

徐敏锋

执业证书编号: S0730511080003

021-50588666-8029

xumf@ccnew.com

需求不足忧虑渐升，政策博弈成新看点

——汽车行业 2012 年下半年投资策略

证券研究报告-行业策略

同步大市（维持）

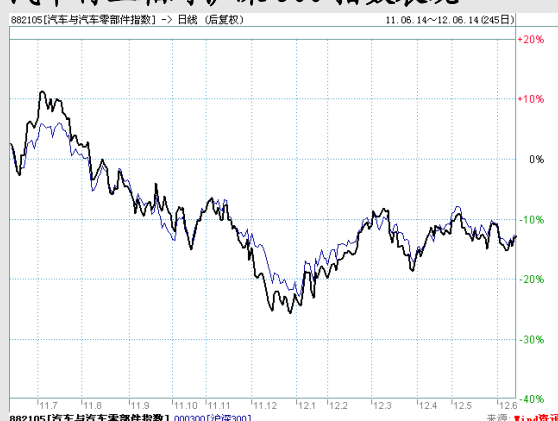
发布日期: 2012 年 6 月 14 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2012EPS	2013EPS	2012PE	评级
长安汽车	0.34	0.63	16.47	买入
一汽富维	2.48	2.84	8.97	买入
威孚高科	2.00	2.44	15.85	买入
上汽集团	2.03	2.20	7.35	买入
福田汽车	0.70	0.91	11.54	增持

注: 股价为 2011 年 6 月 13 日收盘价

汽车行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

在宏观经济低迷的背景下,新一轮刺激政策出台与否进入博弈过程。节能环保是汽车产品发展的重要方面,具备技术优势的企业将在未来发展中占据先机。

投资要点:

- **需求不足忧虑渐生。**随着政策退出影响的弱化,汽车行业批发销售有所复苏。但近期零售存在需求不足现象,限额以上汽车零售企业零售总额增速处于持续下降过程中。厂家批发量的增长进一步增加了经销商库存压力。
- **进口汽车大幅降价或将蔓延。**在巨大的库存压力下,进口汽车售价开始下降,终端优惠增加,这一趋势从去年 11 月开始表现得尤为明显。国内中高端汽车价格偏高,预计随着相关厂家扩产完成和新车型引进,国内供给显著增加,进口汽车降价将引领国内中高端汽车价格回归合理。
- **政策博弈成为新看点。**市场对再次出台相关刺激政策充满期待。相关刺激政策出台能够带动经济增长,影响行业发展结构,短期内节能型微客、小排量轿车受益较多。但也会透支未来需求留下后遗症,影响长期发展。因此是否出台刺激政策将是未来一段时间内的博弈重点。
- **节能与环保是汽车产品重要发展方向之一。**传统汽柴油汽车节能也是降低燃料消耗的重要举措。节能产品补贴等相关政策有利于节能汽车产品优势企业的发展。排放等级提升有利于减少空气污染,相关工作正逐步推进中。
- **投资策略。**维持行业“同步大市”评级。建议关注刺激政策出台预期,政策对相关行业和企业影响巨大。关注确定性成长企业,不管刺激政策出台与否,成长性企业表现会更佳。关注在节能减排方面具有技术优势的企业。密切关注固定资产投资走向和重卡销量回升带来的产业链投资机会。
- **风险提示:** (1) 刺激政策出台与否存在重大不确定性; (2) 销量增速达不到预期; (3) 市场竞争激烈程度和降价幅度超出预期。

目录

1. 回顾：政策作用与长期规律	4
1.1 高增长时期，政策效果明显	4
1.2 政策的短期影响无法逾越长期规律	5
2. 需求不足开始显现	6
2.1 零售增速下降	6
2.2 进口车主导的降价优惠或将蔓延	8
2.3 行业盈利未见下降	10
3. 政策博弈成新看点	11
3.1 情景假设一：刺激政策出台	11
3.2 情景假设二：刺激政策不出台	13
4. 节能环保是长期发展方向	14
5. 投资策略	17
6. 风险提示	18

图目录

图 1: 历年中国汽车销量.....	4
图 2: 政策发布实施到退出对销量的扰动.....	5
图 3: 中国汽车销量增速和 GDP 增速比较.....	6
图 4: 月度汽车销量.....	7
图 5: 汽车年化销量.....	7
图 6: 汽车类限额以上零售企业零售总额与增速.....	7
图 7: 进口汽车数量与增速.....	8
图 8: 15 个进口品牌汽车库销比.....	8
图 9: 进口汽车终端优惠指数.....	9
图 10: 2003-2005 年流通环节汽车价格指数环比增速.....	9
图 11: 2011 年以来汽车行业主营业务毛利率.....	10
图 12: 近 2 年来经销商单车销售平均利润.....	10
图 13: 自主品牌业务占比较大的部分上市公司季度净利润总和.....	11
图 14: 微客销量增速.....	12
图 15: 重卡销量增速.....	14
图 16: 固定资产投资增速.....	14
图 17: 乘用车平均油耗和阶段标准.....	15
图 18: 截止 2010 年不同排放标准汽车保有量比例.....	16
图 19: 截止 2010 年不同排放标准汽车排放的污染物占比.....	16
图 20: 重卡排放的污染物占比.....	17
图 21: WIND 汽车与零部件行业市盈率 (TTM 整体法) 与沪深 300 比较.....	17

表目录

表 1: 2008 年底以来汽车产业主要支持政策.....	4
表 2: 进口汽车库存与零售量模拟.....	8
表 3: 主要刺激政策受益情况.....	12
表 4: 2009 年与 2012 年农村汽车消费环境比较.....	12
表 5: 前两批减免车船税车型与节能产品补贴政策比较.....	15

前言

汽车产业是国民经济支柱产业之一，因此会成为宏观经济调控的着力点之一。2008 年年底开始，汽车行业政策频出，产销量也随着大幅攀升，对经济的拉动作用不言而喻。在经济增长乏力的今天，市场对出台相关刺激政策充满期待。本文将在回顾历史的基础上，对汽车行业下半年及以后的汽车行业发展做出展望。

