



证券研究报告 · 行业动态

看好汽车股行情持续性

狭义乘用车：2月产销同比确认底部，基本面趋势平稳向好

1月销量同比19%（产量16%），预计2月同比在0左右，3月的同比接近15%，到6、7月的单月同比达到25%左右、累计同比达到约17%，2月（或1、2月合计）将确立销量同比的底部，与我们此前报告判断一致。

在1、2月合计平均约11%的销量同比基础上，未来几个月的销量同比趋势向上的投资意义在于：基本确立全年销量增速15%-20%，超出产业主流企业预期的销量增速将使行业盈利能力仍具有向上的弹性，且投资者更倾向于在增速向上的时段上调盈利预期。

国内通胀推动因素（或相对价格变化）中最具趋势性和持久性的基础因素应是中低端劳动力相对稀缺导致的产业工人工资和农产品价格持续上升，对主要增量消费群来自中间及中低收入阶层的汽车消费，未来几年更具超预期的可能。

较去年初更谨慎的心态及面临紧缩的信贷环境，今年乘用车经销商的库存回补过程将是适度 and 趋于均衡的，出现库存压力明显偏大的可能性较低。

重卡：库存偏高，等待真实需求的检验

对厂商产销数据的分析及终端调研都表明，目前重卡行业的库存达到正常偏高的水平。

重卡高库存的合理性/主动性：在3、4月份旺季来临前生产备货、避免去年供给不足（尤其是发动机）影响销售的情况出现。

高库存的风险性/被动性：去年11月以来3-4个月的销售形势稍低于预期；厂商大都对行业增速预期不高、但自身设定的增长目标较高，原因是去年供给持续紧张过程中有效扩大了实际产能，且行业景气高涨期单个厂商感受的供给不足（丢失订单）会明显高于行业整体实际未满足的订单比例。

投资建议：进入数据观察期，看好汽车股行情持续性

汽车股截止目前的上涨行情主要是依赖对宏观经济形势、行业景气趋势运行的提前预判，或者说在逻辑层面对此前过分悲观预期的纠正，没有也无需（1、2月）终端实际销售数据的支持。

此轮上涨行情实现后，我们认为进一步的行情演绎需要终端数据的验证，即行情进入数据观察期（或真实需求检验期）。

我们看好汽车股下一阶段（3-6月份）行情的持续性，基于：1，宏观经济总体和结构性的趋势将支持汽车终端销售数据尤其是乘用车数据验证较乐观的预期；2，谨慎预期支配汽车产业主流企业运营思路，行业供需失衡导致盈利能力明显下滑的可能性相当小；3，汽车一线股动态估值仍处于历史性的底部区域。

