



汽车

2011.07.11

评级: 中性
上次评级: 中性

加息背景下如何看汽车销量?

汽车行业月报第 1 期

 康凯 (参见文后说明)

 0755-23976023

 kangkai@gtjas.com

 编号 S0880511010009

本报告导读:

加息过程中汽车销量增速下降, 汽车销量增速与 M2 正相关。

6 月汽车销售增速反转 ≠ 反转趋势确认。

摘要:

中国汽车工业协会下调汽车销量增速, 预计 2011 年中国汽车销量将增长 5%, 而之前的预期增幅为 10%-15%。受本轮全球金融危机期间中国政府为促进需求而采取的购车优惠措施提振, 中国 2009 年和 2010 年汽车销量分别增长了 46.0% 和 32.4%。我们总结了 3 条逻辑:

- 加息的过程中, 特别是中后期, 汽车的销量增速是下行的。
- 汽车的销量增速与 M2 增速高度正相关, 如果货币政策持续紧缩, M2 增速下行, 汽车销量增速则会下行。
- 决定 GDP 的消费与投资对汽车影响重大。如果我们对消费没有足够的信心, 对投资看不到明确的增长, 那么汽车的销量就还没有快速增长的理由。

虽然存在其他变量的影响, 但是我们坚持在上述的大逻辑下, 如果大的经济背景不改变, 那么汽车销量增速正增长仍然将是小幅度的, 不能对公司业绩产生重大影响。

历史数据表明汽车股股价处于下行周期时, 销量基本也处于下降通道, 当汽车销量回升时, 汽车股价会提前回升, 09 年那一轮提前 4 个月反应, 原因在于大盘的启动以及大量的支持政策出台带来的预期的效应。因此本轮汽车股启动的前提在于: 预期政府出台支持政策, 汽车销量后续增长有预期。对汽车股整体判断是: 如果 4 季度预期出政策的可能性很大, 那么 3 季度末 4 季度初, 汽车股可能会有所表现。短期内我们认为 2011 年行业整体增幅小的背景下, 汽车股在 3 季度的整体行情将有限。

6 月份汽车销量较上年同期增长 1.4%, 至 144 万辆。5 月份汽车销量则同比下降 3.98%。今年前六个月汽车销量总计 932 万辆, 较上年同期增加 3.4%。6 月份乘用车销量较上年同期增加 6.4%, 较 5 月份增加 6.4%, 达 111 万辆。今年上半年乘用车销量增加 6.2%, 至 714 万辆。6 月份, 客车的销量增速 18%, 1-6 月累计销量增速 12%。6 月货车销量下降 9%, 1-6 月累计下降 0.2%。

6 月汽车销售增速反转 ≠ 反转趋势确认。我们观察到, 6 月狭义乘用车的批发数据大于零售数据, 其中约 9% 的销量成为了经销商的库存。因此, 我们认为对于 6 月份汽车销量的增速同比正增长目前还不能认为是向上反转的趋势确定。

细分行业评级

相关报告

汽车:《大浪淘沙》	2011.06.10
汽车:《贵在“便宜”》	2010.12.02
汽车:《防守反击》	2010.06.21
汽车:《行业进入平稳增长期, 关注企业持续增长能力》	2010.04.23
汽车:《政策驱动的 2009 与常态化的 2010》	2009.11.27

目录

1. 加息之下如何看汽车股？	3
1.1. 加息过程中汽车销量增速下降	3
1.2. 今年汽车增速何时起？	5
1.2.1. 大逻辑下汽车增速小幅变动可能性大	5
1.2.2. 何时可以投资汽车股？	6
2. 6月汽车销量数据反转，乘用车增6%	7
2.1. 6月汽车销量数据反转，同增1.4%	7
2.1. 乘用车：轿车、MPV 6月增速提升，反转趋势尚未确认	7
2.1. 商用车：客车6月增速提升，货车情况仍然很糟	9

图表目录

图 1: 加息过程中汽车销量增速下降	3
图 2: 汽车销量增速与 M2 增速高度正相关	3
图 3: 加息初期乘用车汽车销量增速未必下降	4
图 4: 加息中商用车销量下降概率大	4
图 5: 汽车产量与 GDP 指数相关性高	5
图 6: 汽车年度产量增速数据与 M2 增速	5
图 7: 汽车股股价与汽车销量增速	6
图 8: 整车板块 PE 与年度平均 PE	6
图 9: 2005 年~2011 年 6 月汽车月度销量（万辆）	7
图 10: 2005 年~2011 年 6 月汽车月度销量同比增速	7
图 11: 2005 年~2011 年 6 月汽车新增库存（万辆）	7
图 12: 2005 年~2011 年 6 月汽车月度销量同比增速	7
图 13: 2005 年~2011 年 6 月乘用车月度销量（万辆）	8
图 14: 2005 年~2011 年 6 月乘用车月度销量同增	8
图 15: 05~11 年乘用车累计同比增速	8
图 16: 05~11 年乘用车月度销量环比增速	8
图 17: 6 月乘用车销量分类增速	9
图 18: 1-6 月乘用车销量分类增速	9
图 19: 2005 年~2011 年 6 月商用车月度销量（万辆）	9
图 20: 2005 年~2011 年 6 月商用车月度销量同增	9
图 21: 05~11 年商用车累计同比增速	10
图 22: 05~11 年商用车月度销量环比增速	10
图 23: 6 月商用车销量分类增速	10
图 24: 1-6 月商用车销量分类增速	10
表 1: 加息货币政策的基点变动情况	3

