

证券研究报告·策略跟踪

## 汽车行业：早周期、早受益

### —成本压力回落系列之二

#### 逻辑起点：

基于周期理论，我们一季度提出的“周期复辟”、二季度提出的“周期右侧、消费左侧”已为市场充分演绎，6月份之后我们思考更多的是经济与市场寻底的方式，从6月份“确定性增长”之后，我们开始讨论向短周期底部过渡的问题，从目前看，成本压力回落或是重要过渡方式。

#### 短周期向底部过渡：成本压力回落下的配置策略

在“成本压力回落”系列的开篇《成本压力回落下的短周期底部过渡》中，我们通过对分析行业毛利率、盈利、股价与产出缺口之间的关系，建议的配置顺序是“食品饮料（6月）→医药（6/7月）→汽车（6/7月）→TMT（8月）→机械（8/9月）”。

#### 汽车行业：5月批售数据继续走低，但终端需求将渐得支撑

3、4月终端需求下滑后，5、6月终端需求未现进一步下滑，初现淡季不淡特征。经济紧缩力度上升的主要阶段应已过去、国际原油价格回落，3、4季度汽车需求支撑力渐强。

#### 汽车行业：“早周期、早受益”

5月份为汽车行业销售数据的环比底部已较为明显，由此可以推断7月份前后为其产出缺口的底部，在成本压力回落的背景下，随着行业景气回升，将有利于行业盈利能力的改善，“早周期、早受益”正是当前汽车行业所处经济周期波动中的恰当描述。

#### 投资建议：最坏阶段应已过去，增持一线汽车股

汽车行业的股价指数基本同步或略有领先行业的产出缺口，6月份或7月份或是汽车行业股价的底部。

**业绩增长确定、低估值：**上海汽车、华域汽车、一汽富维、悦达投资、福耀玻璃。

**中期增长空间大：**长安汽车、物产中大。

## 投资策略

吴启权

wuqiquan@csc.com.cn

010-85130211

执业证书编号：S1440210050002

陈政

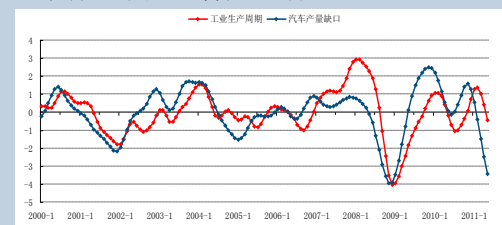
chenzheng@csc.com.cn

010-85130928

执业证书编号：S1440209090408

发布日期：2011年6月23日

#### 汽车行业领先经济短周期



#### 相关报告

- 2011.4.13 《过渡期、库存加速与市场特征》
- 2011.4.15 《消费品：周期演进与左侧布局》
- 2011.4.18 《周期右侧 消费左侧》
- 2011.5.13 《从周期复辟到周期右侧》
- 2011.6.07 《选择确定性增长--2011年6月策略配置报告》
- 2011.6.15 《成本压力回落下的短周期底部过渡》
- 2011.6.15 《汽车行业：需求渐稳、成本回落》



## 前言：

回顾一季度的市场，是周期复辟的盛宴，是周期性行业轮动和弹性的狂欢，而我们的研究也从产能利用率提高到成本适应、再从成本适应到过渡期，预判了这轮周期股行情从触发、上升、高峰直到阶段性终结。进入二季度，我们在4月中旬的配置报告《周期右侧 消费左侧》中通过对产出缺口周期变化规律及领先指标的分析，明确指出，产出缺口将于4月份之后高点回落，之后将进入过渡性质的短周期下行阶段，温和“滞胀”将是二季度最主要的经济特征。目前来看，预测已经变成现实，资本市场也以调整的方式作出了明确的反应。

在6月15日《成本压力回落下的短周期底部过渡》一文中，我们明确指出，本轮经济短周期调整的底部或在10月份左右，从领先指标如M1环比、PMI环比以及汽车产销量环比的分析看，已能初步推断环比底部在6月或7月，总而言之，6月开始，经济将逐渐向环比底部过渡，市场底部或在7月或8月。在向短周期底部过渡过程中，成本压力回落将是一种必然和现实，通过对比分析行业毛利率、盈利、股价与产出缺口之间的关系，我们建议的配置顺序是“食品饮料（6月）→医药（6/7月）→汽车（6/7月）→TMT（8月）→机械（8/9月）”。