汽车和汽车零部件

维持

增持

陈政

chenzheng@csc.com.cn

010-85130928

执业证书编号：S1440209090408

刘韧

liuren@csc.com.cn

010-85130966

执业证书编号：S1440210070001

发布日期：2011年2月24日

市场表现



相关研究报告

11.01.27	汽车行业：继续看好低估值一线汽车股
11.01.12	汽车行业：政策、估值双双见底

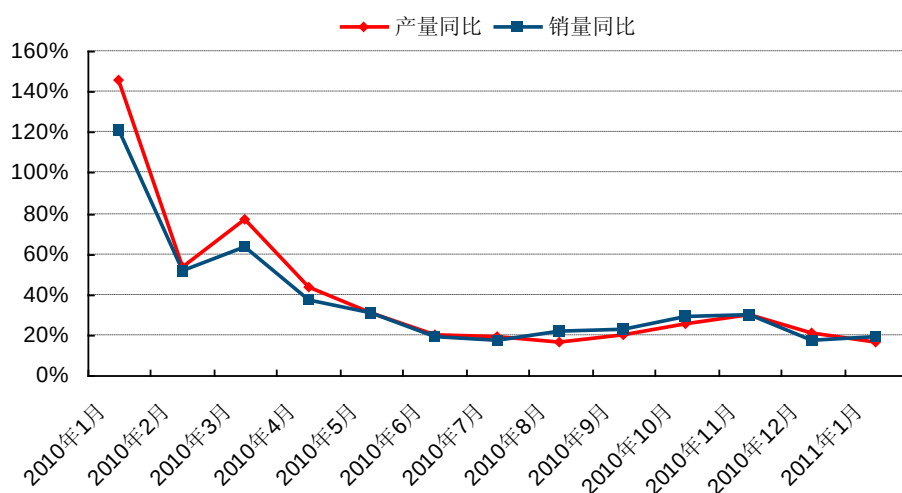
狭义乘用车：2月产销同比确认底部，基本面趋势平稳向好

2月产销量同比将确认底部

我们在1月12日的报告（“政策、估值见底，销量同比即将向上，建议买入乘用车一线股”）中提出，“狭义乘用车1、2月出现月度同比触底的概率比较大”。

协会公布的1月狭义乘用车产、销量115.7、126.6万辆，同比增长16%、19%，产量同比较去年12月下降5个百分点、销量同比则提高2个百分点。产、销增速变化差异明显，因为厂商平滑了去年12月销售高峰的部分销量到今年1月确认。

图1：狭义乘用车月度产销量同比



资料来源：CAAM，中信建投研发部

我们此前预测1月销量同比增速5%-8%之间，即使考虑超预期的销量平滑因素，19%的实际同比增长率仍然较我们预期偏高，原因是去年12月终端销售形势超预期（经销商库存下降幅度较大）使1月批发销量回补库存的幅度超预期，同时春节因素也可能稍有利于1月的终端销售。

就狭义乘用车2月的产销而言，可预期春节因素（较往年更靠前，而春节后往往销售偏淡）及今年厂商较去年更谨慎的心态（体现为主动压库存的力度）都会拉低终端和批发销量的同比表现，我们估计2月批发销量与去年同期的71.9万辆基本相当，即同比增长率在0左右（正、负波动超过5%的概率较小）。

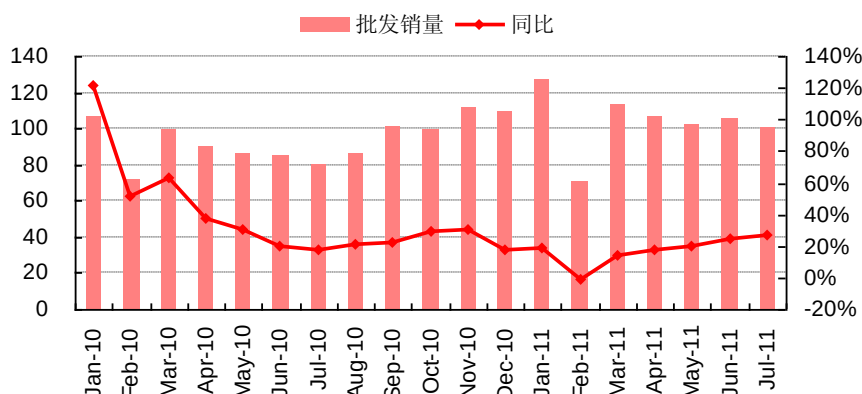
由于春节因素影响，更合理地使用1、2月合计同比，按2月71.9万辆销量，则1、2月合计同比增速11%。

在以上分析基础上，“1、2月出现月度同比触底”，要求3月后的批发销量同比超过5%（我们估计的2月同比的上限），或者更严格地超出11%（1、2月合计平均）。

我们估计3月的狭义乘用车批发销量同比接近15%，到6、7月的单月同比达到25%左右、累计同比达到约

17%（图2），也就是2月（或1、2月合计）将确立销量同比的底部。

图2：狭义乘用车批发销量（万辆）及同比，2011.02后为预测值



资料来源：CAAM，中信建投研发部

如同我们此前报告分析的，我们对今年狭义乘用车销量增速绝对值的信心（15%以上）及同比趋势走向（2月份确立同比底部）的预测考虑了一系列长、中、短期因素：09-10年的汽车消费高速增长是国内经济发展到目前阶段的内生性结果，相关政策刺激非决定性因素；政策到期形成的短期终端需求提前已为厂商的推迟订单确认所平滑；2010上半年的宏观经济二次探底（担忧）效应不会在今年上半年出现；春节因素有利于3月终端销量同比表现。