1. 加息之下如何看汽车股？

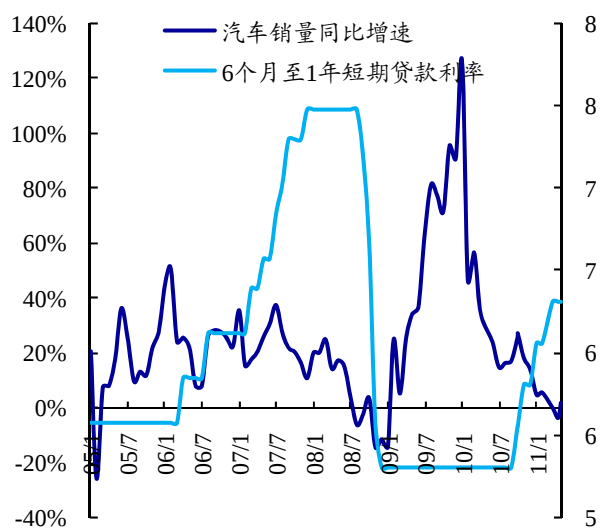
1.1. 加息过程中汽车销量增速下降

2005 年~2006 年汽车销量增速在利率稳定的情况下维持在 20%上下。2006 年 4 月到 2007 年 12 月，我国连续加息 8 次应对过热的经济与高企的 CPI，在加息的初始阶段，汽车销量增速仍然是稳定的。2007 年 12 月央行第 7 次加息，汽车销量同比增速下滑至 11%，2008 年 4 月汽车销量增速开始明确下滑，08 年 8 月汽车销量出现负增长。2008 年 9 月，央行下调利率，此后到 2008 年 12 月央行连续降息 5 次。结合当时的 4 万亿财政刺激政策，2009 年 2 月汽车销量增速才由负转正。

2007-2009 年的抑制经济过热的政策与美国次贷引起的全球经济危机不期而遇，因此汽车的销量在危机阶段出现负增长，其后国内出台了极其宽松的财政与货币政策，导致了汽车销量增速在 2009 年 7 月~2010 年 3 月基本均达 50%以上。但是销量增速对宽松的货币政策的反应是滞后的（一如销量增速对紧缩的货币政策的反应），08 年 9 月开始降息，到 09 年 2 月汽车销量才由负转正，滞后时间达 5 个月，这其中全球金融危机有作用。但是从政策的作用看，09~10 年汽车的销量增速的异军突起又透支了未来的消费力。

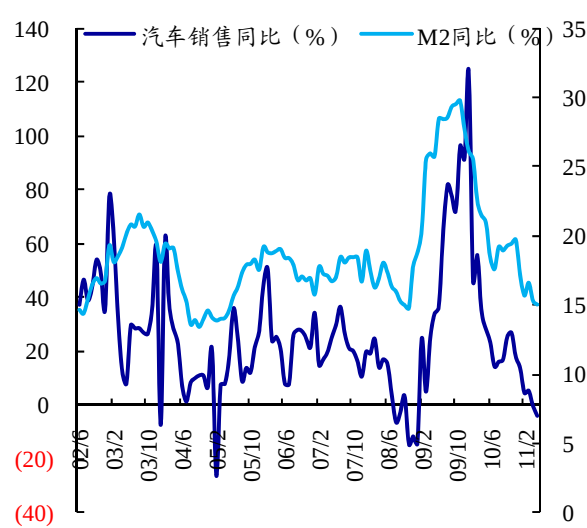
从汽车销量增速与 M2 的同比增速看，两者具有很高的相关性，走势基本一致。因此我们判断未来汽车销量的走势时，如果认为政府没有放松货币政策的可能性，那么 M2 的增速可能就上不来了，M2 上不来了，那么汽车的销量增速可能仍然只能疲软的状态。

图 1：加息过程中汽车销量增速下降



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 2：汽车销量增速与 M2 增速高度正相关



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

表 1：加息货币政策的基点变动情况

时间	货币政策		宏观背景
	贷款利率	存款利率	
2002/02/21	-27	-50	98、99 年两年国内通货紧缩，01 年 CPI 也仅为 0.4%。GDP 从 94 年的高点 135 往下走，