近期市场表现也正逐渐沿着上述顺序演进，尤其是汽车行业，作为“早周期、早受益”的行业，在当前时点，我们认为仍然处于底部配置价值中。

如果《成本压力回落下的短周期底部过渡》是“成本压力回落”系列报告的开篇，我们高屋建瓴地从宏观到中观论证成本压力回落下的投资逻辑，作为后续报告，本报告首先关注汽车行业，结合策略和行业观点，力求比较全面、系统地审视汽车行业的投资机会和配置价值，并给出重点推荐的标的。

我们的观点是简单而明确的：

（1）经济正向短周期环比底部演进，成本压力回落是必然和现实的；

（2）汽车行业是早周期行业，在成本压力回落及景气触底回升下，股价在6/7月出现底部配置机会；

（3）重点推荐业绩增长确定、低估值的上海汽车、华域汽车、一汽富维、悦达投资、福耀玻璃以及中期增长空间大：长安汽车、物产中大。

## 一、向短周期底部过渡

我们在6月的策略配置报告以及近期的《成本压力回落下的短周期底部过渡》，均对本轮经济短周期调整的环比底部进行研究，从领先指标，我们基本可以推断环比底部出现的时间在6-7月份，产出缺口的底部将在10月份左右，我们简单重复主要的观点：

首先是M1环比。虽然6月份公布的M1数据并不乐观，但也并没有改变M1环比底部的形态，因此，根据M1环比判断的“6-7月份也能看到工业增加值环比底部回升、10月份前后工业短周期也将触底回暖”并没有改

变。

其次是 PMI 指数。PMI 生产指数季调环比领先产出缺口 3-4 个月左右，PMI 生产指数季调趋势项环比领先 3-4 个月趋势项，3 月环比底部，可推断趋势项 6-7 月达到底部，10 月前后工业产出缺口达到底部。

第三个指标是领先行业汽车的产销环比达到底部。汽车行业的产出缺口领先工业增加值产出缺口 2-3 个月，汽车环比变化领先其产出缺口 2-3 个月，4 月份或 5 月份为汽车行业的环比底部，那么可以推断 7 月份前后为其产出缺口的底部，9-10 月份为工业生产短周期的底部。

上述三个领先指标我们都可以推断本轮经济短周期调整的底部将在 10 月份前后，而环比底部将在 6-7 月份。当前正向本轮短周期环比底部过渡。

## 二、短期成本压力回落的必然与现实

### 1、成本压力回落的必然与现实

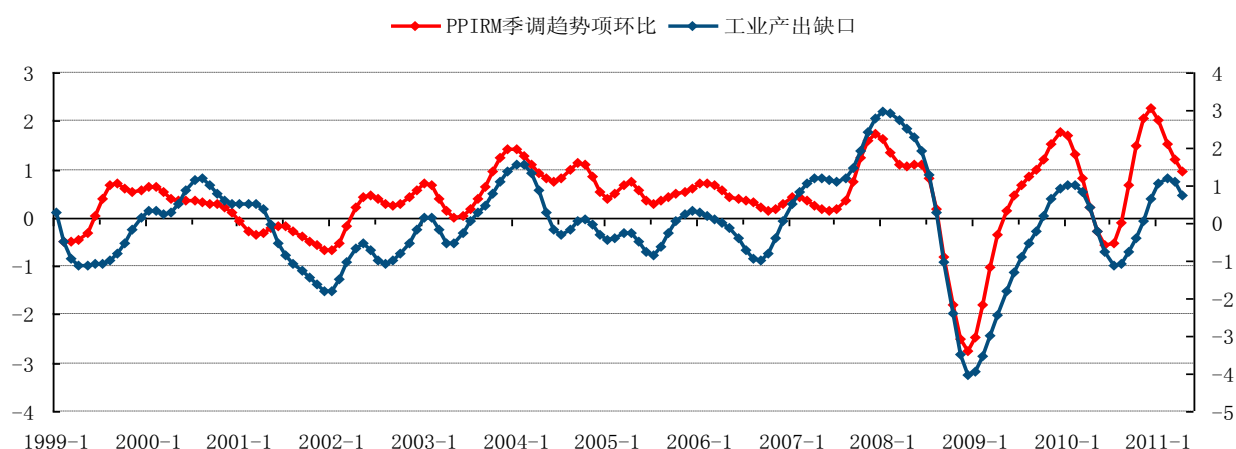
正如我们在《成本压力回落下的短周期底部过渡》中所分析，生产放缓与成本压力是一对矛盾统一体，当经济向上时，对原材料的需求必然会催升原材料成本；而原材料成本的过快上升，必然会抑制经济增长，或者说，原材料价格将是经济环比增长的敏感指标。从规律上看，生产企业购进价格趋势项环比通常领先 1-2 个月工业增加值产出缺口，也就是说，比工业增加值环比滞后 2 两月左右的时间，而我们判断经济短周期底部将在 10 月份左右，从这一点来看，9 月份前，我们将看到原材料价格的环比持续回落。