劳动力成本上升推动的通胀可能使汽车消费超预期

国内通胀推动因素（或相对价格变化）中最具有趋势性和持久性的基础因素应是中低端劳动力的相对稀缺导致产业工人工资和农产品价格的持续上升，而其他原材料及工业品基于产能利用率波动的价格变化主要是顺周期和被动的，在货币政策转向稳健的背景下其价格快速上升应不具有持续性。

工人工资及农产品价格的相对持久上涨，将提升国内中低收入阶层的当期消费能力和远期消费信心，而目前国内汽车消费的普及正处于从中高收入阶层转向中间甚至中低收入阶层为主的阶段，这将使国内未来几年的家庭乘用车消费更具有超预期的可能性。

增速区间及趋势的投资意义

在1、2月合计销量同比11%左右增幅基础上，预计未来几个月销量同比趋势向上，将为乘用车股的投资带来以下积极影响：

- **盈利能力**：投资者较多担心汽车行业较高的盈利能力的持续性，我们认为影响行业盈利能力变动的关键因素并非绝对增长率的高低，而是增长率相对于行业主流企业预期目标（决定其营销、生产资源投入和库存水平管控）的偏离。我们对增速趋势的预测表明，全年狭义乘用车销量增幅超出15%（接近20%）的概率较大，而主流合资及自主品牌乘用车企业今年设定的销售增长目标在15%左右，这意味上半年及全年销售形势达到、超过厂商预期的可能性较大，从而使行业的盈利能力仍具有向上的弹性。



- **盈利趋势：**销量将推动上市公司的业绩同比增速向上，投资者在向上的阶段更可能上调对全年的销量及业绩预期。

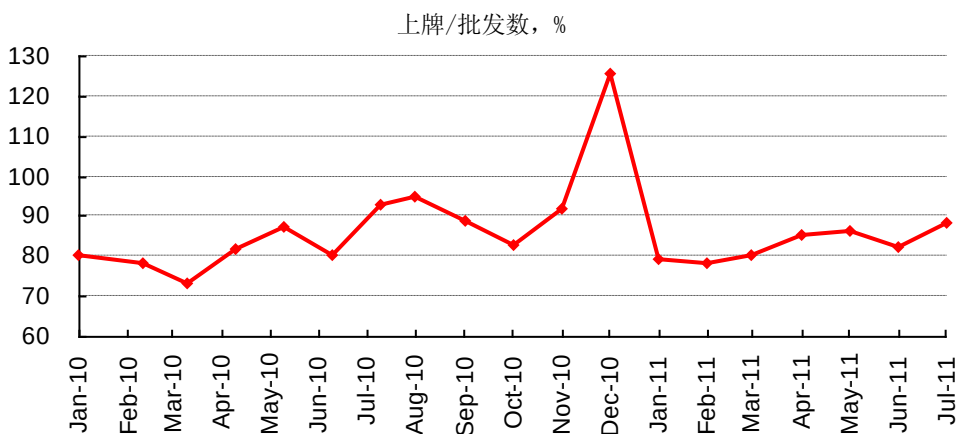
库存回补将适度并趋于均衡

由于销售超预期和生产能力受限，狭义乘用车经销商环节在去年 11、12 月经历了被动去库存过程（库存量下降，库销比明显低于正常值），相应地在今年的 1-3 月将经历一个主动的库存回补过程（我们的数据分析和终端调研都表明，到 2 月份行业的整体库存仍然是偏低的）。由于库存回补的力度和节奏较难把握，一旦回补力度过大、超出短期需求释放能支撑的水平，将引发销售价格和生产量下调，这正是去年上半年发生的情况。

我们认为今年狭义乘用车的库存回补将是适度、渐进的，与后续终端需求能支撑的均衡水平偏离应较小：

- 厂商、经销商对去年上半年库存压力的负面影响记忆犹新，且对今年的销售形势较去年初更谨慎（反映在去年底北京限车政策出台后，普遍下调了今年的增长目标或不提出增长目标），决定其库存回补力度将更审慎和适度。
- 去年底、今年初以来连续的货币紧缩行为，明显提高了流动资产（存货）占比高、且大量依赖银行贷款融资的汽车经销商的库存成本，其累积库存的能力和意愿降低。（信贷紧缩也可能影响消费者购车需求，但由于国内汽车信贷消费占比仍较低，至少直接影响相当有限）