01 年为 8.4%。

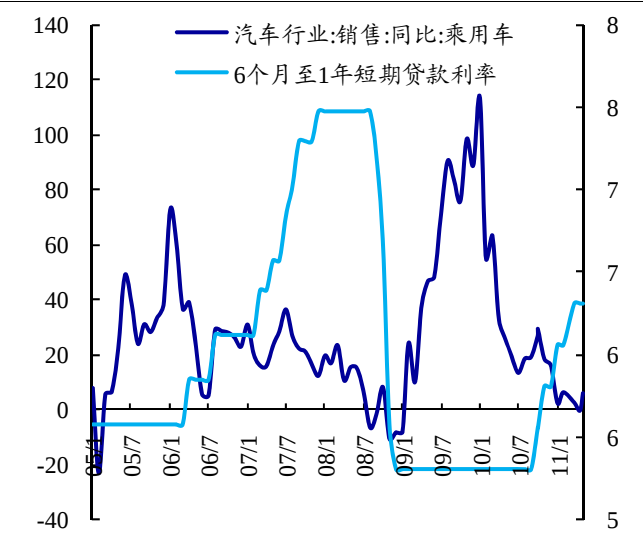
2004/10/29	+27	+27	GDP 增速达到了 10%，04 年 6-9 月 CPI 全部在 5%以上
2006/04/28	+27	+27	05 年国内 GDP 达到了 11%。
2006/08/19	+27	+27	06 年 1 季度 GDP 增速达 12.4%、2 季度达 11.1%，经济有过热征兆
2007/03/18	+27	+27	06 年全年 GDP 增速 12.7%，07 年 2 月 CPI 升值 2.8%，经济过热且有通胀抬头
2007/05/19	+18	+27	CPI 提高到 3%以上，1 季度 GDP 达到了 14%，经济过热。
2007/07/21	+27	+27	6 月 CPI 到 4.4%，2 季度 GDP14%，经济持续过热
2007/08/22	+18	+27	7 月 CPI 达到了 5.6%，通胀显著，非对称加息抑制通胀
2007/09/15	+27	+27	8 月 CPI 达到了 6.5%，通胀加剧
2007/12/21	+18	+27	11 月 CPI 达到了 6.9%，通胀进一步恶化，3 季度 GDP 为 13%。
2008/09/16	-27		9/15 雷曼申请破产保护，次贷危机冲击全球，3 季度 GDP 增速为 10%，有所降低。
2008/10/09	-27	-27	9 月 CPI 为 4.6%，从 2 月 8.7%下来，通缩开始出现
2008/10/30	-27	-27	9 月 CPI 为 4%，通缩开始出现
2008/11/27	-108	-108	次贷危机愈发严重，11/26 美林被美国银行收购获批。11 月 CPI 已经下滑至 2.4%。
2008/12/23	-27	-27	4 季度公布的 GDP 仅为 6.8%，大幅下降，12 月 CPI 只有 1.2%。全球经济危机影响重大。
2010/10/20	+25	+25	CPI 指数提高到 4.4%，美国二次宽松导致流动性泛滥，预测明年的 GDP 可以到 10%左右。
2010/12/26	+25	+25	CPI 持续提高到 5.1%，粮食价格，原材料价格不断创出新高
2011/02/9	+25	+25	CPI 提高到 4.9%，经济过热显现。
2011/04/6	+25	+25	3 月 CPI 高达 5.4%，江浙出现电荒，经济过热。
2011/07/5	+25	+25	6 月 CPI 再创新高高达 6.4%。

数据来源：PBC、国泰君安证券研究

将加息分解到对乘用车与商用车的影响。06 年的加息周期中，加息初期对乘用车的销量增速没有显著负面影响，但第二次加息后，乘用车月度销量增速开始逐步下行，2008 年 8 月到 2009 年 1 月（除 08 年 10 月外）均出现负增长。

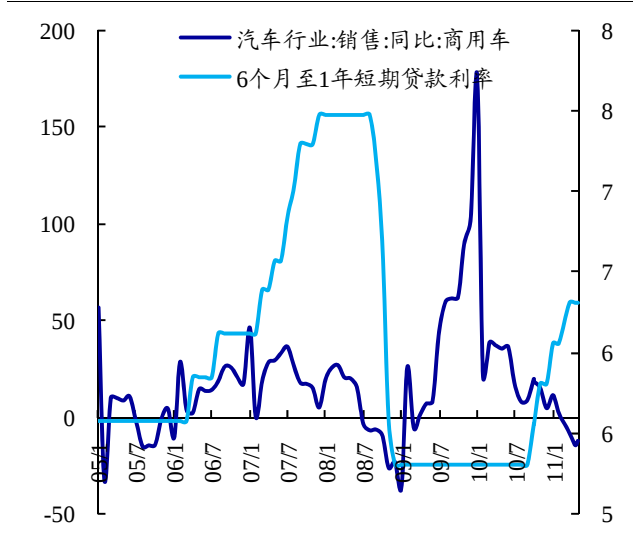
商用车则其显示投资属性所决定的后周期性。在加息的初期，商用车的销量增速是上升的，2008 年 7 月开始，商用车的销量开始负增长，一直持续到 09 年 3 月。其后商用车在政府投资拉动与宽松货币政策下，出现了大幅增长，被业内一致认为 2010 年商用车销售透支了未来的需求。