PMI 购进价格指数季调趋势项环比从 2010 年 12 月开始出现负增长，5 月份环比下降幅度达到 5.8%，从环比看，企业生产成本从今年以来是得到不断缓解的。

从生产者购进价格指数（PPIRM）来看，目前出现显著下降的是有色金属材料类、黑色金属材料类、木材及纸浆类等，建筑材料类略有回落，而纺织原料、农副产品则保持高位，燃料及动力类则仍在上升。

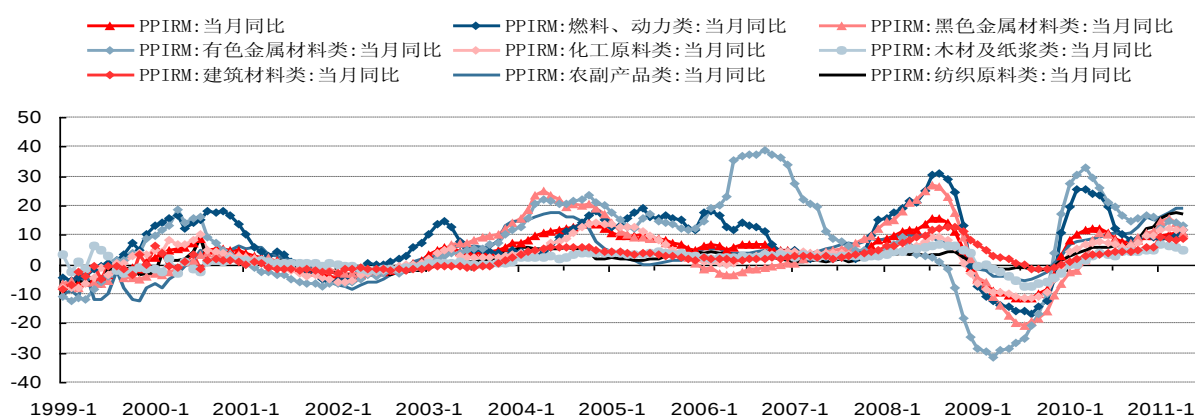
从季调环比看，多数原材料购进价格在 2010 年 12 月前后达到高点，目前仍处于环比回落阶段，虽然仍未出现环比负增长，但成本的边际压力减缓已经成为短期趋势，从不同原料购进价格环比回落幅度和速度看，成本边际压力下降按照显著性排序为“有色金属材料类 > 化工原料类 > 黑色金属材料类 > 燃料动力类 > 农副产品类 > 木材及纸浆类 > 建筑材料类 > 纺织原料类”。

图 1：生产者购进价格指数季调趋势项环比领先工业增加值环比



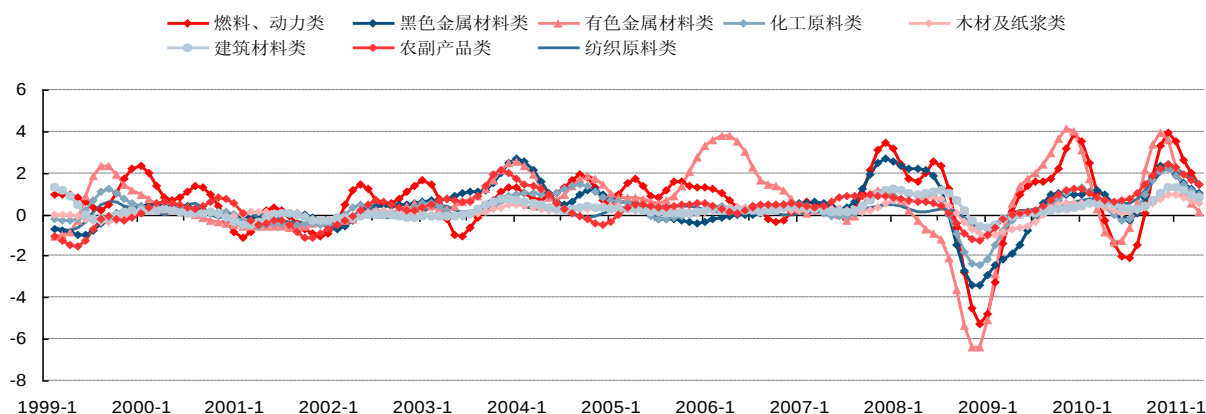
数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 2：生产者购进价格指数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