1. 回顾：政策作用与长期规律

1.1 高增长时期，政策效果明显

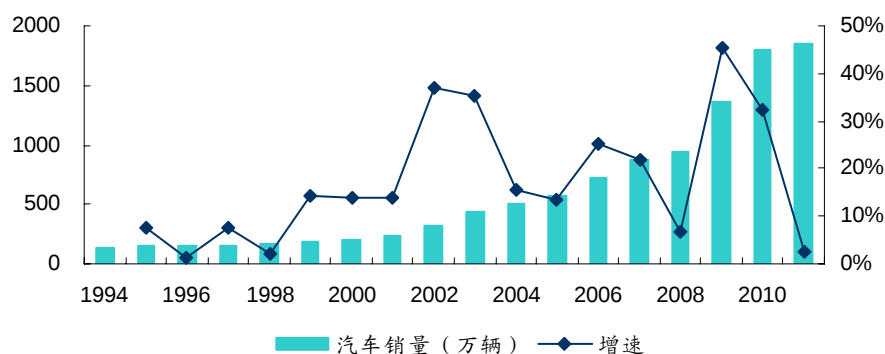
2008 年年底开始的汽车行业刺激政策对汽车销量增速产生了重大影响。2009 年开始，汽车销量大幅增长，至 2011 年达到 1850 万辆。刺激政策推出之时正处于汽车行业本身的快速发展期，因此政策的实施对进一步提升销量作用显著。

表 1：2008 年底以来汽车产业主要支持政策

政策	主要影响车型	影响程度	发布或生效时间	退出时间
消费税调整	1L 以下和 3L 以上乘用车	中	2008 年 9 月	无
成品油价格与税费改革	大部分车型	大	2009 年 1 月	无
购置税优惠	1.6L 以下乘用车	大	2009 年 1 月	2010 年 12 月
汽车下乡	交叉乘用车、轻微卡	大	2009 年 3 月	2010 年 12 月
以旧换新	大部分车型	小	2009 年 6 月	2010 年 12 月
新能源示范推广补贴	多种新能源车	中	2009 年 2 月	-
私人购买新能源汽车补贴	新能源乘用车	小	2009 年 6 月	2012 年 12 月
节能产品补贴	1.6L 以下节能乘用车	大	2010 年 6 月	-

资料来源：中原证券

图 1：历年中国汽车销量



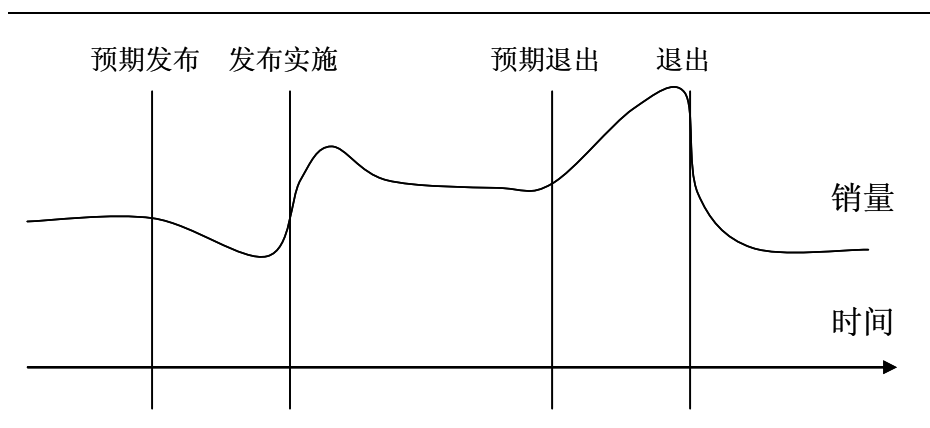
资料来源：中原证券，CAAM

刺激政策的推出，不仅影响总量规模，也对需求释放节奏产生影响。长期看，政策的刺激是对消费能力的透支，本文将在下一节阐述具体情形。短期看，从政策的发布到推出，其中夹杂消费者的预期，显然对零售的短期波动造成很大影响。

根据 2009-2011 年销量分布情况，我们提出了政策发布实施到退出对销量扰动的模型，当市场预期刺激政策将实施，部分消费者会推迟购车计划，导致短期销量有所下滑。当政策发布实施后，除了前期推迟的这部分需求外和自然需求外，透支性需求也开始释放，这就产生了第一个高峰。随着政策的实施推进，政策的刺激作用有所弱化，但显然会高于政策实施前的水平。随着政策退出预期的产生，需求释放节奏又会加快，透支性需求在退出前夜充分释放，形成第二个高峰。一旦刺激政策退出，销量会骤然下降，这就是政策的后遗症。正因为如此，2011 中国汽车销量增速低至近 10 年低点，2012 年一季度甚至出现了同比下降 3.40% 的情况。

虽然我们通过这一模型列示了政策实施到退出对短期销量的扰动，但无法量化这些影响的规模。

图 2：政策发布实施到退出对销量的扰动



资料来源：中原证券

1.2 政策的短期影响无法逾越长期规律

从长期看，汽车销量增长与宏观经济发展有一定关系。根据国内外同业研究，在汽车市场发展过程中，汽车销量增速是 GDP 增速的 1.5 倍。

中国汽车销量增长从 1999 年开始提速，以 1998 年为基点到 2011 年汽车销量年复合增速为 20.72%；同期 GDP 复合增速为 9.99%。也就是说，这一时期汽车销量增速是 GDP 增速的 2.07 倍。

如果上述规律成立，那么后续年份汽车销量增速和 GDP 增速比值会有下降。假设 2012-2015 年销量复合增速为 5%，GDP 复合增速为 7.5%，那么从 1999-2015 年汽车销量增速会是 GDP 增速的 1.79 倍，逐渐向 1.5 倍靠拢。