图 3：加息初期乘用车汽车销量增速未必下降



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

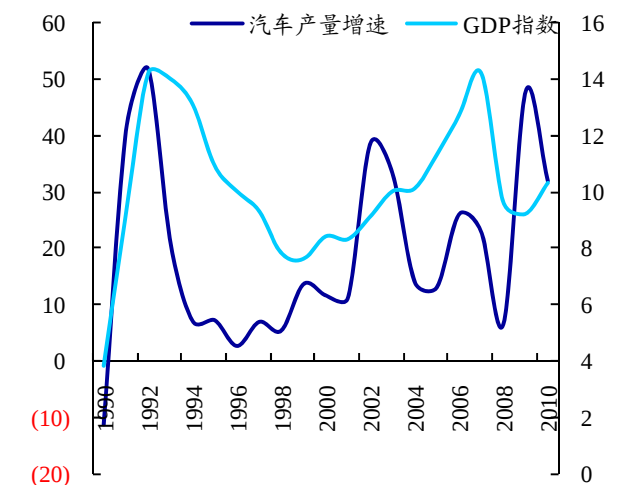
图 4：加息中商用车销量下降概率大



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

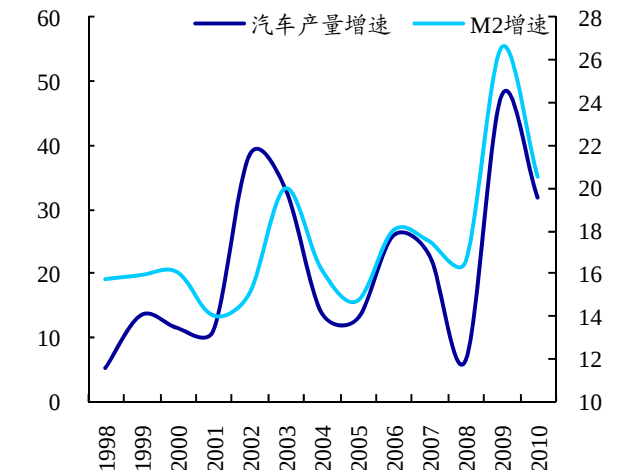
总体看，汽车的销量数据与宏观经济情况紧密相关，宏观经济增速高意味着或是消费或是投资对经济进行拉动，对应了汽车乘用车与商用车的销量情况。因此对汽车销量的判断一定程度上是对经济中消费能力与拉动经济三驾马车中投资增速的判断。如果我们对于消费没有足够的信心，对投资看不到明确的增长，那么汽车的销量就还没有快速增长的理由。

图 5: 汽车产量与 GDP 指数相关性高



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 6: 汽车年度产量增速数据与 M2 增速



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

1.2. 今年汽车增速何时起？

1.2.1. 大逻辑下汽车增速小幅变动可能性大

中国汽车工业协会下调汽车销量增速，预计 2011 年中国汽车销量将增长 5%，而之前的预期增幅为 10%-15%。受本轮全球金融危机期间中国政府为促进需求而采取的购车优惠措施提振，中国 2009 年和 2010 年汽车销量分别增长了 46.0%和 32.4%。

上文我们总结了 3 条逻辑：

- 加息的过程中，特别是中后期，汽车的销量增速是下行的。
- 汽车的销量增速与 M2 增速高度正相关，如果货币政策持续紧缩，M2 增速下行，汽车销量增速则会下行。
- 决定 GDP 的消费与投资对汽车影响重大。GDP 增速下降的情况下，汽车销量下降的概率大。

在上述大逻辑下，汽车行业肯定有很多其他变量对其销量产生影响，如：本次加息以前，汽车销量增速已经下降，原因在于：1) 2009~2010 年过度宽松的政策导致消费透支。2) 汽车相关优惠政策在 2010 年 12 月 31 日终止。3) 日本地震导致上半年日系车产销量下降。

虽然存在其他变量的影响，但是我们坚持在上述的大逻辑下，如果大的经济背景不改变，那么汽车销量增速正增长仍然将是小幅度的，不能对公司业绩产生重大影响。

1.2.2. 何时可以投资汽车股？

汽车行业在 2011 年增速放缓是确定的。6 月汽车销量增速有所回升，大盘整体向上的趋势下，汽车作为先周期行业也经历了持续向上。

但是汽车行业的增长依赖于如下逻辑链条：

- 1) 宏观经济向下→政府需要出台相关鼓励消费的政策；
 - 2) 鼓励政策应当选择带动产业链最长的终端消费；
 - 3) 产业链最长的有房地产行业 and 汽车行业。高房价这个全民问题没有解决之前，房地产不是一个好的鼓励政策方向。
- 因此推论的最后是下半年汽车行业的相关支持政策可能出台。短期最可能出台的是预期已久的新能源汽车规划。

除了新能源汽车相关规划，我们认为其他汽车行业的支持政策短期内不会出台，原因：

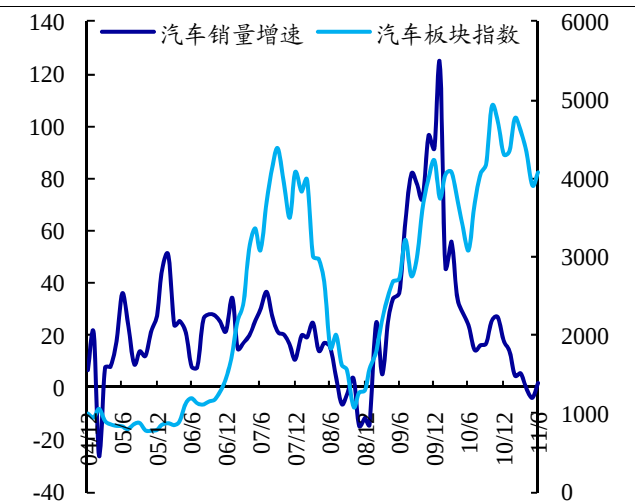
- 1) 目前经济没有坏到需要政府立即出台政策来拉动汽车消费进而拉动全体经济的时候，经济整体增速缓慢下滑，但是出现 08 年那种经济危机的可能性非常小。
- 2) 汽车行业目前应该进入一个理性发展的周期，经历了房地产的发展风潮，政府应该更理性地对待汽车的发展，如果在外部条件（道路、停车等）没有全部具备的时候推出拔苗助长的政策，可能导致的结果是一个产业的过度发展，最后导致产能过剩与道路无法承载。

我们认为 3 季度出台汽车支持政策的可能性比较小，最快要到 4 季度。

汽车股的股价变动中，当股价处于下行周期时，汽车股价与销量基本都处在下降通道中，而当汽车销量回升时，汽车股价会提前回升，09 年那一轮提前 4 个月反应，原因在于大盘的启动。

