

分析师:	刘元瑞	(8621)68751760	liuyr@cjsc.com.cn	执业证书编号:	S0490510120022
联系人:	谭焜元	(8621)68751760	tanky@cjsc.com.cn		
	张乐	(8621)68751760	zhangle@cjsc.com.cn		

日本地震或将影响我国短期消费结构及加速日系企业国产化率脚步

报告要点

3月11号当地时间14点46分,日本宫城县发生世纪大地震,引发大规模海啸并造成重大损失。

■ 日本主要汽车生产商面临挑战

我们认为,本次大地震对于消费心理的影响及汽车购置的需求可能带来本土销售的提升,而海外市场必将由于短期出口整车及相关零部件的冲击而造成短期市场份额下滑等现象,越是出口依赖度强的公司可能所受影响越大。

■ 灾难刺激消费:日本1995年与1996年汽车销量增速异动启示

人力不可抗拒的巨大自然灾害可能将改变未受灾地区人们的消费心理,消费心理的改变将在短期内会抑制消费,而在中长期会拉动内需促进消费。

■ 可能影响我国汽车产业的短期消费结构及加快日系企业零部件国产化进程

1、针对本次日本大地震可能为国内汽车市场消费结构带来的短期变化,我们认为德系及韩系车可能将成为主要受益产品,推荐标的如上海汽车、悦达投资等。

2、针对国产化率加速进程提升,我们认为应该关注处于日系体系中的核心零部件供应公司。

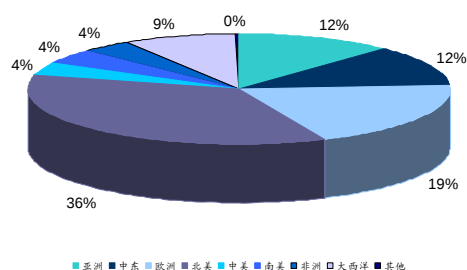
第一，日本主要汽车生产商面临挑战

3月11号当地时间14点46分，日本宫城县发生世纪大地震，引发大规模海啸并造成重大损失。事件发生后，日本三大主流汽车厂商纷纷宣布本土所有工厂、附属工厂以及部分供应商的生产，我们判断后续各厂家将根据余震的情况、工厂距震中距离及距海岸线距离而逐渐恢复工厂生产。

我们认为，本次大地震对于消费心理的影响及汽车购置的需求可能带来本土销售的提升，而海外市场必将由于短期出口整车及相关零部件的冲击而造成短期市场份额下滑等现象，越是出口依赖度强的公司可能所受影响越大。

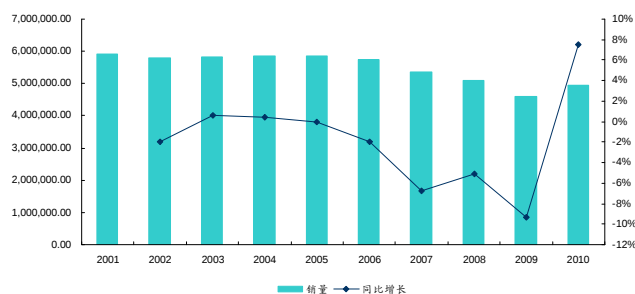
对于日本汽车工业而言，其当前出口依赖度已经在平均50%以上，从2010年出口结构来看，日本汽车第一出口区域为北美，其余依次占比为欧洲、中东、亚洲等地。而在亚洲来看，2010年我国占日本整车出口数量的约42.8%（统计包含合资公司），对其重要性日渐提升。

图 1：日本汽车 2010 年整车分国别出口结构



资料来源：JAMA, 长江证券研究部

图 2：日本汽车本土销售接近稳定



资料来源：JAMA, 长江证券研究部

表 1：日本汽车厂商产量及出口依赖度

	产量	出口	出口依赖度
马自达	909,856	726,819	79.9%
五十铃	203,716	156,967	77.1%
日野	99,311	70,197	70.7%
三菱	660,105	448,866	68.0%
斯巴鲁	491,932	328,389	66.8%
三菱扶桑	76,593	50,369	65.8%
日产	1,133,667	670,957	59.2%
丰田	3,282,855	1,745,038	53.2%
优迪	30,471	15,777	51.8%
Total	9,625,940	4,838,356	50.3%
本田	992,502	305,412	30.8%
铃木	1,078,242	279,517	25.9%
大发	665,177	40,048	6.0%