图 3：生产者购进价格指数季调趋势项环比



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

## 2、汽车行业成本压力回落效应将在三季度充分体现

正如上述分析，生产企业成本压力最小将出现在 8 月-9 月，具体到汽车行业来说，主要原材料包括：

钢材：冷轧板卷（上海）均价在 2 月触及高点，3-5 月同比为负，5 月价格较 2 月下降 2%；

铝：铝原材料均价（CCSMAL00 Index）绝对值在 2 月触及高点，但受国内电荒影响，5 月以来价格回升，同比增速在 5 月重新走高（10%，2 月为 5%）。

树脂材料：PP（余姚）价格去年 12 月触及高点，5 月均价较 12 月下降 7%、同比增长 9%；ABS（华东）价格今年 3 月触及高点，5 月价格较 3 月下降 5%、同比增长 9%。

橡胶：天胶价格 2 月触及高点，5 月均价较 2 月下降 15%，同比增幅从 2 月的 76%下降到 5 月的 50%。

由于主要原材料价格在 2-4 月份触及高点，企业库存使生产成本的回落稍滞后 1-2 个月，我们估计原材料成本下降的效应在 5、6 月份部分体现，在三季度将有更充分体现。

图 4，冷轧板卷（上海地区）价格走势，元/吨

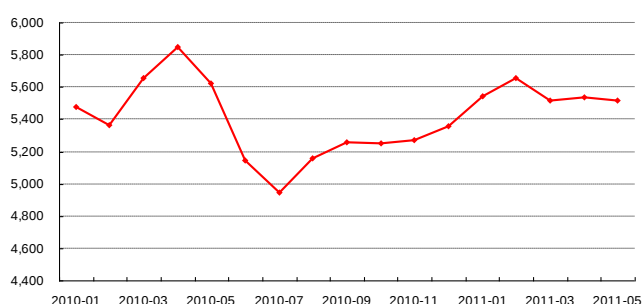
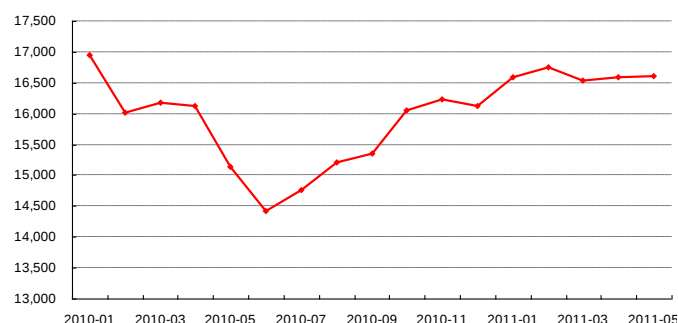


图 5，CCSMAL00 Index 铝价格走势，元/吨



资料来源：中信建投研发部

图 6，塑料原材料价格走势，元/吨

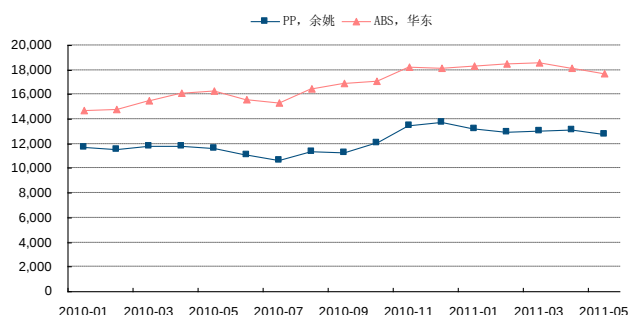
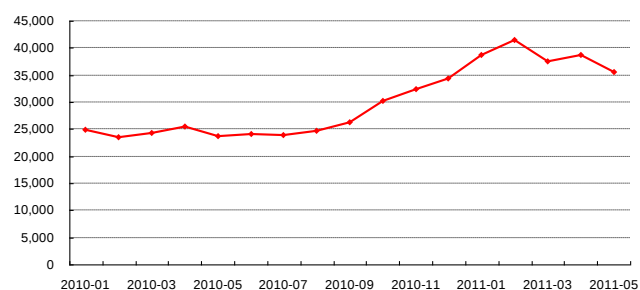