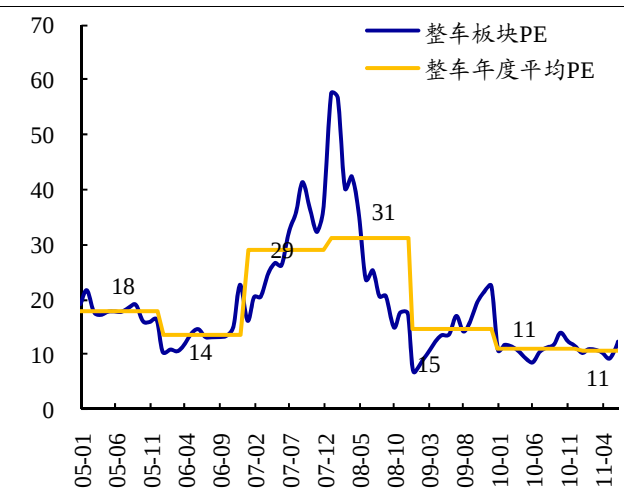
因此我们对汽车股整体判断是：如果 4 季度预期出政策的可能性很大，那么 3 季度末 4 季度初，汽车股可能会有所表现。短期内我们认为 2011 年行业整体增幅小的背景下，汽车股在 3 季度的整体行情将有限。

图 7：汽车股股价与汽车销量增速



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 8：整车板块 PE 与年度平均 PE



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

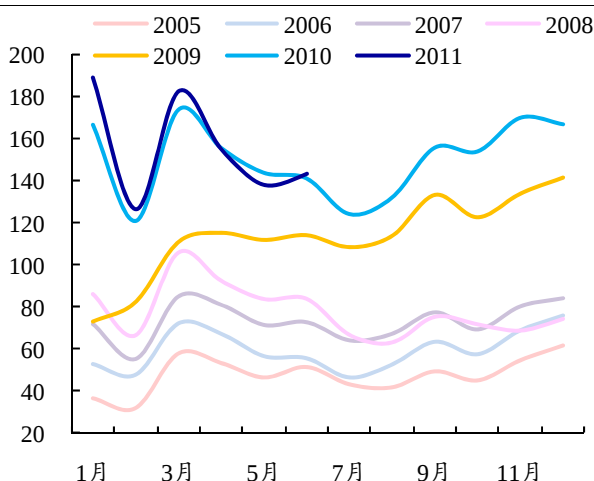
2. 6月汽车销量数据反转，乘用车增6%

2.1. 6月汽车销量数据反转，同增1.4%

中国汽车工业协会7月9日发布公告称，中国6月份汽车销量较上年同期增长1.4%，至144万辆。5月份汽车销量则同比下降3.98%。今年前六个月汽车销量总计932万辆，较上年同期增加3.4%。6月份乘用车销量较上年同期增加6.4%，较5月份增加6.4%，达111万辆。今年上半年乘用车销量增加6.2%，至714万辆。

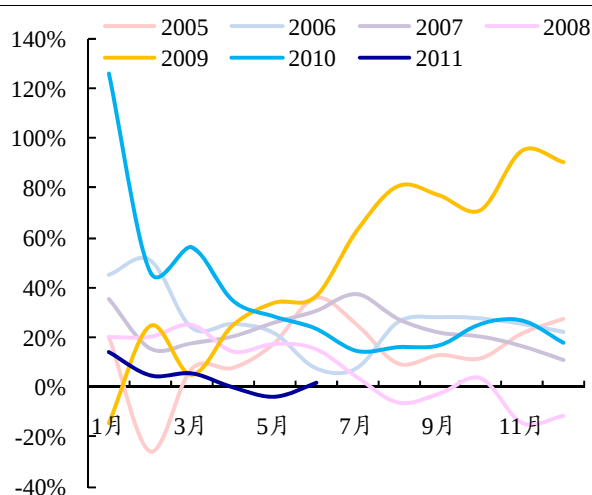
6月增速出现反转，但是销量增速仍为2005年以来的同期最低点。从新增库存数据看，由于2010年，汽车增加库存20万辆，加上今年以来汽车补贴政策退出后，绝大部分厂商都在去库存的过程中。

图 9：2005 年~2011 年 6 月汽车月度销量（万辆）



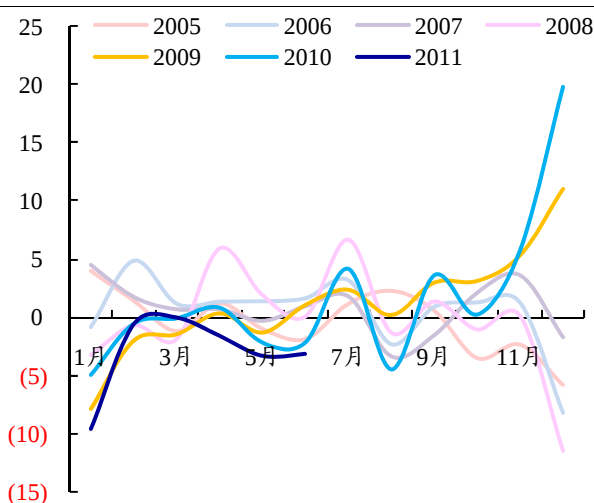
数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 10：2005 年~2011 年 6 月汽车月度销量同比增速



