



构成负面影响，但程度有限

——成品油价上调点评 日期：2010.12.22

主要事件

国家发改委发布关于提高成品油价格的通知，自**2010年12月22日**零时起，汽、柴油供应价格每吨分别提高**310元**和**300元**，调整后的汽、柴油供应价格分别为每吨**7,730元**和**6,980元**。

点评与建议

I 对全行业而言，油价上涨将产生负面影响

油价主要通过使用成本和生产成本两个路径来影响汽车行业，价格上涨将使得汽车的使用成本以及制造成本都有相应的增长，从而在需求和成本两方面都行业的盈利构成负面影响。但考虑到居民收入的持续增长和极强的消费潜力，我们判断影响程度有限。

I 成本敏感度差异决定乘用车影响程度

小排量轿车的消费者对于汽车使用成本的变化更为敏感，所以尽管小排量轿车有油耗低的天然优势，但受制于较弱的技术含量和舒适性，仍将难以吸引高端轿车潜在消费者的需求下移。按受油价上调负面影响程度的深浅排序如下：经济型 SUV>经济型轿车>城市型 SUV>紧凑型轿车>中级轿车>大型 SUV 高级轿车和豪华车。

I 将加速商用车向两端发展的进程

由于产品属性的差异，商用车用户的成本转嫁能力往往较之乘用车更强，运营企业可以通过提高运价来抵消油价上涨的影响。从对商用车的长远影响看，油价上涨将加强卡车和客车向高端化和大型化演变的趋势。由于在运输效率与灵活度方面的弱势，未来中型客、货车的份额将进一步被两端车型蚕食。

I 行业评级不变

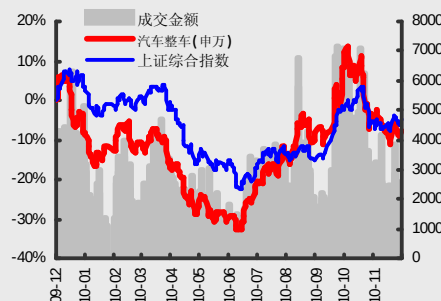
在我们的汽车行业 2011 年投资策略报告中已经考虑了油价上涨的因素，因此依然维持行业“中性”和“明年行业销量增长 10%、盈利增长 15%”的评级和判断。

行业评级 中性(维持)

市盈率(TTM): 15.13

市净率: 3.53

行业表现 2009.12.22-2010.12.22



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-3.41	30.04	-7.90
相对表现 (%)	-4.09	17.86	-3.10

数据来源: WIND

重点公司盈利预测与评级

公司	评级	EPS		
		09A	10E	11E
一汽夏利	推荐	0.12	0.31	0.35
金龙汽车	推荐	0.32	0.58	0.66
福田汽车	推荐	1.13	2.01	2.25
曙光股份	推荐	0.72	0.88	1.01
万里扬	推荐	1.08	1.00	1.40
中鼎股份	推荐	0.47	0.75	0.93
宇通客车	推荐	1.08	1.58	2.00
上海汽车	推荐	1.00	1.60	1.90

张宇 行业研究员

张志鹏 (执业证书 S0820209120024)

邮箱: zhangyu@ajzq.com

电话: 021-32229888-3502

相关报告:

《低档起步，以稳为主——汽车行业 2011 年投资策略》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、事件与背景

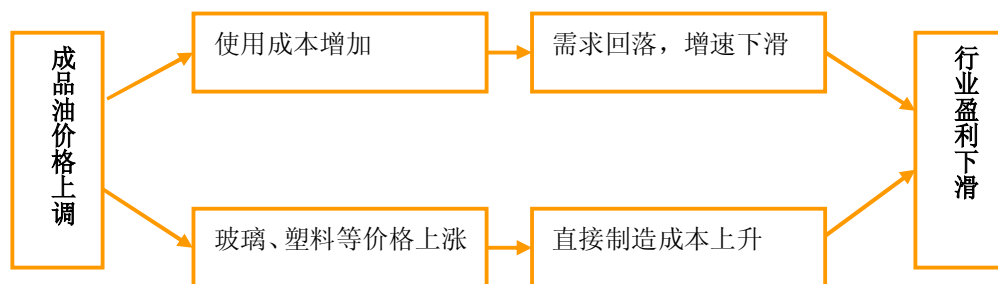
国家发改委发布关于提高成品油价格的通知，自 2010 年 12 月 22 日零时起，成品油生产经营企业供军队及新疆生产建设兵团、国家储备用汽、柴油供应价格每吨分别提高 310 元和 300 元，调整后的汽、柴油供应价格分别为每吨 7,730 元和 6,980 元。

此次成品油价格调整依然遵循现行价格机制。10 月 26 日国内成品油价格调整以来，国际市场油价持续震荡上扬。特别是进入 12 月以后，受主要经济体经济回升以及寒冷天气带动取暖油需求增长等因素影响，国际市场油价大幅走高。12 月 20 日，美国西德克萨斯原油（WTI）和英国北海布伦特原油期货价格分别涨至每桶 88.81 美元和 92.74 美元，达到 2008 年 10 月初以来的最高水平。