图 7，天然橡胶价格（上海市场）走势，元/吨



资料来源：中信建投研发部

### 三、早周期、早受益

成本回落对汽车行业盈利能力来说，虽然能够提升毛利率，但如果没有需求的支撑，将难以转化为业绩，因此，更关键需求将在何时回暖。

#### 1、5月批售数据继续走低，但终端需求将渐得支撑

受宏观调控和油价上涨影响，3月以来的汽车销售低于我们的预期、增速呈下滑态势。5月协会口径汽车批发销量138.3万辆、同比下降3.9%，连续两个月同比负增长（4月-0.2%）。

除客车子行业外，5月各细分行业增速都较4月下降。狭义乘用车、交叉型乘用车、卡车、客车5月（4月）同比增速分别3%（6%）、-14%（-10%）、-9%（3%）、0%（-1%）。4、5月各细分行业增速都明显走低，反映宏观系统性因素是汽车行业本轮周期调整的主要原因。

3、4月份是乘、商用车上半年的销售旺季，但今年终端销售明显偏低，并驱动4、5月批售数据走低；5-7月份是全年销售淡季，但根据我们对一些经销商和厂家的调研情况，5、6月份的终端需求有趋稳迹象，没有进一步超越季节性下滑。

从需求驱动因素看，CPI和油价上行侵蚀消费力、流动性和房地产紧缩政策持续加码是乘、商用车上半年销售超预期走弱（增速较低在预期之内）的主要原因，虽然短期内还不能确定CPI能见顶回落、政策相应明显放松，但原油价格已有所回落、保障房迄今的低开工率很可能倒逼6月份后加大开工量，将逐渐支撑乘、商用车需求改善。

由于宏观和政策的较多不确定性，我们还难以对汽车需求回升做足够明确、乐观的预期，但可以较肯定的是，抑制汽车需求的负面因素（CPI、紧缩、油价）演绎的高峰应已过去，即汽车需求下滑的主要阶段应已结束。

图 8，狭义乘用车销量（万辆）及同比增速

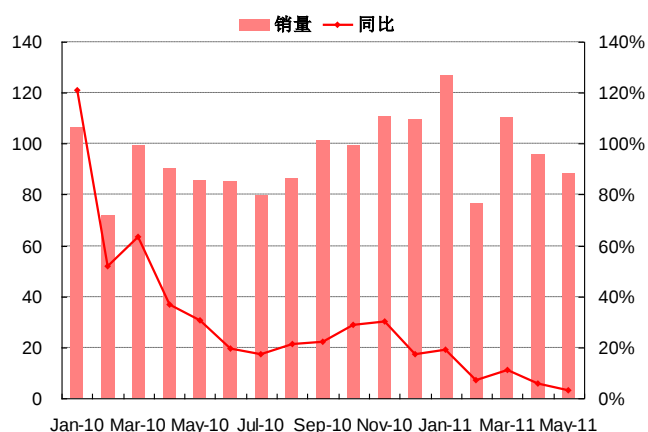
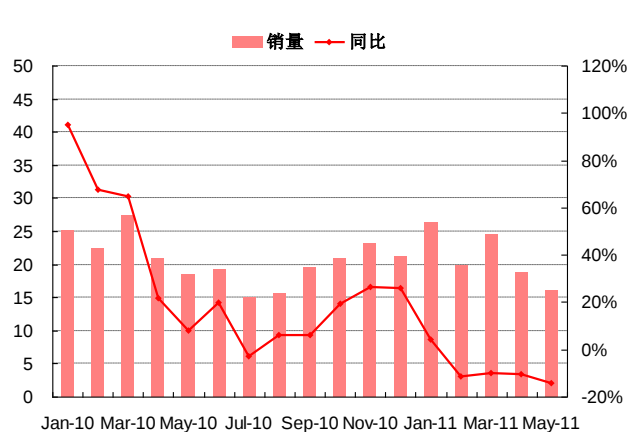