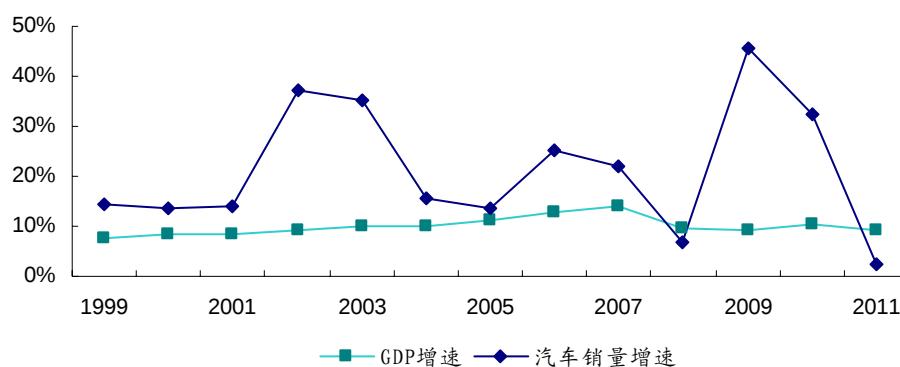
另一方面，我们在 2012 年策略报告中提到，参考日本发展历史，中国

开始进入销量低增长期，销量增速较多分布在 0%-10%之间。这也是符合长期发展规律的体现。

正是因为这一长期发展规律，汽车销量即使受政策短期刺激出现大幅增长，也会逐步向原有发展轨道靠近。如果政策刺激过度，不排除在政策退出后出现销量下滑的情况。2011 年四季度到 2012 年二季度即是很好的例证。

有观点在应用上述规律时，不恰当地脱离了其长期性的要求。如果在当前销量的基础上来推论未来一段时间内汽车销量增速达到 GDP 增速的 1.5 倍，会产生销量增速明显偏高的情况，这显然是不合适的，当然不排除部分年份因为增速波动使得汽车销量增速达到 GDP 增速的 1.5 倍。

图 3：中国汽车销量增速和 GDP 增速比较



资料来源：中原证券，CAAM，WIND

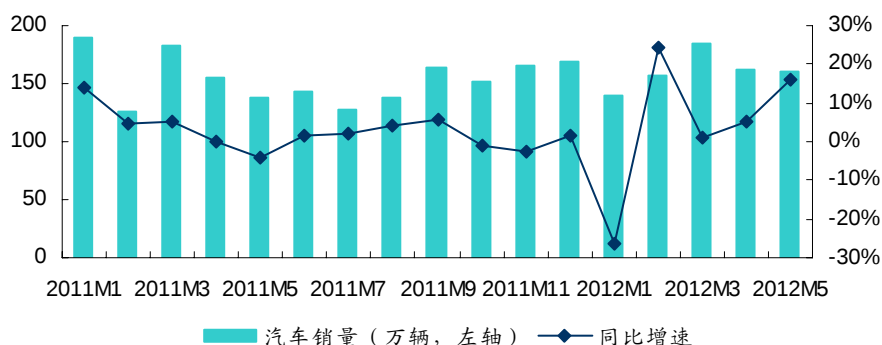
2. 需求不足开始显现

2.1 零售增速下降

一季度汽车批发销量同比下降 3.40%，4 月份销量增速提升至 1.89%，5 月份销量增速进一步上升至 16.0%，这其中有部分原因是去年同期日系厂家出货量大幅下降。从年化销量来看，4 月份年化销量较 3 月份下降 3.02%，但 5 月份较 4 月大幅回升 7.98%。

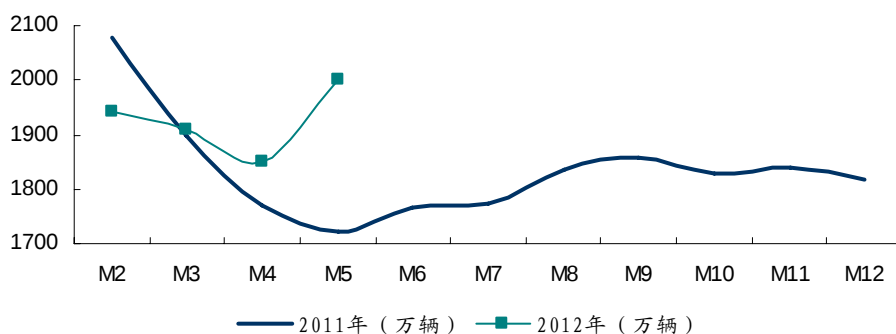
我们在 2012 年策略报告中提到，随着政策退出影响的弱化，乘用车销售会有一个复苏过程。上述批发销量较好地表明了这一复苏趋势，但从零售端看，这其中存在需求不足现象。

图 4：月度汽车销量



资料来源：中原证券，CAAM

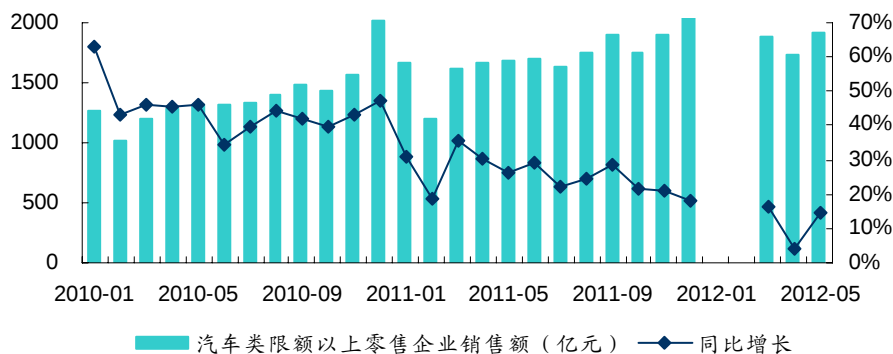
图 5：汽车年化销量



资料来源：中原证券，CAAM

以大致能反映汽车零售情况的限额以上零售企业零售总额为例，2012 年以来，上述零售总额增速处于持续下降过程中，4 月份增速甚至降至 4.17%，5 月份有所回升，但增速仍处于下降趋势中。从市场反映的结构来看，导致上述增速下降的重要因素是进口和豪华汽车销售不及预期。

