

# 把握确定与不确定中的投资机会

## ——2009年汽车行业投资策略

 **申银万国·2009投资中国战略年会**  
SYWG·2009 CHINA Value Revealed Forum

姜雪晴  
2008.11

## 观点摘要

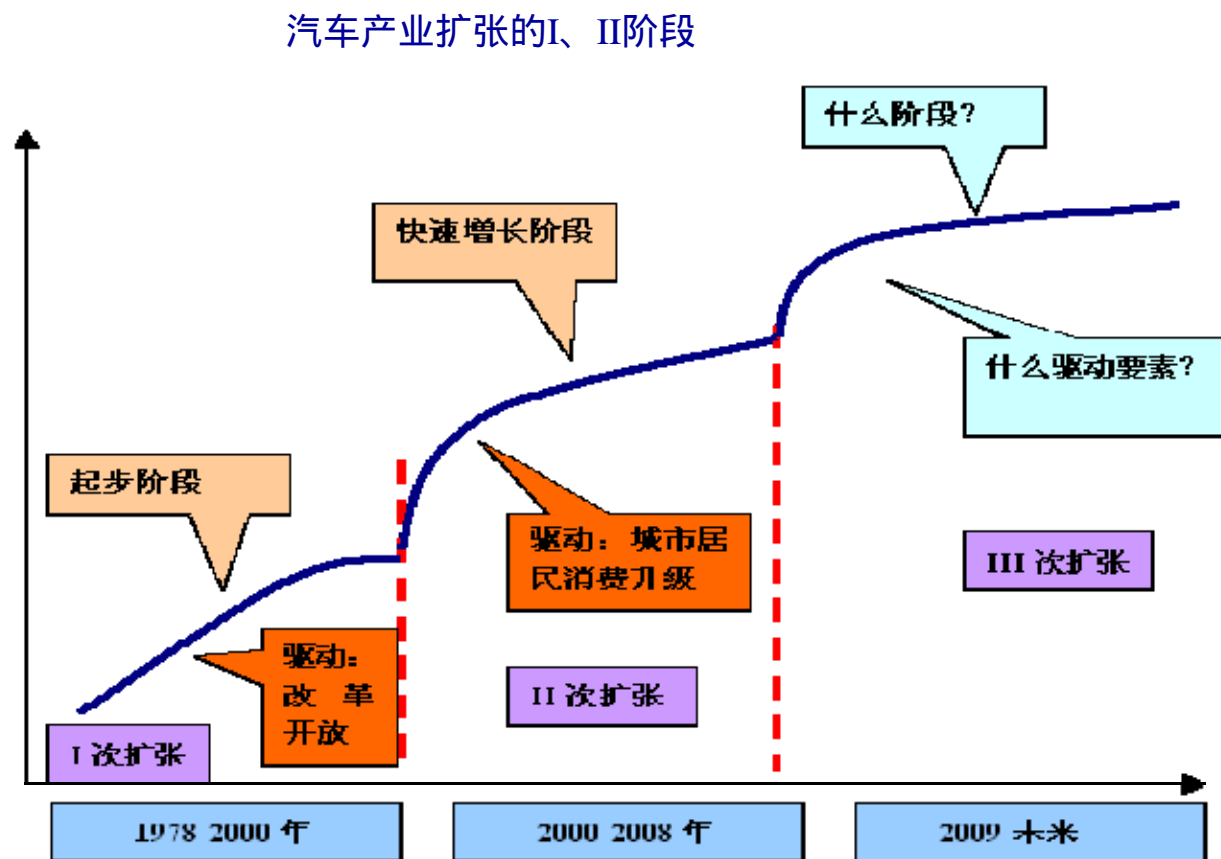
1. 1978年-2008年是汽车产业消费升级扩张阶段，汽车作为支柱产业高速增长，主要驱动因素是GDP、收入增长、城市化率的提高；
2. 2009年-2040年是汽车产业稳定增长阶段，主要体现为保有量的提高、出口的增长；主要驱动要素是城市化的深化、新农村改革、PRC模式（产业转移）；
3. 2009年行业需求放缓、先抑后扬，盈利下降，关注各子行业需求底部回暖的时点；
4. 投资关键词：业绩确定、毛利率明显复苏、需求好于预期。