图 9，交叉型乘用车销量（万辆）及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

图 10，卡车销量（万辆）及同比增速

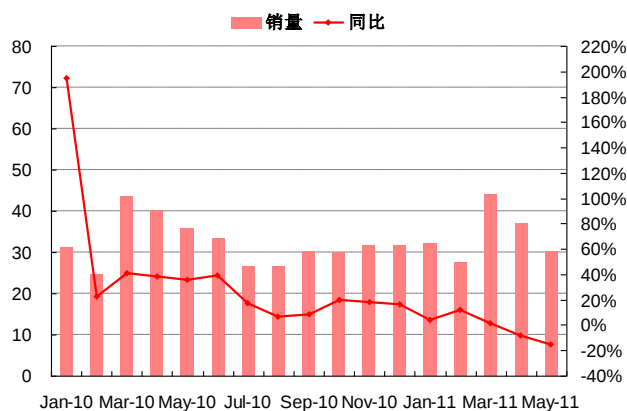
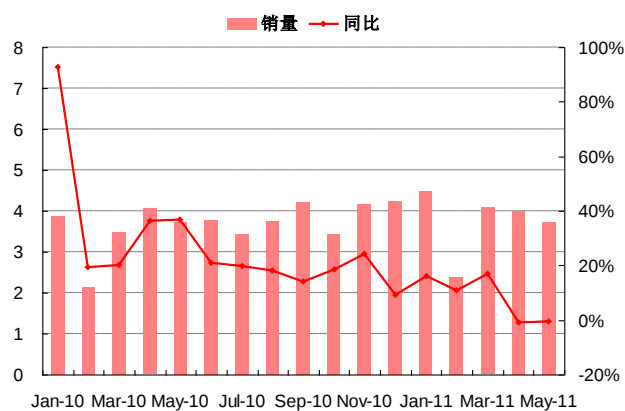


图 11，客车销量（万辆）及同比增速



资料来源：CAAM，中信建投研发部

## 2、汽车周期视角：早周期、早受益

如果仅仅从同比数据我们还很难判断行业短期趋势，因此我们从环比和产出缺口的角度对行业数据进一步讨论。

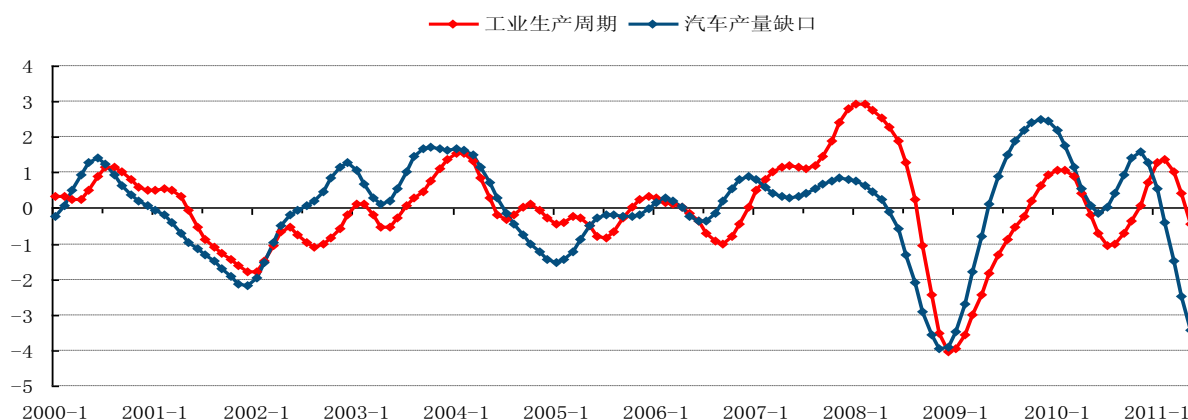
正如我们在经济短周期领先指标体系分析中指出，汽车产销量缺口是工业增加值产出缺口的稳定的领先指标，通常要比后者领先 2-3 个月底部回升，按照这一规律，短周期底部将有可能在 9-10 月份见到，因此，汽车行业的短周期底部提前在 7-8 月份出现，在成本压力回落的背景下，随着行业景气回升，将有利于行业盈利能力的改善，“早周期、早受益”正是当前汽车行业所处经济周期波动中的恰当描述。