资料来源：JAMA, 长江证券研究部

第二，灾难刺激消费：日本 1995 年与 1996 年汽车销量增速异动启示

汽车，尤其是轿车作为重要耐用消费品之一究竟会在我们前面提到的突发因素刺激消费中发生怎样的变化呢？我们不妨来看看日本经验会给我们带来怎样的启示。

1995 年 1 月 17 日清晨 5 点 46 分，在日本神户东南的兵库县淡路岛发生了较为罕见的 7.2 级地震，官方统计这次大地震死亡人数达到 5466 人，受伤人数达到 3 万人，史称这次地震为阪神大地震。阪神在日本的地位相当于上海在中国的地位，是日本的经济中心。显然这样的自然灾害对于地处小国日本的日本造成的影响要远远大于此次汶川地震给中国造成的影响。

我们观察了日本国内汽车销量的数据以及同比增速的数据，我们发现在地震发生的当年（1995 年）和地震发生的第二年（1996 年）日本汽车销量增速均出现超过 3% 的增长，同比增速的数据均远远高于周边年份，那么这其中的缘由是什么呢？

表 1 地震对日本汽车销量的影响

	日本国内汽车销量	日本国内汽车销量同比增速
1991	7,524,759	-3.25%
1992	6,959,073	-7.52%
1993	6,467,279	-7.07%
1994	6,526,696	0.92%
1995	6,865,033	5.18%
1996	7,077,745	3.10%
1997	6,725,026	-4.98%
1998	5,879,425	-12.57%
1999	5,861,216	-0.31%
2000	5,963,042	1.74%

资料来源：日本汽车经销商协会，长江证券研究部

阪神地震可能是当年刺激轿车消费的主因

由于前面我们提到类似于地震这种人力不可抗拒的自然灾害可能会改变受灾地区消费者的消费心理。我们知道汽车大致可以分为轿车、货车和客车三种产品，从产品品质来说轿车最具消费品属性而货车和客车具备的是投资品属性。按照我们前面的说法，轿车销量增速应当在 1995 年和 1996 年增速较高，而由于其余车型并不具备消费品属性因此货车和客车的销量增速在 1995 年和 1996 年不应出现太大异常。

表 2 轿车销量增速在 1995 与 1996 年出现较大异常

	轿车销量增速	载货车销量增速	客车销量增速
1991	-4.59%	-0.65%	-4.53%
1992	-8.51%	-5.67%	-9.33%
1993	-5.72%	-9.45%	-11.83%
1994	0.26%	-4.22%	-6.21%
1995	5.55%	4.57%	-3.03%
1996	5.06%	-0.50%	-0.44%
1997	-3.79%	-7.30%	-8.50%
1998	-8.88%	-20.08%	-10.29%
1999	1.49%	-4.49%	2.38%

资料来源：日本汽车经销商协会，长江证券研究部

上面的数据部分印证了我们的判断，统计数据显示在地震发生的当年和第二年轿车销量增速均超过 5%。但是我们也发现另一个异常就是载货汽车销量增速在 1995 年达到 4.57%。我们判断载货汽车中增长的主力是重型载货汽车，因为阪神灾后重建涉及到大规模的基础设施建设，这一突发性的事件刺激了当年重卡的销售。由于数据的不可获得性我们无法准确的用数据来验证我们上面的判断，但是我们认为这种可能性还是非常大的。

未受灾地区消费心理变化的侧面证据

由于阪神在日本是属于国际一流大都市行列，汽车保有量应该非常大，因此我们很自然的存在这样的疑问：或许 1995 与 1996 年日本汽车销量增速较高的原因仅仅是为了补偿阪神当地在地震中被摧毁的汽车，而并不是未受灾地区消费者消费心理的变化。