## 主要内容

1. 回看：消费升级扩张阶段
2. 展望：步入稳定增长阶段
3. 此轮调整：似曾相识的经历
4. 09年先抑后扬
5. 再看估值及主要投资策略

# 1.1 汽车产业扩张的I、II阶段

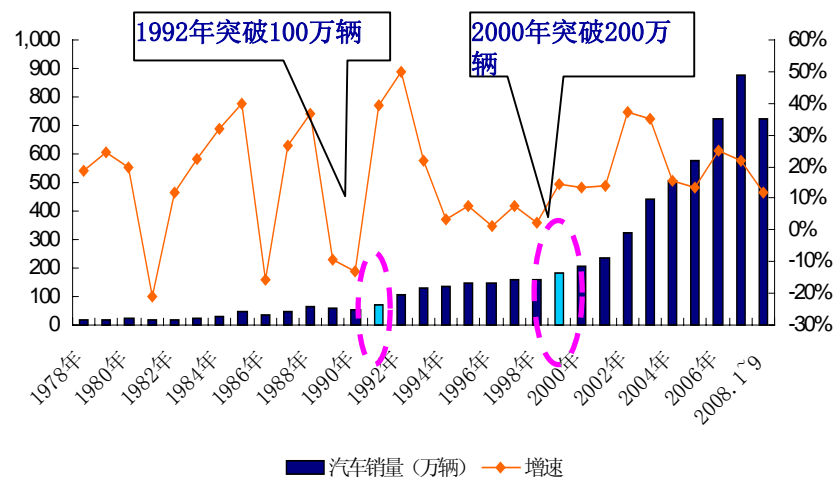
## ■ 汽车产业扩张图



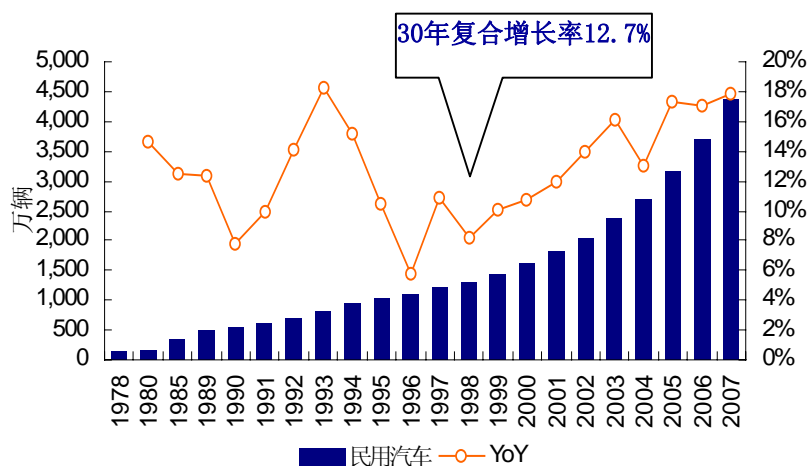
## 1.2 产业扩张阶段高速增长

- 1978-2008年，汽车产业快速发展，民用汽车保有量复合增长率达到12.7%；
- 1990-2007年，私人汽车保有量复合增长率达到23.3%。