图 6：汽车类限额以上零售企业零售总额与增速

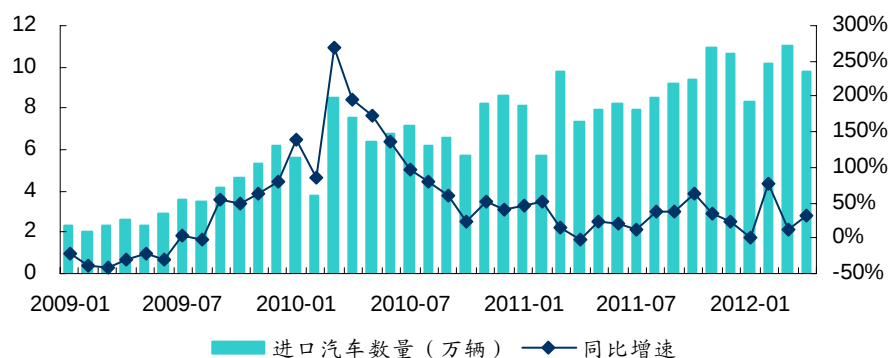


资料来源：中原证券，WIND

2.2 进口车主导的降价优惠或将蔓延

近几年来，中国进口汽车数量猛增，2011 年同比增长 27.73%，达到 103.74 万辆，2012 年 1-4 月增速仍维持在 26.68%。

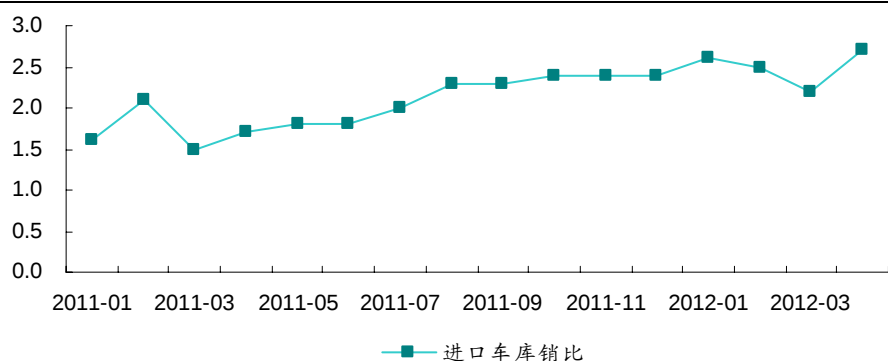
图 7：进口汽车数量与增速



资料来源：中原证券，WIND

但这一趋势将会改变。虽然通过海关的进口数量增长，但经销商的库存增长更快。据统计，4 月份 15 个进口品牌的经销商库存销量比已经达到创新高的 2.7，也就是说目前库存需要 2.7 月才能消化完。在一定假设基础上，通过海关进口量和经销商库存销量比，可以大致模拟出进口汽车库存和零售量。从模拟结果来看，4 月零售量环比下降 15.80%，较去年同期降幅有所扩大，这在一定程度上加剧了 4 月份汽车类限额以上零售企业零售总额增速快速下降的趋势。

图 8：15 个进口品牌汽车库销比



资料来源：中原证券，中进汽贸，全国进口汽车市场信息联席会

表 2：进口汽车库存与零售量模拟

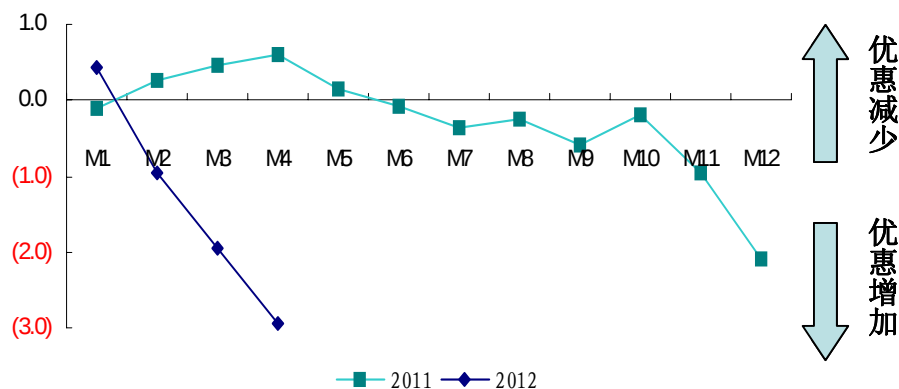
单位：万辆

	2011-07	2011-08	2011-09	2011-10	2011-11	2011-12	2012-01	2012-02	2012-03	2012-04
库存	14.60	16.13	17.63	19.09	21.18	22.46	22.20	23.11	23.48	24.26
零售量	7.30	7.01	7.67	7.95	8.82	9.36	8.54	9.24	10.67	8.99

资料来源：中原证券

在巨大的库存压力下，进口汽车售价开始下降，终端优惠增加，这一趋势从去年 11 月开始表现得尤为明显。虽然中长期看，高端汽车销量比例会仍会上升，但短期内经济低迷使得市场对这类车型的需求显著下滑。

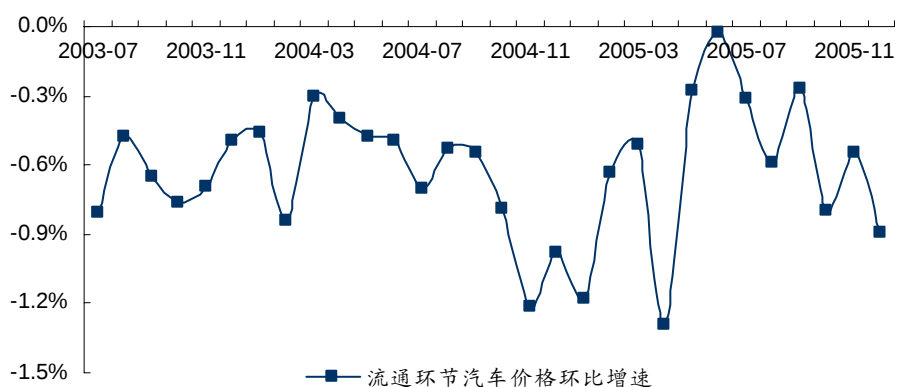
图 9：进口汽车终端优惠指数



资料来源：中原证券，中进汽贸，中国进口汽车市场数据库

进口汽车的这一轮降价潮与 2004 年有些类似。那一时期，国内汽车价格明显偏高，一方面由于国内供给增加，另一方面关税下降使得进口车价格下降，最终导致汽车整体价格出现了较大幅度下滑。目前，国内中高端汽车价格也偏高，预计随着相关厂家扩产完成和新车型引进，国内供给将显著增加，进口车这一轮降价将引领国内高端汽车价格回归合理，并最终蔓延至中端汽车。如果期间需求不足，这一趋势还会得到加强。