二、对汽车行业整体的影响

此次油价上调时间与幅度都在预期之内。对汽车行业而言，油价上涨的影响主要来自两方面，体现为使用成本和生产成本的增加，故构成负面影响。

图 1 油价对汽车行业影响的理论传导机制



资料来源：爱建证券

三、对细分行业的影响

表 1 不同车型使用成本的简单测算

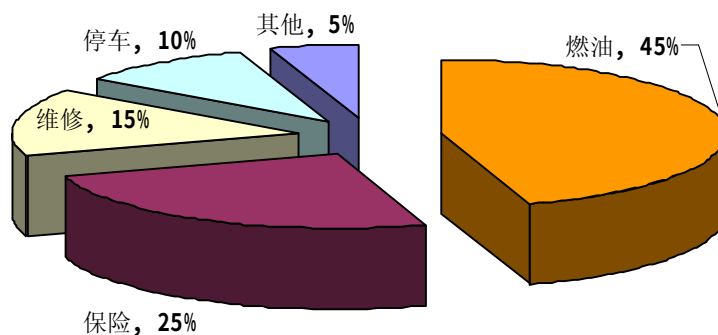
车型	轿车	重卡	中卡	大客	中客
百公里油耗(L)	10	30	18	25	16
年形势里程数(万公里)	1.5	15	15	15	15
年油耗(L)	1,500	45,000	27,000	37,500	24,000
此次调价后成本增加(元)	375	10,350	6,210	8,625	5,520

资料来源：爱建证券

I 对乘用车行业的影响

小排量轿车并不会受益。油价对乘用车行业的影响比较复杂，按照简单的推理逻辑，油价上涨将刺激小排量轿车的销售，但从近年的行业对油价上调后的反应往往与逻辑相悖。主要原因在于小排量轿车的潜在消费者对于使用费用（主要是燃油成本）的变化更加敏感。虽然小排量轿车有油耗低的优势，但该类车的消费者可能难以承受较高的绝对油耗支出；同时该类车技术水平和安全舒适性能提高较慢，对较大排量轿车消费者吸引力有限。总体而言，我们不认为高油价会对小排量轿车的销售起到拉动作用。

图2 普通轿车的用车成本构成



资料来源：爱建证券

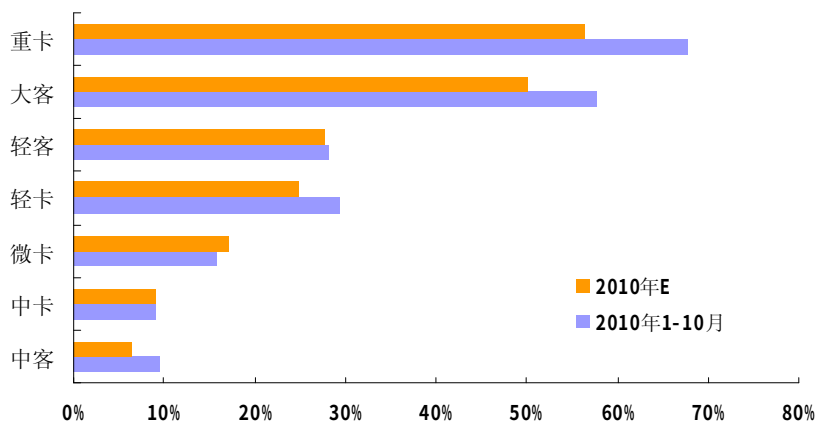
成本敏感度差异决定影响程度。从结构上看，油价上涨有利于燃油经济好的车型的销售，再综合考虑对成本的敏感度，我们按所受负面影响程度的深浅排序如下：经济型 SUV>经济型轿车>城市型 SUV>紧凑型轿车>中级轿车>大型 SUV 高级轿车和豪华车。

I 对商用车行业的影响

商用车行业的成本转嫁能力较强。尽管表1测算的结果显示商用车的使用成本增加绝对值较大，商用车用户往往具备乘用车用户不具备的成本转嫁能力。作为生产资料，货运企业可以通过提高卡车的运价来抵消油价上涨的影响。客运企业的成本转嫁难度稍高一些，因为客运价格往往受到政府的一定管制，但国家发改委也指出，成品油价格调整影响公路客运增加的成本支出，各地可以按油运价格联动机制要求，在企业消化一部分的基础上，采取调整运价或燃油附加的方式适当疏导。

油价上调将加速商用车向两端发展的进程。从对行业的长远影响看，油价上涨将加强卡车和客车的高端化和大型化趋势，因为运输效率弱于大型车而灵活度又不如轻型车，未来中型货车和中型客车的份额将进一步被两端蚕食。

图3 2010年商用车行业增速一览



数据来源：中汽协 爱建证券

表 2 历次成品油调价一览

日期	出厂价(含税):汽油	出厂价(含税):柴油
2005-3-23	4050	3320
2005-5-10	4050	3470
2005-5-24	3900	3470
2005-6-25	4100	3620
2005-7-23	4400	3870
2006-3-26	4700	4070
2006-5-24	5200	4570
2007-1-14	4980	4570
2007-11-1	5480	5070
2008-6-20	6480	6070
2008-12-19	5580	4970
2009-1-15	5440	4810
2009-3-25	5730	4990
2009-4-1	5730	4990
2009-5-19	5730	4990
2009-6-1	6130	5390
2009-6-30	6730	5990
2009-7-29	6510	5770
2009-9-2	6810	6070
2009-9-30	6620	5880
2009-10-11	6620	5880
2009-11-10	7100	6360
2010-4-14	7420	6680
2010-6-1	7190	6460
2010-10-26	7420	6680
2010-12-22	7730	6980

数据来源: WIND 爱建证券

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上;

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%;

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以上;

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上。

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上;

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间;

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。