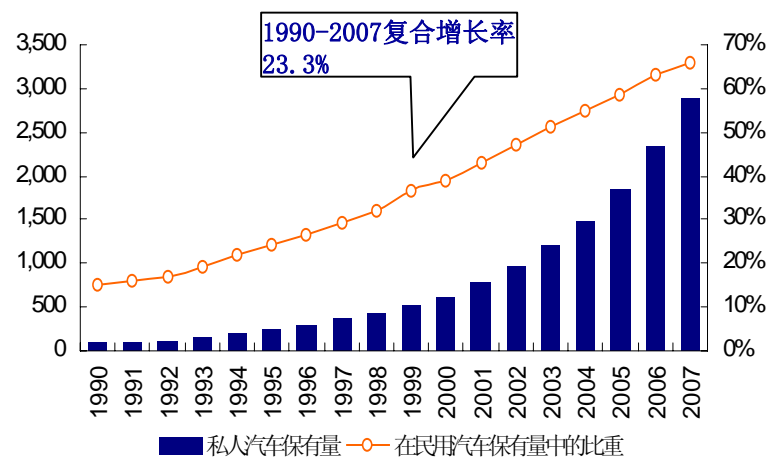
汽车历年销量及增速



民用汽车历年销量及增速



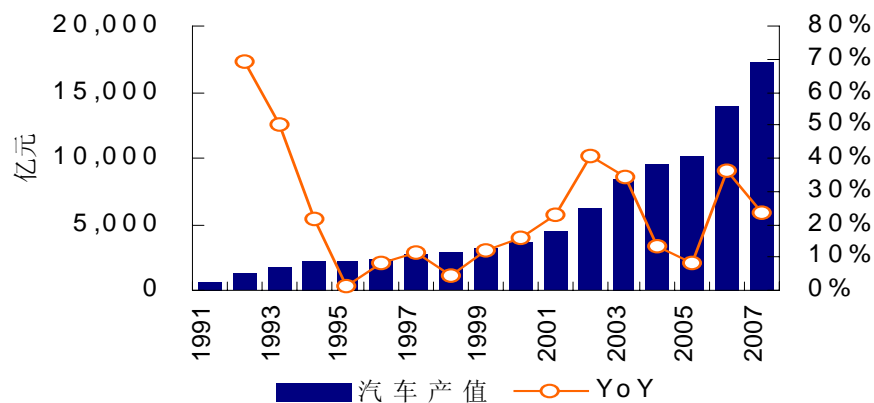
私人汽车保有量 及比重



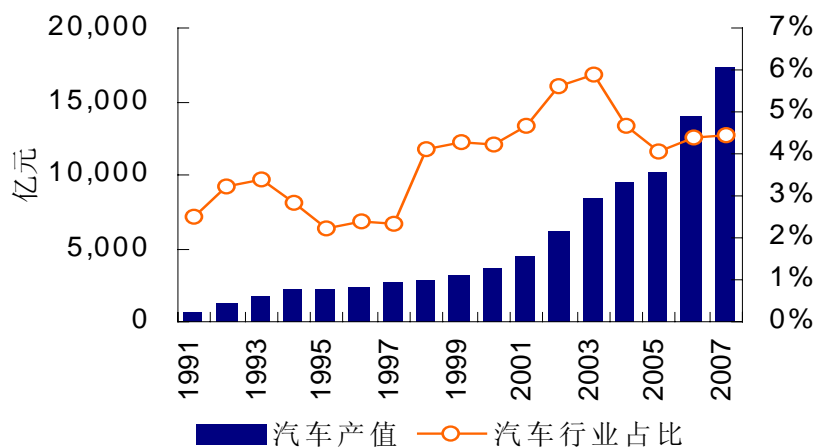
## 1.2 产业扩张阶段高速增长

- 1991-2007年，汽车产值复合增长率为22.12%；
- 2007年汽车增加值在GDP中比重达到1.66%。

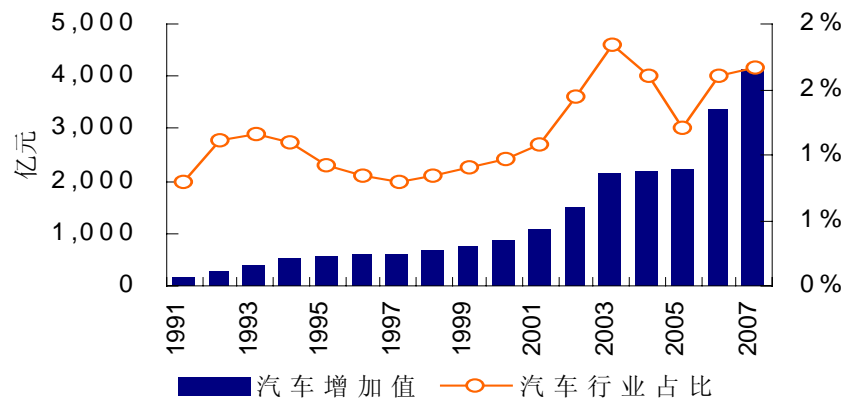