图 3：狭义乘用车上牌数/批发销量，2011.01 后为预测值



资料来源：中信建投研发部

重卡：库存偏高，等待真实需求的检验

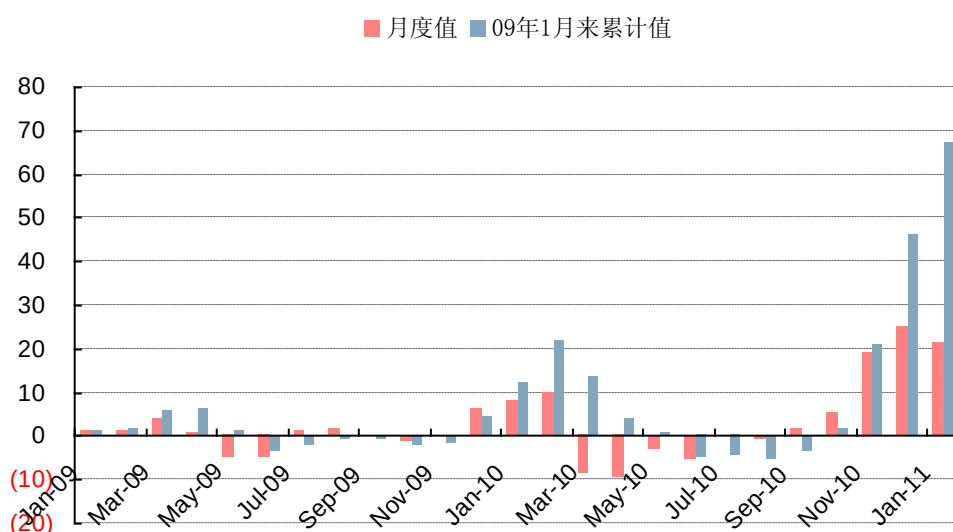
由于缺乏月度终端销售或上牌数据，我们难以较准确衡量重卡的经销商环节库存。但利用厂家生产、批发销售数据分析并结合终端调研，可大概判断重卡行业的库存（厂家及经销商）状况。

以行业厂商环节的产、销量差值衡量，2010.11-2011.01 的产量明显超出销量，三个月累积产、销差值约 6.5 万辆（图 4），相当于 2010 年月均销量 8.5 万辆的 77%、2011.01 产量 10.7 万辆的 61%。

我们的终端调研表明，到 2 月份重卡经销商库存累积已处于较高水平，因此重卡厂商的产销差不能如乘用车行业那样理解为推迟销量确认，而相反主要是厂商的主动库存累积行为。

综合厂商环节库存分析及对重卡经销商的调研数据，我们估计重卡行业到 2 月份的库存累积量在 15 万辆左右甚至接近 20 万辆的可能性较大，即对应 1 月产量的 1.5-2 倍、批发销量的 1.7-2.3 倍，库存已达到合理偏高的水平。

图 4：重卡行业厂商产、销量差值变动，单位：千辆



资料来源：CAAM，中信建投研发部

重卡行业去年底以来快速累积库存的合理性（或主动性）在于，2010 全年大部分时间市场处于供给紧张状态，尤其是发动机等关键零部件的供货不足限制了生产能力的提升，因此虽然去年底以来的 3-4 个月终端销售清淡，但预期 3、4 月份开始将迎来销售旺季及为避免需求高峰期生产供应不足，各厂商都“合理”地采取了提前生产备货及渠道铺货的策略。

重卡库存累积的风险性（或被动性）在于：1）去年底以来终端销售偏淡的形势或多或少超出厂商预期；2）各厂商都对 2011 年行业增速谨慎，但由于 2010 年持续供不应求推动实际生产能力有效扩大，在今年产能提升后都设定了较高的增速目标（回忆 2010 年生产不足丢失的订单），并基于更高的目标加大了渠道铺货力度。但一般的情况是，行业整体在景气高涨期的实际短缺（或未满足订单）比例要明显低于单个厂商的感受。3）3、4 月份后的终端需求旺盛程度。