如果有日本当年分地区轿车销售数据就很好解释上面这个疑问，但是遗憾的是如此详细的数据确实难以取得，所以我们无法从正面来解释这个疑问。但是我们可以从侧面来解释，我们再回过头来看表 3 的数据，我们发现 1995 与 1996 年只有轿车销量出现了同比增长。我们认为阪神作为日本国内一流的城市，其不仅拥有庞大的轿车保有量也应拥有较大的货车以及客车保有量，那么地震在摧毁轿车的同时也会摧毁货车以及客车。如果当年轿车销量增速较高的原因仅仅是阪神灾后重建的原因，那么客车和货车也应该出现高速的增长，但是实际情况并不是这样。

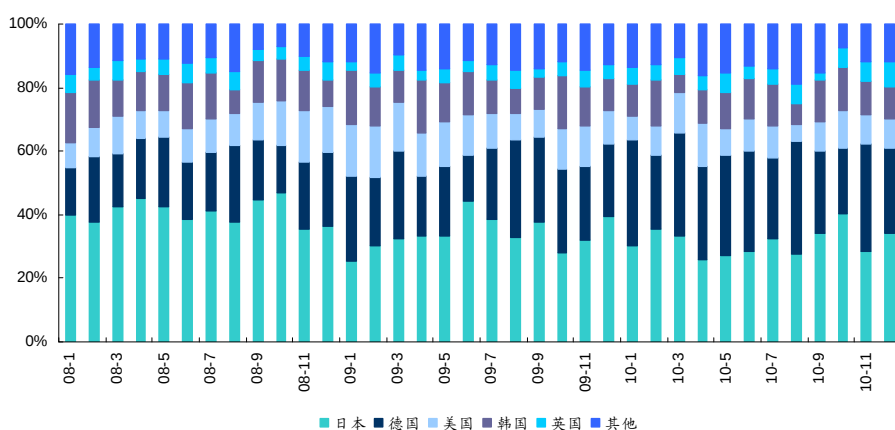
所以我们认为造成 1995 和 1996 年轿车高速增长的主要原因有可能是我们前面提到的：人力不可抗拒的巨大自然灾害可能将改变未受灾地区人们的消费心理，消费心理的改变将在短期内会抑制消费，而在中长期会拉动内需促进消费。

第三，可能影响我国汽车产业的短期消费结构及加快日系企业零部件国产化进程

整车：

从我国目前进口车销量结构来讲，近年来德系车在高端品牌上的追赶势头非常凶猛，从 08 年占进口车比例约 19.3% 发展到 2010 年的约 29.4%，而同期日系车进口占比已经从约 40.7% 下滑至约 31.3%。日系车在我国进口市场的先发优势不断受到德系车更高产品生产质量高认可度的冲击。

图 3：我国汽车整车分国别进口结构



资料来源：CAAM，长江证券研究部

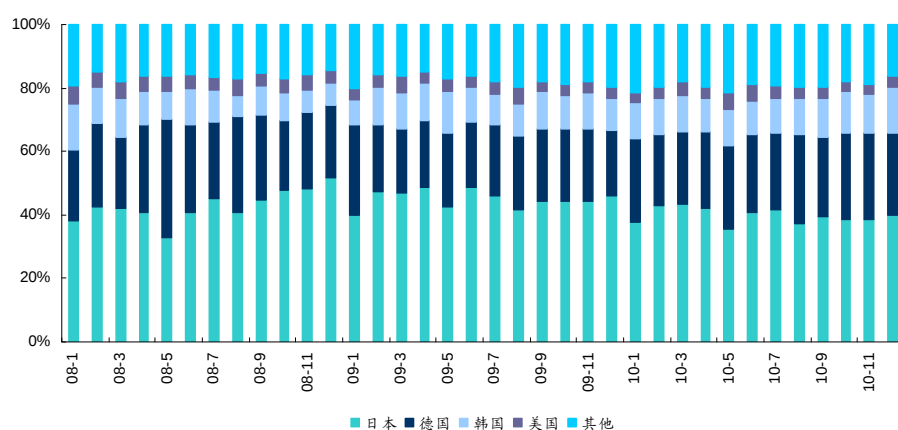
我们认为，本次由于日本地震导致的日本汽车巨头丰田、本田、日产工厂的停产将进一步降低如雷克萨斯、讴歌、英菲尼迪等高端品牌在中国市场短时间占有率的进一步下滑，而将间接利好德系等进口车市场。而从国内车市结构来看，未来两端加速发展的趋势也许将愈加明显，即在高端进口车型领域确认优势进一步拉动其品牌在中端市场的号召力的德系车，和继续主打性价比而进一步提前抢占三四线市场的韩系车也许将成为日系车份额下滑最大的两个受益者。