图 10：2003-2005 年流通环节汽车价格指数环比增速

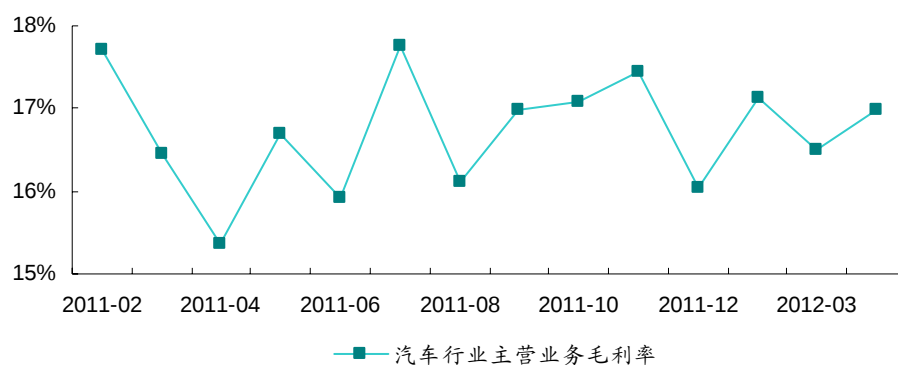


资料来源：中原证券，WIND

2.3 行业盈利未见下降

我们曾在 2012 年策略报告中提出，随着销量增速的下降和竞争加剧，行业盈利能力会有下降，且下降幅度不大。但实际上，2012 年以来行业毛利率仍维持在 17% 上下，与 2010 年以来整体水平相比没有显著下降。行业盈利仍然维持增长，与销量增速下滑甚至负增长的局面似乎矛盾。

图 11：2011 年以来汽车行业主营业务毛利率



资料来源：中原证券，WIND

针对这一差异，结合零售终端降价情况，我们的判断是，市场低增长的压力还主要集中在经销商层面，尚未传导到厂家，厂家出厂价仍然保持相对稳定。

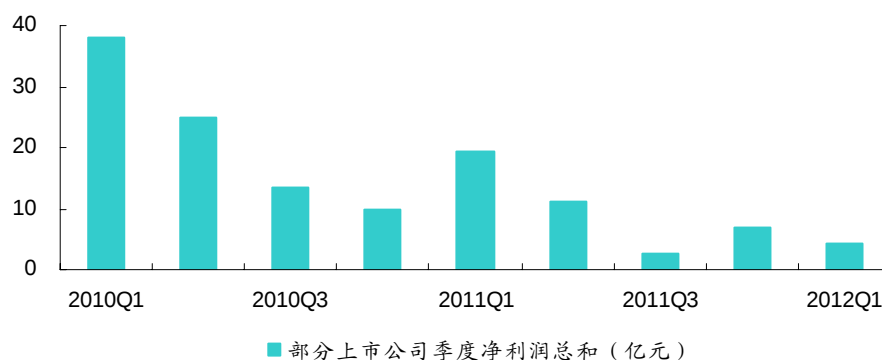
图 12：近 2 年来经销商单车销售平均利润



资料来源：中原证券，保尔森市场价格监测体系

另一方面，行业刺激政策退出更多对自主品牌企业造成较大压力，自主品牌企业盈利整体较差，其净利润在行业中的占比较低。自主品牌的低迷表现无法对整个行业贡献太多负面影响。

图 13: 自主品牌业务占比较大的部分上市公司季度净利润总和



资料来源: 中原证券, WIND

注: 包括一汽轿车、江淮汽车、长安汽车等共 7 家上市公司

但这种状况是不可持续的。厂家扩产后供给增加, 如果零售情况不佳且经销商库存无法继续提高, 那么市场压力最终会传导到厂家, 博弈后的选择是降价促销, 最终会损害行业盈利能力。当然, 就如我们在 2012 年策略报告中指出, 即使行业盈利能力下降, 其幅度也会有限。

3. 政策博弈成新看点

由于出现了连续的汽车销量同比下滑情况, 而且经济增速处于下降过程中, 似乎与 2008 年年底情形类似, 因此市场对再次出台相关刺激政策充满期待。刺激政策出台能够带动经济增长, 影响行业发展结构, 但也会透支未来需求留下后遗症。因此是否出台刺激政策将是未来一段时间内的博弈重点。下文将在政策出台与否情景假设基础上分别进行分析。

3.1 情景假设一: 刺激政策出台

刺激政策包括两类, 一类直接针对汽车行业, 另一类针对其他方面或者整个宏观经济, 对汽车行业产生重大影响。

参考上一轮汽车行业刺激政策情况, 不管是购置税优惠、汽车下乡还是以旧换新等实质上都是补贴。非补贴形式更多体现特种车辆上, 如校车的行驶优先权、电动车不参与车牌摇号等。

不同政策间实际补贴额度和相对车价幅度, 对政策的实际效果产生很大影响。购置税优惠受惠面最大, 汽车下乡和节能补贴政策次之, 以旧换新政策最小。

表 3: 主要刺激政策受益情况

政策	受益情况
购置税减免	2009-2010 年, 1.6L 以下乘用车销量为 1664 万辆, 约占汽车总销量的 52%
汽车下乡	截至 2010 年 12 月底, 汽车下乡政策补贴汽车 499.69 万辆
以旧换新	截至 2010 年 5 月底, 共办理汽车以旧换新申请车辆 12.7 万辆
节能产品补贴	2010 年下半年, 节能汽车共生产 168.07 万辆, 占乘用车整体产量的 24 %