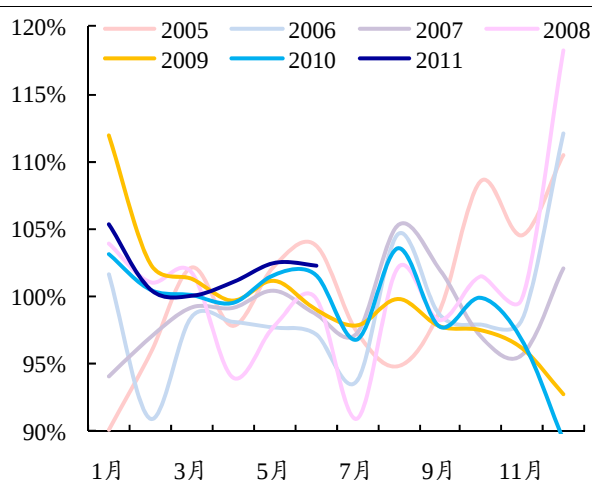
数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 11：2005 年~2011 年 6 月汽车新增库存（万辆）



数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

图 12：2005 年~2011 年 6 月汽车月度销量同比增速



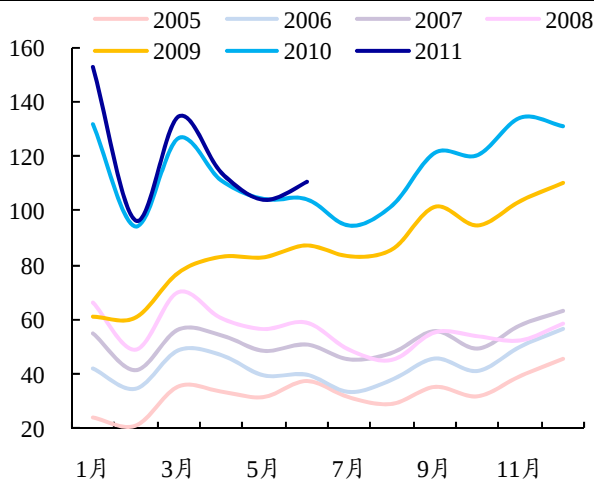
数据来源：CEIC、国泰君安证券研究

2.1. 乘用车：轿车、MPV 6 月增速提升，反转趋势尚未确认

乘用车 6 月销量增速提升显著，6 月同比、环比均增 6.4%，1~6 月累计销量 111 万辆，狭义乘用车累计销量 96 万辆，同增 10%。主要得益于日系车复产带动了销量的增加，比如一汽丰田（25%）、长安铃木（21%）、东风日产（21%）、长安福特马自达（19%）的销量增速均在 20% 左右。

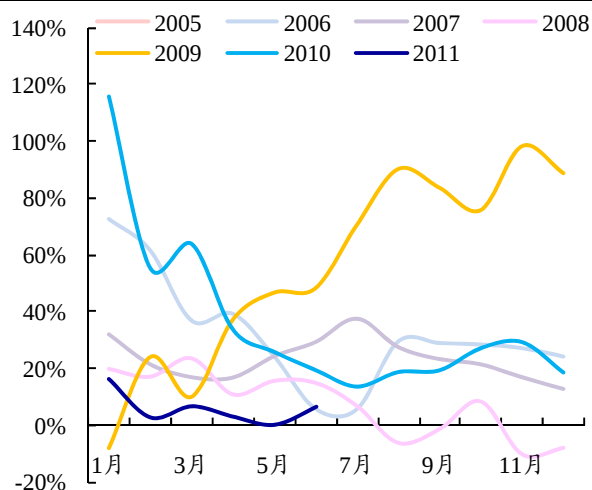
但是我们同时观察到，6 月狭义乘用车的批发数据大于零售数据，其中约 9% 的销量成为了经销商的库存。因此，我们认为对于 6 月份汽车销量的增速同比正增长目前还不能认为是向上反转的趋势确定。

图 13: 2005 年~2011 年 6 月乘用车月度销量(万辆)



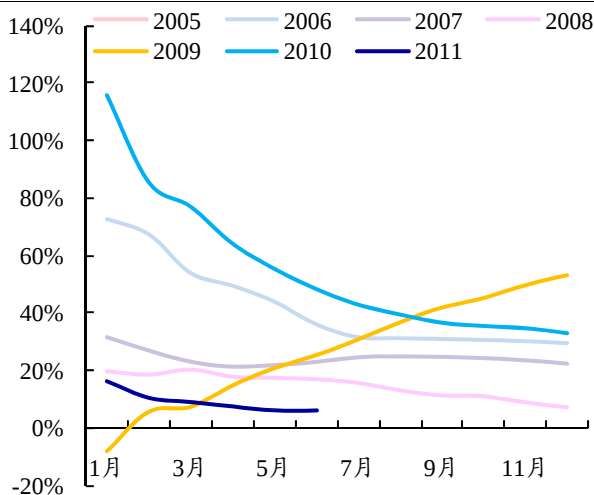
数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 14: 2005 年~2011 年 6 月乘用车月度销量同增