汽车产量（或销量）领先经济的周期性变化是很显著的，通常情况下，汽车行业的产出缺口领先工业增加值产出缺口 2-3 个月，这一轮短周期下滑，汽车行业从 1 月份就已经开始显著下滑，但工业产出缺口 3-4 月份才开始显著下滑。

汽车的产出缺口目前仍处于下行阶段，我们仍然难以推断工业短周期运行何时见底。但从汽车产量的季调趋势项环比来看，其底部特征已非常显著，尤其是狭义乘用车销量环比已经显著触底回升。

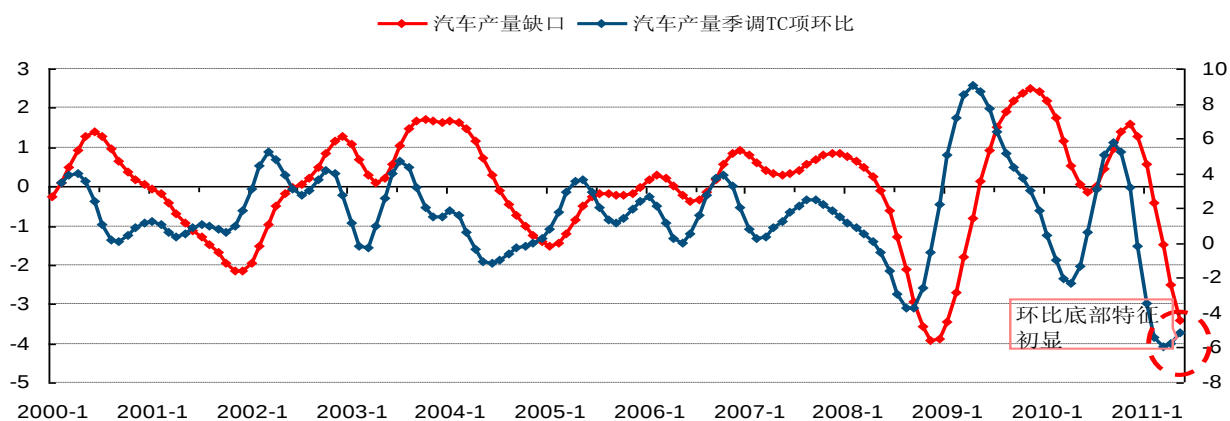
一般情况下，汽车环比变化领先其产出缺口 2-3 个月，5 月份为汽车行业销售数据的环比底部已较为明显，那么可以推断 7 月份前后为其产出缺口的底部。因此，在向短周期底部过度过程中，汽车行业景气短周期有可能率先触底回升，需求的触底回升、成本压力的缓解，使得汽车行业在短周期过度中弹性逐渐显现。

图 12: 汽车行业产出缺口领先工业产出缺口大约 2-3 个月



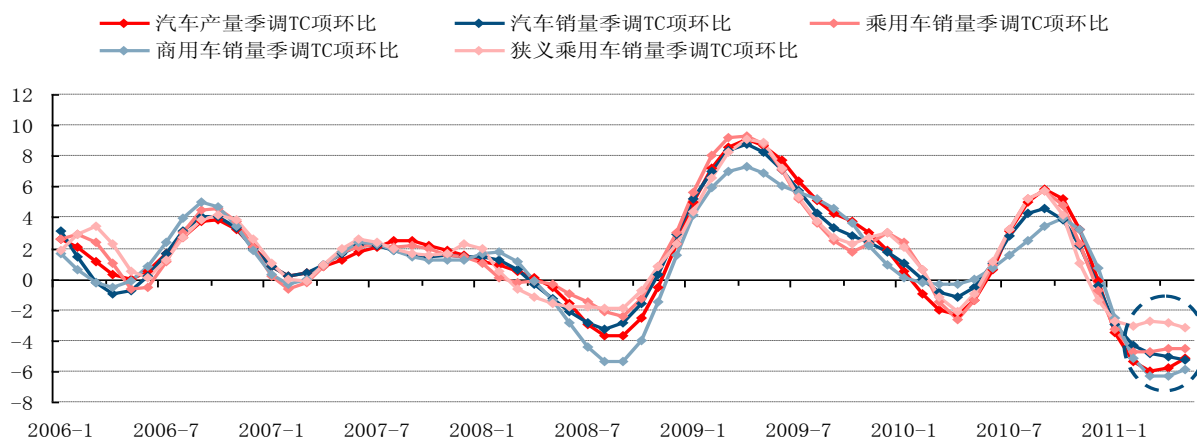
数据来源: Wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 13: 5 月份汽车生产环比回暖