我们认为，国内大规模基建投资的延续性，政府稳增长、防通胀政策定位下加大保障房、水利及民生工程投资，及欧美经济复苏向好拉动出口物流增长，将支撑 3、4 月份后的重卡终端景气回升，高库存及生产惯性带来后续真实需求检验的风险，但风险程度应基本可控。

投资建议：进入数据观察期，看好汽车股行情持续性

进入数据观察期

我们在 1 月上旬提出乘用车行业处于“政策、估值见底，销量同比即将向上”的投资时点，明确建议买入一线乘用车股，重点推荐华域汽车、上海汽车、福耀玻璃、悦达投资、一汽富维；1 月下旬 “继续看好一线汽车股”，在继续推荐乘用车龙头的同时推荐商用车一线股福田汽车、潍柴动力、江铃汽车、宇通客车、中国重汽。相关股票在我们推荐以来取得明显强于大盘指数的表现。

我们认为汽车股截止目前的上涨行情主要是依赖对宏观经济形势、行业景气趋势运行的提前预判，或者说在逻辑层面对此前过分悲观预期的纠正，没有也无需（1、2 月）终端实际销售数据的支持。

但在此轮上涨行情实现后，我们认为进一步的行情演绎需要终端数据的验证，即行情进入数据观察期（或真实需求检验期），市场以犹豫、纠结的心态等待终端销售、库存、价格数据趋势的指引。

看好行情持续性

市场短期进入数据观察期，并引发股价的冲高回调（与外部事件冲击亦有关）。我们看好一线汽车股在经过数据观察期后下一阶段（3-6 月份）行情的持续性，基于我们以下的认识：

- 宏观经济总体和结构性的趋势将支持汽车终端销售数据尤其是乘用车数据验证较乐观的预期；
- 在谨慎预期支配汽车产业主流企业运营思路的背景下，行业供需失衡导致盈利能力明显下滑的可能性相当小；
- 汽车一线股动态估值仍处于历史性的底部区域。

乘用车：基本面向好支撑上涨行情向二季度继续演绎

我们前期建议买入乘用车一线股的核心观点不变：1，全年狭义乘用车销售增幅（接近 20%）超出资本市场和汽车产业预期的概率较大，使盈利能力和预期具有向上调整的弹性；2，未来 5-6 个月的销量同比趋势向上，有利投资者预期向上修正及股价表现。

相应地，我们认为低估值乘用车一线股股价在目前回调的基础上，在二季度继续演绎上涨行情的概率大。继续重点推荐华域汽车、上海汽车、福耀玻璃、悦达投资、一汽富维、一汽轿车；在龙头公司停牌情况下，投资者亦可加大关注弹性较大的长安汽车、一汽夏利。

商用车：适度控制短期风险，着眼制造业升级与国际化开拓

重卡行业偏高的库存及各厂商较高的增长目标使其面临较乘用车行业更高的真实需求检验风险，而轻型商用车及大中客车行业预计将维持较平稳的景气趋势。

我们对商用车行业的投资建议如下：



- 选择景气趋势较平稳、估值依然具有优势的轻型商用车和大中客车龙头，推荐江铃汽车、宇通客车；
- 在重卡行业，适当控制短期风险，着眼于制造业升级和开拓国际市场的中长期前景，遴选战略清晰、管理优势突出的优势公司，推荐福田汽车、潍柴动力。

风险分析

- 中东北非的地缘政治不稳定态势继续发展，引发国际原油价格持续上行，带来国内外宏观经济风险并打击国内汽车消费信心。
- 宏观紧缩政策对实体经济增长的影响超预期，使汽车销售情况明显低于预期。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

陈政：北京大学金融学硕士、法学学士，汽车行业首席分析师。大型国企三年战略管理岗位工作经验，精于行业竞争结构和公司竞争力分析，现专注于对汽车等耐用消费品消费升级趋势和短期扰动因素的研究。

刘韧：会计学硕士，汽车行业分析师。3 年汽车及交通运输行业研究员工作经验，专注于从成本、供给与需求趋势和产业链上下游角度研究具有投资价值的公司和行业。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。