司	2	0	2
20	扬州亚星客车股份有限公司	0	2	2
21	一汽客车大连客车厂	1	1	2
22	安徽安凯车辆制造有限公司	1	0	1
23	成都客车股份有限公司	1	0	1
24	江苏常隆客车有限公司	1	0	1
25	江西凯马百路佳客车有限公司	1	0	1
26	金华青年汽车制造有限公司	0	1	1
27	上海万象汽车制造有限公司	1	0	1
28	四川汽车工业集团有限公司	1	0	1
总计		44	46	90

资料来源：工信部、天相投顾

图表 53：宇通客车、金龙汽车客车销售保有量区域分布情况（2009 年）



资料来源：公安部、天相投顾

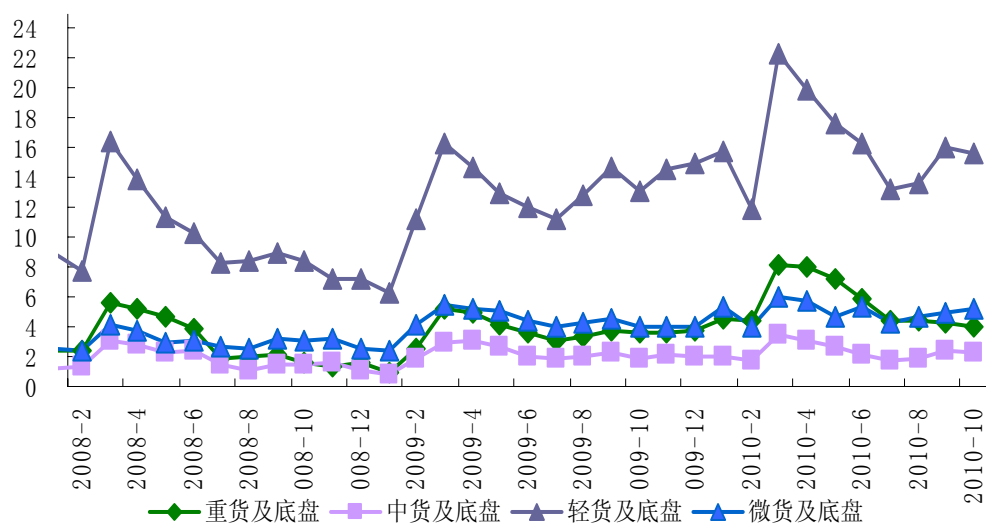
6. 明年货车及底盘销量增速约 10%左右

6.1 预计今年全年货车及底盘销量增速保持在 30%

2010 年 1-10 月，货车及底盘实现销售 291.3 万辆，同比增长 29.4%，预计全年将保持 30%的同比增速。其中重货和轻货及底盘的销量增速超出行业平均水平。由于连续两年的高速增长透支了行业的部分需求，抬高了行业基数，我们认为货车行业明年增速将回落。

考虑到明年固定资产投资能够维持在 20%以上，新兴经济持续活跃，新增公路管网铺设带来物流需求，进出口贸易回升，预计明年货车行业不会出现负增长，行业增速可能保持在 10%左右。

图表 54：货车及底盘月度销量（2008.1-2010.10；单位：万辆）



数据来源：汽车工业协会，天相投顾

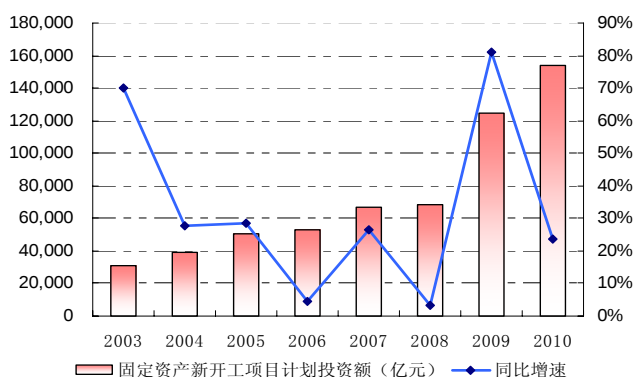
6.2 多个指标向好，明年货车需求依然强烈

1、固定资产计划新开工项目金额持续增长。截至 2010 年 10 月，全国累计新开工固定资产投资项目 28.03 万个，计划总投资 154,270 亿元，分别同比增长 -4.5%，23.8%，固定资产计划投资额仍维持高位，为货车行业提供持续的需求保证。其中公路固定资产投资总额 42,252 亿元，同比增长 23%，公路管网铺设力度加大，公路物流需求提升。

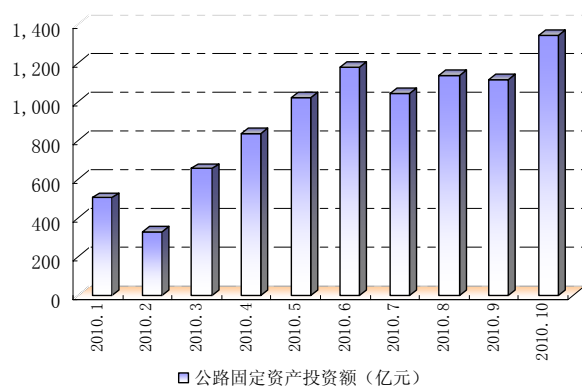
2、交通运输量中期将持续增长。交通运输量今年 1-10 月累计实现 200.67 亿吨，同比增长 14.7%，自 2004 年以来始终保持正增长，随着公路管网铺设力度的加大，经济持续复苏，中西部、北部新经济中心的扩张，预计交通运输量在十二五期间仍将实现同比正增长。