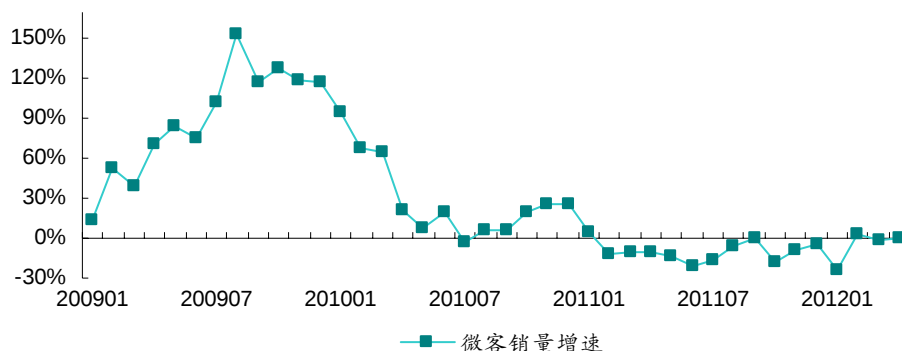
资料来源: 中原证券, CAAM, 相关部委网站

按目前媒体报道和政府吹风情况, 可能的刺激政策集中在汽车下乡和以旧换新两块, 但会偏向节能型汽车。

如果汽车下乡政策实施, 参考 2009 年政策情况, 补贴车型集中在微客和小排量轿车的可能性较大, 对相关车型销量增长将有刺激作用, 但预计增幅难以达到上一轮水平, 以微客为例, 2009 年销量增幅高达 83%。

2012 年农村汽车消费环境与 2009 年有较大区别: 2009 年之前需求受到压制, 而 2012 年则在为透支还账; 2009 年农村居民外出务工者回乡较多, 在收入相对较少的情况下, 创业热情较高, 但 2012 年农村居民收入已经有较大提升, 新增创业数量不足; 另外, 2009 年农村汽车销量基数较低, 目前则处于高位。相对来说, 基于改善生活质量要求, 小排量轿车将更受欢迎。

图 14: 微客销量增速



资料来源: 中原证券, CAAM

表 4: 2009 年与 2012 年农村汽车消费环境比较

	2009	2012
需求释放情况	前期需求受压制	透支后的休整期
销量基数	低	高
农村居民收入	收入较低	收入增长较快
创业热情	高, 部分外出务工者回乡	低

资料来源: 中原证券

如果以旧换新政策实施，不同于上一轮政策，预计换购的新车需要符合节能车标准才能获得补贴。补贴标准和相关配套政策将是决定政策效果的重要因素。

回顾上一轮政策，在 2009 年以旧换新的基础上，2010 年国家加大了补贴力度，补贴标准由 3000-6000 元调整到 5000-18000 元。随着补贴标准的提高，政策效果有所改善。截至 2010 年 5 月底，共办理汽车以旧换新申请车辆 12.7 万辆。据中国物资再生协会统计，在办理补贴车辆中，轿车、大中型载客车和轻微型载货车分别占 36%、30%和 19%。

以旧换新政策效果相对较弱的主要原因有三：第一，接近报废的老旧汽车保有量相对较少；第二，二手车价格偏高导致报废动力不足；第三，相关配套措施缺失，报废制度和黄标车淘汰制度不健全。随着保有量的增加，汽车更新需求上升，如果补贴标准恰当且相关配套制度得到执行，那么以旧换新政策效果将会显现。

整体来看，刺激政策出台，对短期销量提升有很大作用。根据前文的分析，考虑消费透支，对长期销量表现会造成很大压力。如果政策偏重于节能车型，对具有技术优势的企业来说无疑会更有利。

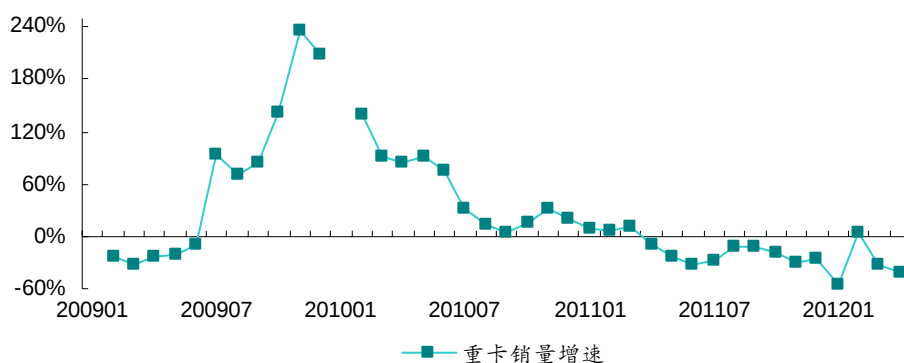
3.2 情景假设二：刺激政策不出台

如果相关直接刺激政策不出台，那么汽车行业仍将延续弱复苏趋势，且受宏观经济影响出现反复。微客等受上一轮刺激政策退出影响的车型有望进入回升通道。而对于先前表现良好的高端与豪华车型，根据前文的分析，进口车大范围降价优惠会对其产生较大压力。

除了直接刺激政策外，另一类间接政策，如上一轮的“4 万亿投资”，会对相关商用车产生重大影响。以重卡为例，随着固定资产投资增速提升，其销量也逐步提升，2010 年更是突破 100 万辆，可见“4 万亿投资”的威力。

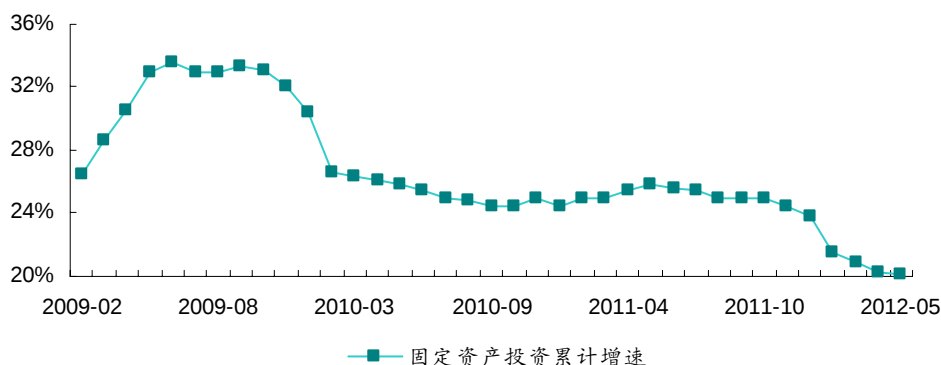
虽然从相关政府的表态看，出台新一轮类似“4 万亿投资”的计划可能性较低，但已经看到基建投资加快进行的迹象。这也能从部分领域的固定资产投资窥得端倪，如铁路建设等。总体来说，下半年重卡销量回升值得期待。