汽车历年产值及增速



汽车产值及在工业总产值中比重



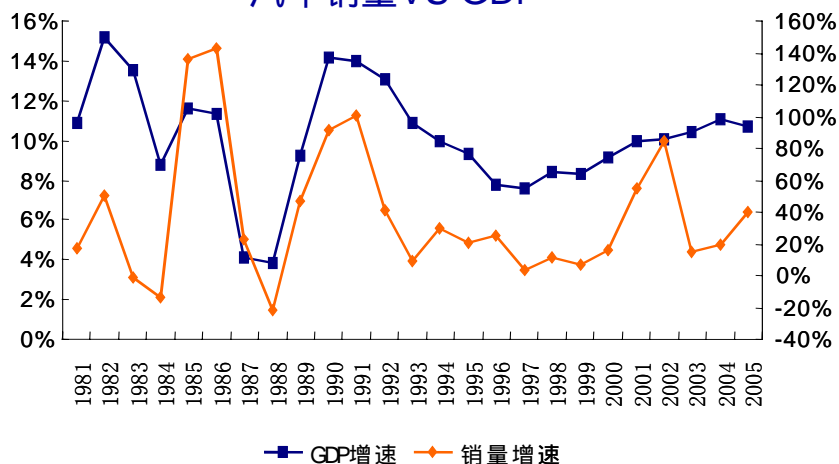
汽车增加值及在GDP中比重



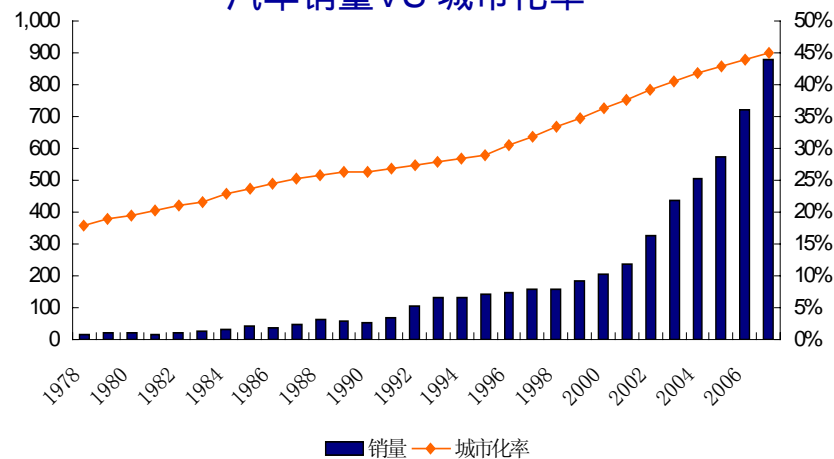
# 1.3 高速增长阶段的驱动要素

■ 驱动要素：GDP、人均可支配收入增长、城市化率提高等是汽车保有量提高的主要驱动要素。

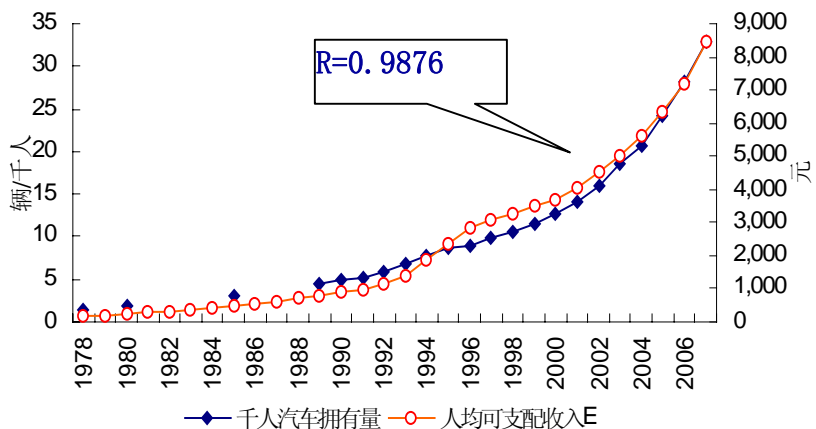
汽车销量VS GDP



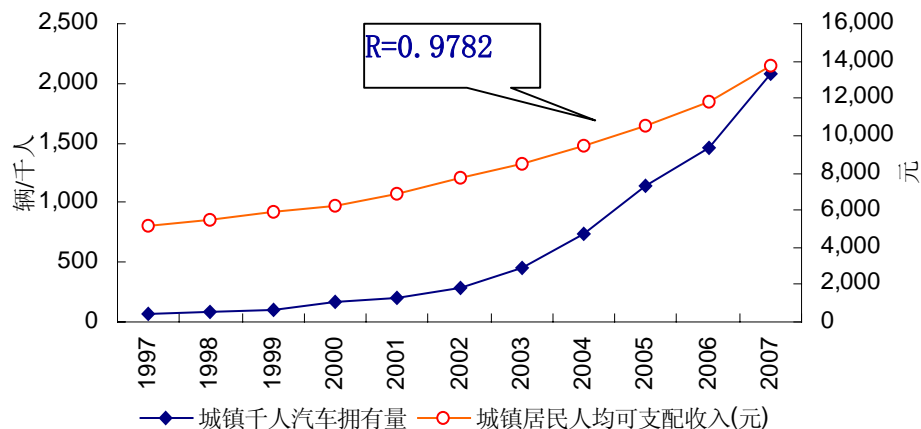