3、进出口贸易快速复苏。2010 年 1-10 月共实现进出口金额总计 23,934.07 亿美元，同比增长 36.3%，进出口贸易自 2009 年 4 季度触底回升，随着国际主要经济体的经济缓慢复苏，进出口贸易额将继续增长，集装箱等货物港口吞吐量增加将带来汽车运输需求的增长。

图表 55：固定资产新开工项目金额累计

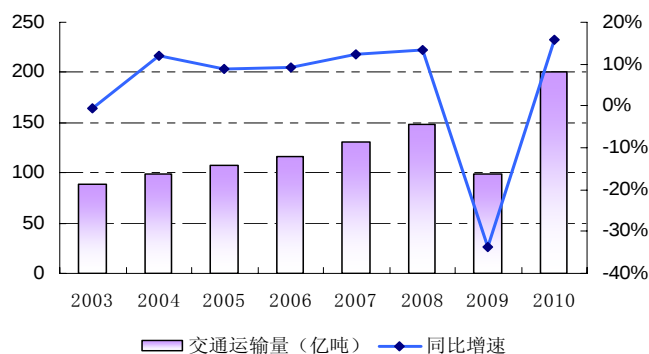


图表 56：2010 年月度公路投资金额

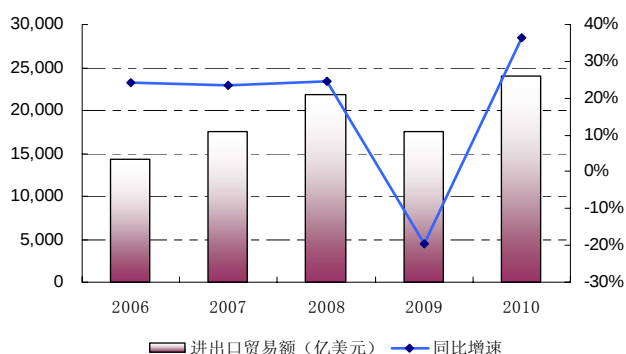


资料来源：国家统计局，交通运输部，天相投顾

图表 57：交通运输量累计（截至每年 10 月）



图表 58：进出口贸易额累计（截至每年 10 月）



资料来源：国家统计局，天相投顾

6.3 货车及底盘投资策略和个股

我们推荐轻卡龙头，重卡业务拓展较快的：福田汽车

柴油发动机龙头：潍柴动力

重卡行业龙头：中国重汽

图表 59：货车推荐个股主要指标和看点

福田汽车 (增持)	600166	轻卡龙头， 重卡业务处于行业前列并且进入快速增长阶段，受益重卡产品结构升级	未来两年随着非公开发行扩产项目和重卡技术升级项目的陆续完工，以及与戴姆勒合作项目的顺利展开，我们预计公司在收入和盈利能力方面将再次取得突破，长期看好公司重卡业务增长潜力。此外，随着新增产能的逐渐投产，产能瓶颈缓解后我们预计公司中重卡表现将好于行业平均水平。		
潍柴动力 (买入)	000338	柴油发动机龙头企业、受益重卡持续增长	公司将受益下游重卡的持续增长；公司经营稳健，典型的经营“现金牛”企业；公司是市场普遍看好的白马股，持续的分红预期强烈。目前公司估值仍处于历史低位，预计未来仍存在较大上涨空间。		
中国重汽 (增持)	000951	重货龙头、受益行业持续景气	2010 年 1-10 月，国内广义重卡累计销售 85.85 万辆，同比大幅增长 67.56%，行业呈现爆发式增长。考虑“十二五”规划的逐步落实、保障性住房建设的持续增长以及货运物流业的持续景气，我们预计尽管 2011 年重卡销量增速或将下滑，但仍可维持较为可观销量水平。		

资料来源：公司年报，天相投顾

图表 60：2010.1-10 重卡行业集中度

企业名称	生产量	销售量	产销率	市场占有率
重型货车	203,589	205,414	100.90%	
中国重型汽车集团公司	46,906	50,157	106.93%	24.42%
陕西汽车(集团)有限责任公司	29,614	29,454	99.46%	14.34%
包头北奔重型汽车有限公司	24,898	25,320	101.69%	12.33%
北汽福田汽车股份有限公司	24,883	24,637	99.01%	11.99%
安徽江淮汽车股份有限公司	20,097	21,367	106.32%	10.40%
东风汽车公司	17,054	16,201	95.00%	7.89%
湖北三环专用汽车有限公司	9,731	9,828	101.00%	4.78%
中国第一汽车集团公司	7,349	7,204	98.03%	3.51%
浙江飞碟汽车制造有限公司	5,077	4,948	97.46%	2.41%
成都新大地汽车有限责任公司	4,355	4,375	100.46%	2.13%

资料来源：汽车工业协会，天相投顾

图表 61：2010.1-10 轻卡行业集中度

企业名称	生产量	销售量	产销率	市场占有率
轻型货车	1,486,922	1,510,625	101.59%	
北汽福田汽车股份有限公司	360,691	372,898	103.38%	24.69%
安徽江淮汽车股份有限公司	152,722	154,686	101.29%	10.24%
东风汽车公司	125,988	127,414	101.13%	8.43%
江西江铃汽车控股有限公司	93,139	98,147	105.38%	6.50%
长城汽车股份有限公司	83,974	82,451	98.19%	5.46%
山东凯马汽车制造有限公司	77,177	78,134	101.24%	5.17%
金杯汽车股份有限公司	62,690	58,469	93.27%	3.87%
南京汽车集团有限公司	60,841	62,438	102.62%	4.13%
山东唐骏欧铃汽车制造有限公司	50,371	49,966	99.20%	3.31%
中国第一汽车集团公司	50,200	52,426	104.43%	3.47%

资料来源：汽车工业协会，天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面利。授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041