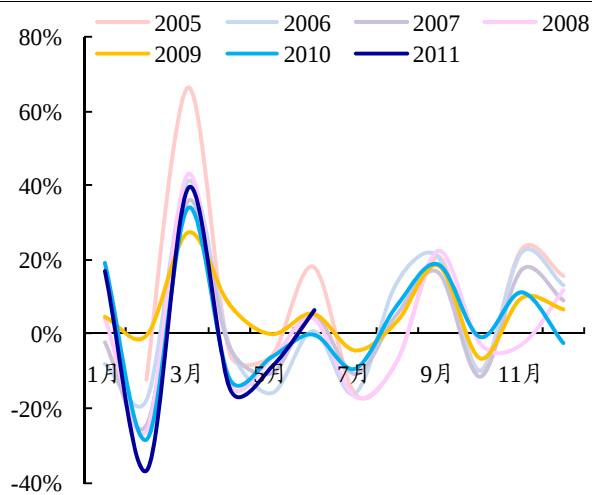
数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 15: 05~11 年乘用车累计同比增速



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

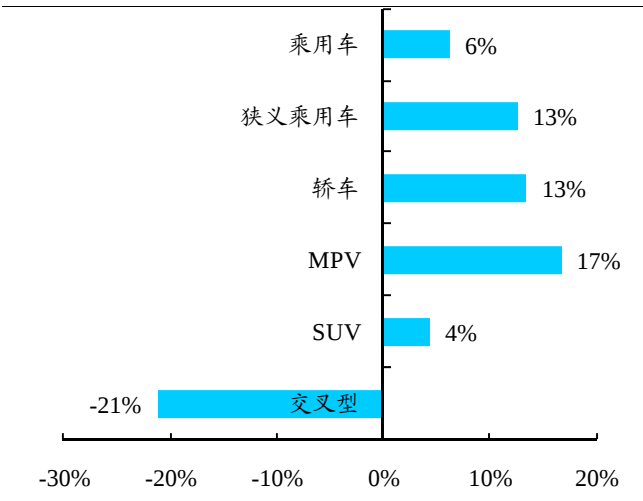
图 16: 05~11 年乘用车月度销量环比增速



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

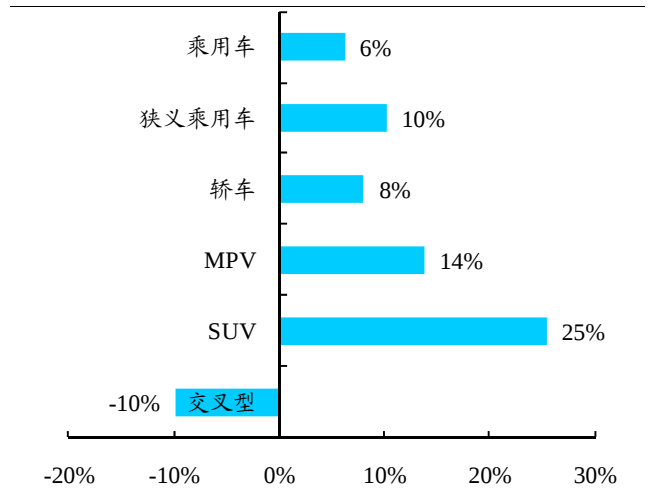
6 月轿车（13%）与 MPV（17%）的销量同比增速快速提高，SUV 也由 5 月份的负增长转为 4% 的正增长。1-6 月，SUV 的累计增速 25%，仍然最快，其次为 MPV（14%）、轿车（8%）。交叉型乘用车 6 月销量大幅下降 21%，1-6 月下降 10%。

图 17: 6 月乘用车销量分类增速



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 18: 1-6 月乘用车销量分类增速



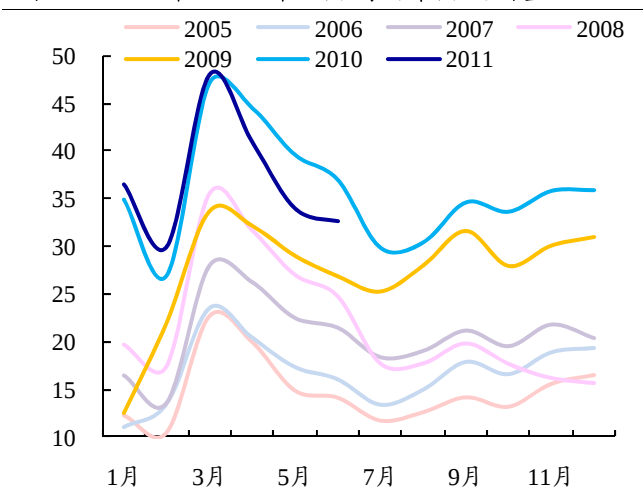
数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

2.1. 商用车: 客车 6 月增速提升, 货车情况仍然很糟

商用车连续 3 个月同比负增长, 累计数为连续 2 个月负增长。6 月商用车销售 33 万辆, 同比下降 12%, 1-6 月累计销售 222 万辆, 同比下降 3%。商用车最糟糕的情况出现在 2008 年 7 月~2009 年 1 月, 连续 7 个月负增长。本次商用车的负增长恐怕还没有结束, 原因在于投资需求尚未起来, 而 09~10 年的投资消费影响还在。