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图 14: 5 月份汽车销售环比回暖



数据来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

## 四、投资建议：行业股价指数或已触底

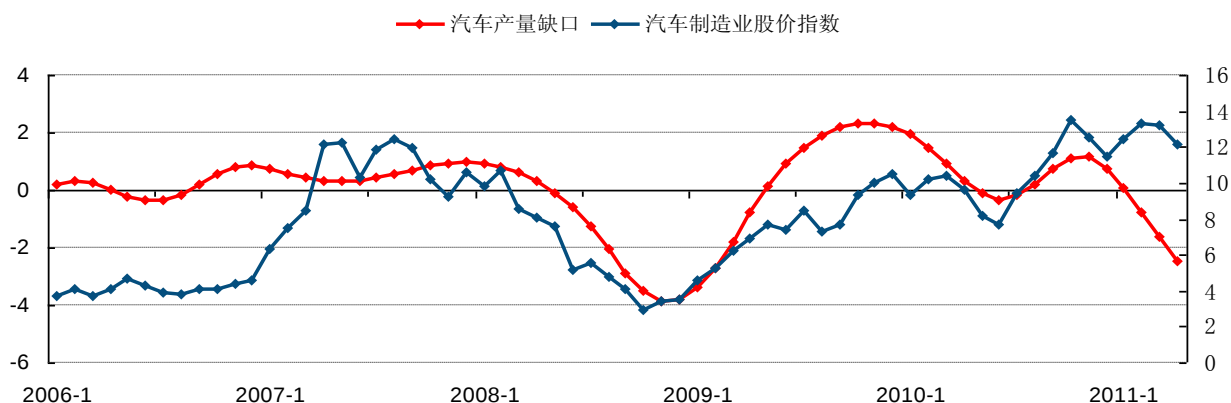
### 1、行业“增持”评级

汽车行业在 3-5 月份经历了需求下滑、成本上升的景气下行过程，虽然此回落过程的幅度有限、且对优势公司的销量增长和盈利能力影响较小，但市场出于对回落过程持续的担忧，汽车股股价经历了较大幅度的回调，一线公司估值重新回到 2011 年 8-10 倍区间。

从股价表现来看，汽车行业的股价指数基本同步或略有领先行业的产出缺口，上述分析中，5 月份销售环比已经底部回升，那么行业景气指数有可能在 7 月或 8 月开始回升，在受需求回暖、成本下降背景下，6 月份或 7 月份或是汽车行业股价的底部，从这个逻辑看，目前是布局汽车行业的较佳时机。

目前时点上，汽车行业运行逐渐进入需求企稳（1-2 个季度内小幅回升可能性大）、成本回落的景气趋势改善区间，具有较好的相对配置价值，同时估值低位提供较高的安全边际和绝对收益空间，建议“增持”汽车股。

图 15：汽车行业产出缺口与股价指数



数据来源：wind 资讯，中信建投证券研究发展部

### 2、选股：市场份额稳定/提升、估值低位

需求相对稳定、成本回落方能分享景气。我们维持年初以来的荐股思路，细分市场增速较高、市场份额稳定/提升、估值低位是择股的关键，具体如下：

- ◆ **短期业绩增长确定性高、低估值：**乘用车的上海汽车、华域汽车、一汽富维、悦达投资、福耀玻璃；商用车的宇通客车、江铃汽车；
- ◆ **中期内成长空间较大、估值较低：**乘用车的长安汽车（1-2 年内将显著受益福特中国市场加速战略）、汽车经销商的物产中大（从浙江区域向南方区域经销商扩展）。



## 分析师介绍

**吴启权：**天津大学计算机硕士、管理学博士，策略分析师。致力于量化技术为基础的投资策略研究、并从投入产出角度研究中国产业经济与资本市场运行规律。

**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。

## 研究服务

### 董事总经理 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

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 深圳地区销售经理

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

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

### 保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

### 私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@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



## 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。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会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。