图 15: 重卡销量增速



资料来源: 中原证券, CAAM

图 16: 固定资产投资增速



资料来源: 中原证券, WIND

4. 节能环保是长期发展方向

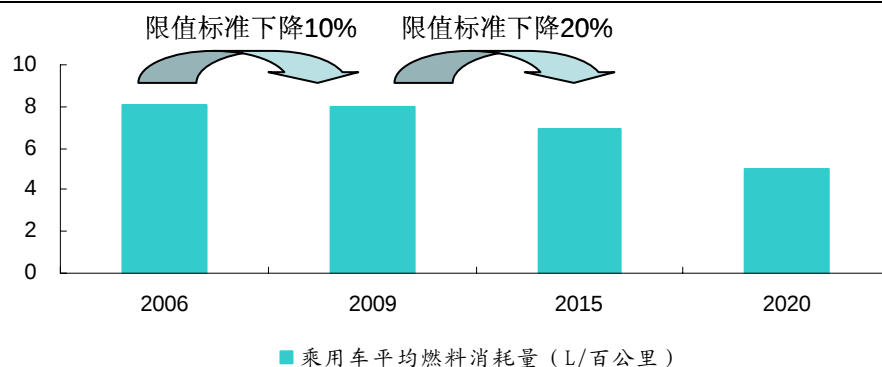
节能与环保是汽车产品重要发展方向之一。除了电动车和混合动力汽车外, 传统汽柴油汽车节能也是降低燃料消耗的重要举措。

对于乘用车燃料消耗量, 国家分阶段规定了限值。第一阶段标准于 2005 年 7 月开始实施 (在产车型推迟到 2006 年 7 月)。第二阶段于 2008 年 1 月开始实施 (在产车型推迟到 2009 年 1 月), 此阶段燃料消耗量限值下降约 10%。第三阶段预计将于 2012 年 7 月 1 日起正式实施, 整体标准在第二阶段基础上再下降约 20%。考虑到第三阶段燃油限值较为严格, 而且计量标准完全不同, 第三阶段燃油限值将分步实施: 2012 年为导入期, 允许企业平均燃油消耗量比目标值高 9%; 2013 年, 允许企业平均燃油消耗量比目标值高 6%; 2014 年, 允许企业平均燃油消耗量比目标值高 3%; 到 2015 年全面实行第三阶段燃油消耗限值标准。

今年 4 月份通过的《节能与新能源汽车规划 (2012-2020)》指出要大力

推广节能汽车，对汽车燃料消耗提出了更长远的目标，要求 2015 年当年生产的乘用车平均燃料消耗量降至每百公里 6.9 升，到 2020 年降至 5.0 升。

图 17：乘用车平均油耗和阶段标准



资料来源：中原证券，环保部、中汽研

为推动汽车节能，2010 年 6 月份，国家首次推出了节能产品补贴政策。随着乘用车第三阶段燃料消耗量限值的逐步开始实施，节能产品准入门槛提高。目前符合补贴标准的车型目录仅公布一批（即序号第七批）。

此外，对节能汽车减免车船税的政策已经推出，目前已经公布两批车型目录。从第一批车型来看，与节能汽车补贴政策第七批车型基本一致，因此可以预期，其第二批目录中车型（除去 1.6L 以上车型）也将进入下一批节能汽车补贴车型目录中。

节能汽车的优势不仅仅体现在补贴方面，更体现在消费者的偏好上。在油价普遍较高的背景下，节能汽车相对较低的油耗无疑更具吸引力。

表 5：前两批减免车船税车型与节能产品补贴政策比较

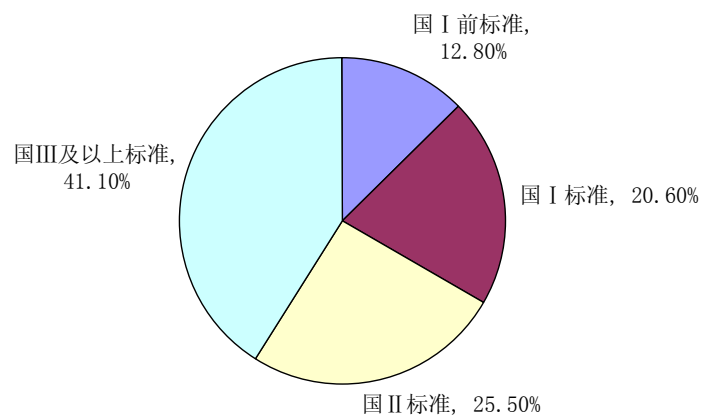
上市公司	减免车船税目录第一批		减免车船税目录第二批	
	车型数	其中：符合节能产品补贴政策	车型数	其中：符合节能产品补贴政策
长城汽车	—	—	15	15
长安汽车	5	5	7	4
上汽集团	15	15	26	25
一汽夏利	—	—	9	5
江淮汽车	2	2	—	—
比亚迪	3	3	—	—
海马汽车	1	1	—	—
其他	23	23	8	4
合计	49	49	65	53

资料来源：中原证券，工信部

虽然汽车排放标准逐步提升，但因中国汽车市场发展时间较短，前期较低标准汽车仍处于使用期中。截止 2010 年全国汽车保有量中，国 I 前标准的汽车 984 万辆，占 12.8%，国 I 标准的汽车 1594 万辆，占 20.6%，国 II 标