零部件：

从国产市场而言，目前我国零部件进口比例中大部分均为供应外资品牌国内合作企业的生产车型。乘用车部分，目前国内发动机等核心零部件仍需从日本本国进口的主要包括自日产采购的东风日产天籁、自三菱采购的东南三菱、广汽长丰猎豹，自马自达采购的海南马自达、自丰田年采购的广汽丰田汉兰达等；商用车部分包括部分自五十铃采购的中联、徐工、星马等混凝土泵车、东风日产重卡等。

汽车行业核心零部件中的发动机电控系统目前主要依赖进口，从商用车进口的共轨系统比重来看，约 90%来自德国博世，10%来自日本电装。从乘用车来看，主要也是来自博世、西门子和德尔福，日本电装影响也比较有限。

图 4：我国汽车零部件分国别进口结构



资料来源：CAAM，长江证券研究部

我们认为，日系车型核心零部件的短期供给不足将导致上述企业对应车型可能短期市场占有率的下滑，但与此同时也许是产品加快其国产化脚步的一次良好机遇，未来其合资零部件厂的供货比例也许将进一步提高。

第四，投资建议

1、针对本次日本大地震可能为国内汽车市场消费结构带来的短期变化，我们认为德系及韩系车可能将成为主要受益产品，推荐标的如上海汽车、悦达投资等。

2、针对国产化率加速进程提升，我们认为应该关注处于日系体系中的核心零部件供应公司。

行业重点上市公司估值指标与评级变化

证券代码	公司简称	股价	EPS (元)			P/E (X)			P/B (X)			评级	
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
000800	一汽轿车	17.56	1.00	1.40	1.80	17.5	12.5	9.7	4.5	3.6	2.8	推荐	推荐
600104	上海汽车	18.45	1.01	1.55	1.81	18.3	11.9	10.2	2.8	2.4	2.1	推荐	推荐
600418	江淮汽车	11.98	0.26	0.87	1.03	51.0	15.2	12.9	4.0	3.4	2.8	谨慎推	谨慎推
600166	福田汽车	22.60	1.13	1.90	2.22	21.1	12.6	10.7	5.4	3.8	3.0	推荐	推荐
600742	一汽富维	34.11	1.68	2.44	3.04	20.8	14.3	11.5	4.5	3.6	2.8	谨慎推	谨慎推
600741	华域汽车	12.81	0.59	1.05	1.20	21.6	12.2	10.6	2.7	2.3	1.9	推荐	推荐
600841	上柴股份	16.92	0.15	0.25	0.27	121.3	74.2	68.1	5.4	4.7	4.5	中性	中性
000338	潍柴动力	56.65	4.09	8.34	8.95	14.1	6.9	6.4	4.1	3.0	2.3	推荐	推荐
000903	云内动力	13.62	0.45	0.57	0.58	37.6	29.6	29.1	2.5	2.3	2.2	推荐	推荐
000581	威孚高科	44.25	0.79	1.51	1.85	53.1	27.8	22.7	8.3	7.0	6.0	推荐	推荐
600081	东风科技	13.16	0.10	0.69	0.75	138.6	19.5	17.9	11.7	7.7	5.7	谨慎推	谨慎推
002434	万里扬	29.44	1.08	1.02	1.43	28.0	29.6	21.1	9.2	6.3	6.3	推荐	推荐
002454	松芝股份	28.52	0.84	1.04	1.29	33.4	27.1	21.9	11.1	2.6	3.0	推荐	推荐
000887	中鼎股份	24.40	0.47	0.77	0.95	52.9	32.3	26.2	12.6	9.5	7.2	谨慎推	谨慎推
002355	兴民钢圈	16.56	0.50	0.56	0.85	32.7	28.8	19.1	7.1	5.5	4.2	推荐	推荐
002472	双环传动	42.30	0.59	1.06	1.38	71.4	39.7	30.5	8.7	9.3	7.3	谨慎推	谨慎推
600303	曙光股份	20.48	0.56	0.84	1.22	40.6	27.1	18.6	3.4	2.9	3.2	推荐	推荐

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。