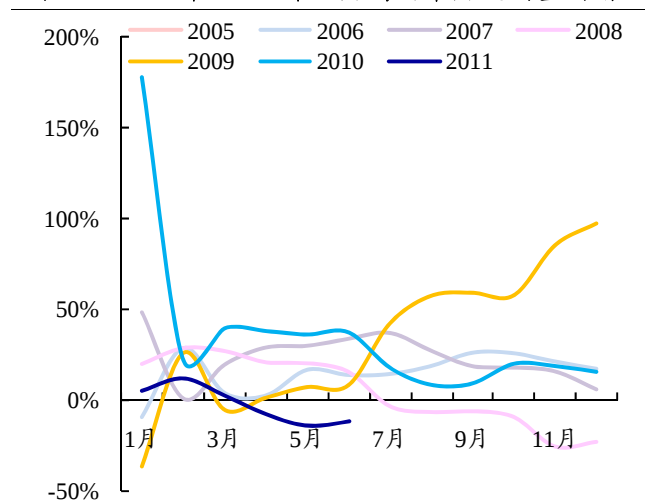
商用车中的两大分支: 货车与客车属性差异比较大。客车的消费稳定, 货车则随经济变化波动大。6 月份, 客车的销量增速 18%, 1-6 月累计销量增速 12%。6 月货车销量下降 9%, 1-6 月累计下降 0.2%。

图 19: 2005 年~2011 年 6 月商用车月度销量 (万辆)



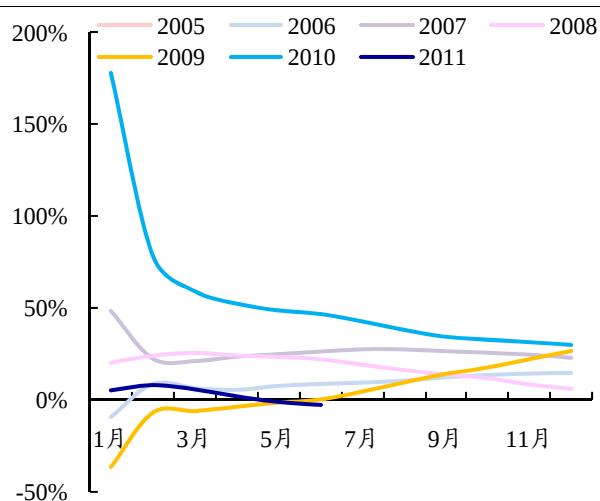
数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 20: 2005 年~2011 年 6 月商用车月度销量同增



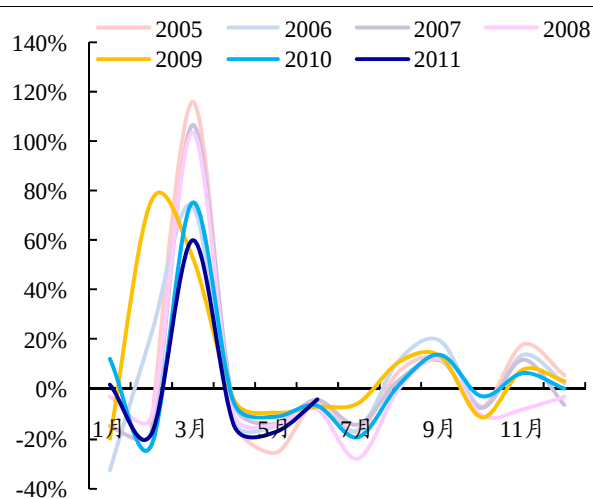
数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 21: 05~11 年商用车累计同比增速



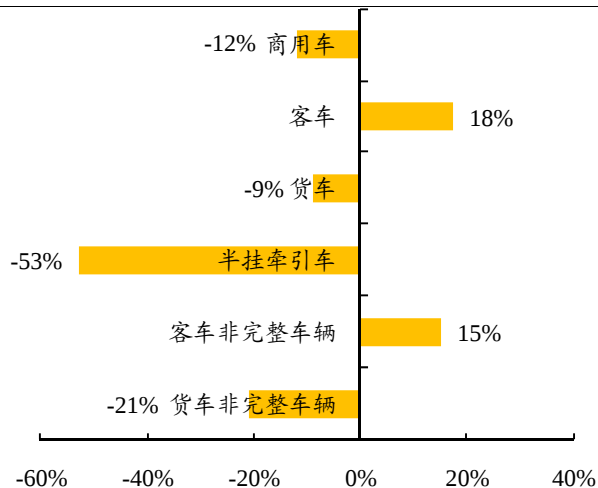
数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 22: 05~11 年商用车月度销量环比增速



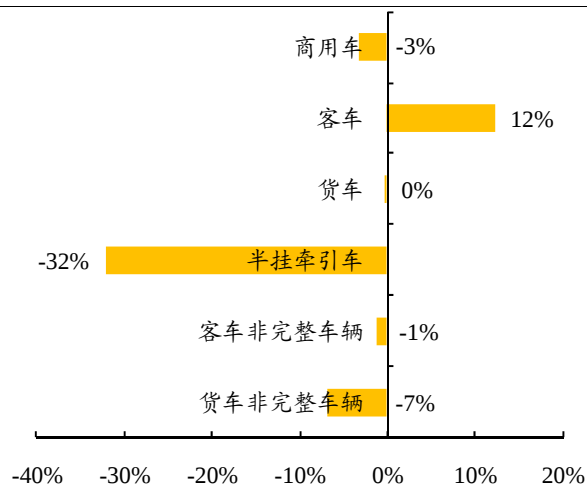
数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 23: 6 月商用车销量分类增速



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 24: 1-6 月商用车销量分类增速



数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

作者简介:**康凯:**

执业资格证书编号: S0880511010009

电话: 0755-23976023

邮箱: kangkai@gtjas.com

白晓兰 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110030026

电话: 021-38674660

邮箱: baixiaolan008216@gtjas.com

汽车研究员。复旦大学世界经济硕士, CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所, 高级审计师。2009-2011 年国泰君安证券建筑建材助理研究员。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		