准的汽车 1968 万辆，这些低排放标准的汽车占比仍较大。按环保标志划分，黄标车保有量为 1558 万辆，占总保有量的 20.2%。

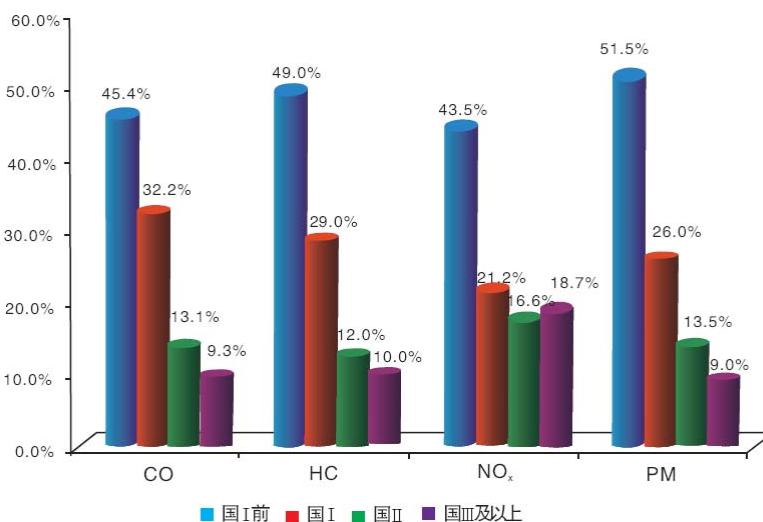
图 18：截止 2010 年不同排放标准汽车保有量比例



资料来源：中原证券，环保部

这些低排放标准的汽车是汽车污染物的主要贡献者。根据统计，国 II 及以下标准汽车的各类污染物占比约为 90%。以单车计算，国 I 前标准汽车排放的污染物是国 III 及以上汽车的 10 倍以上。

图 19：截止 2010 年不同排放标准汽车排放的污染物占比



资料来源：中原证券，环保部

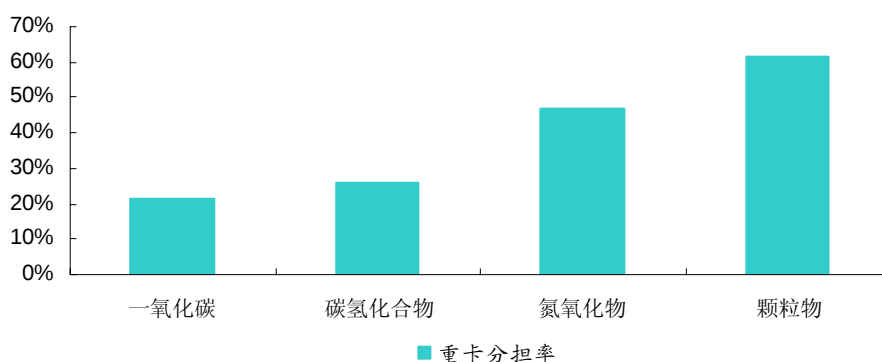
汽车尾气污染物是大气污染的重要来源之一，低排放标准的汽车的大量存在，对提高城市空气质量造成很大压力。如果汽车尾气污染严重，即将普遍监测的 PM2.5 数据将长期处于不佳状态。

降低汽车尾气污染物排放，一方面需要限制黄标车使用和加快报废淘汰步伐，以减少低排放标准汽车的使用或保有量。实际上，上一轮以旧换新政

策即着力于此。我们预计未来仍会实施类似的相关政策。

另一方面是提高新车排放标准。特别是对于重卡来说，其排放的污染物占比均较大，且更新周期相对较快，因此重卡排放标准的提高对较少污染排放尤为重要。重卡国IV排放标准已经数次延迟执行，目前暂定的时间是2013年7月1日。不管最终会否如期实施，但这一趋势是毋庸置疑的。近几年来，多数重卡企业寻求合资即是对这一趋势的应对。

图 20：重卡排放的污染物占比

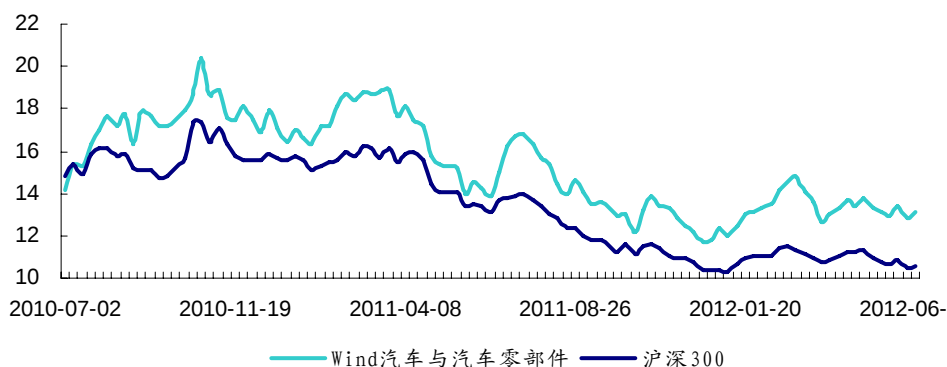


资料来源：中原证券，环保部

5. 投资策略

2010年以来，汽车行业市盈率（TTM 整体法）逐步下降，处于历史较低水平，高于沪深300整体。

图 21：WIND 汽车与零部件行业市盈率（TTM 整体法）与沪深300比较



资料来源：中原证券，WIND

随着政策退出影响的弱化，汽车行业批发销售有所复苏。但近期零售存在需求不足现象，厂家批发量的增长进一步增加了经销商库存压力。在巨大的库存压力下，进口汽车售价开始下降，终端优惠增加，预计将引领国内中高端汽车价格回归合理。

在宏观经济低迷的背景下，新一轮刺激政策出台与否进入博弈过程。如果相关刺激政策出台能够带动经济增长，影响行业结构发展，短期内节能型微客、小排量轿车受益较多。但也会透支未来需求，影响长期发展。

不管刺激政策出台与否，节能与环保是汽车产品重要发展方向之一。具备这类优势的企业将在未来发展中占据先机。

在不出台大规模刺激政策的假设基础上，我们维持全年销量增长 6% 的预测。如果有相应政策出台，预计销量增速会有上升，但考虑到刺激政策提升短期销量的同时也会带来后遗症，不利于长期发展，因此整体来说我们维持行业“同步大市”评级。

首先，建议关注刺激政策出台预期，政策对相关行业和企业影响巨大。其次，建议关注确定性成长企业，不管刺激政策出台与否，成长性企业表现会更佳。再次，关注在节能减排方面具有技术优势的企业。最后，密切关注固定资产投资走向和重卡销量回升带来的产业链投资机会。

6. 风险提示

- 刺激政策出台与否存在重大不确定性。
- 销量增速达不到预期。
- 市场竞争激烈程度和降价幅度超出预期。
- 原材料价格大幅波动。
- 海外市场贸易保护主义加剧。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。