汽车销量VS 城市化率



汽车保有量VS人均可支配收入



城镇居民保有量VS城镇居民人均可支配收入



## 主要内容

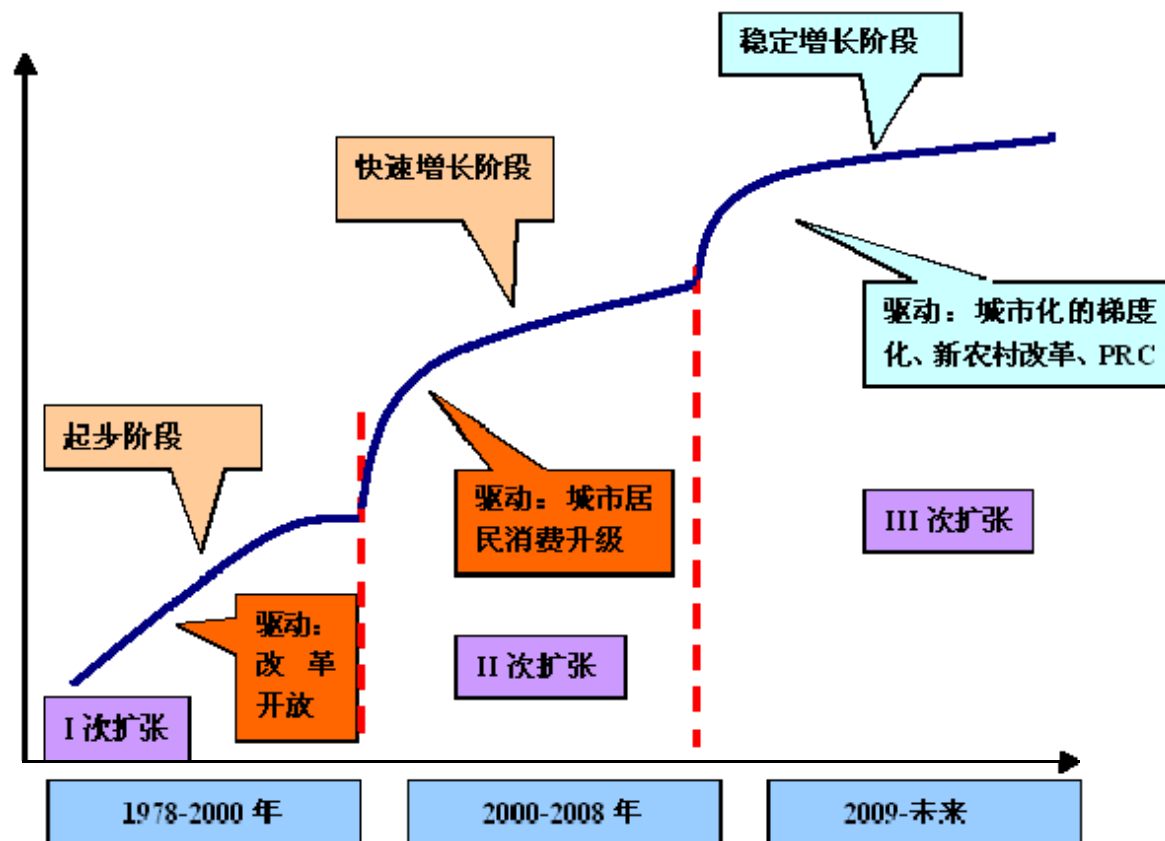
1. 回看：消费升级扩张阶段
2. 展望：步入稳定增长阶段
3. 此轮调整：似曾相识的经历
4. 09年先抑后扬
5. 再看估值及主要投资策略



## 2.1 未来步入稳定增长阶段

- 从09年开始，汽车产业步入扩张的第III阶段：稳定增长阶段；
- 驱动因素：城市化的梯度化、新农村改革（农村居民消费升级）、PRC模式。

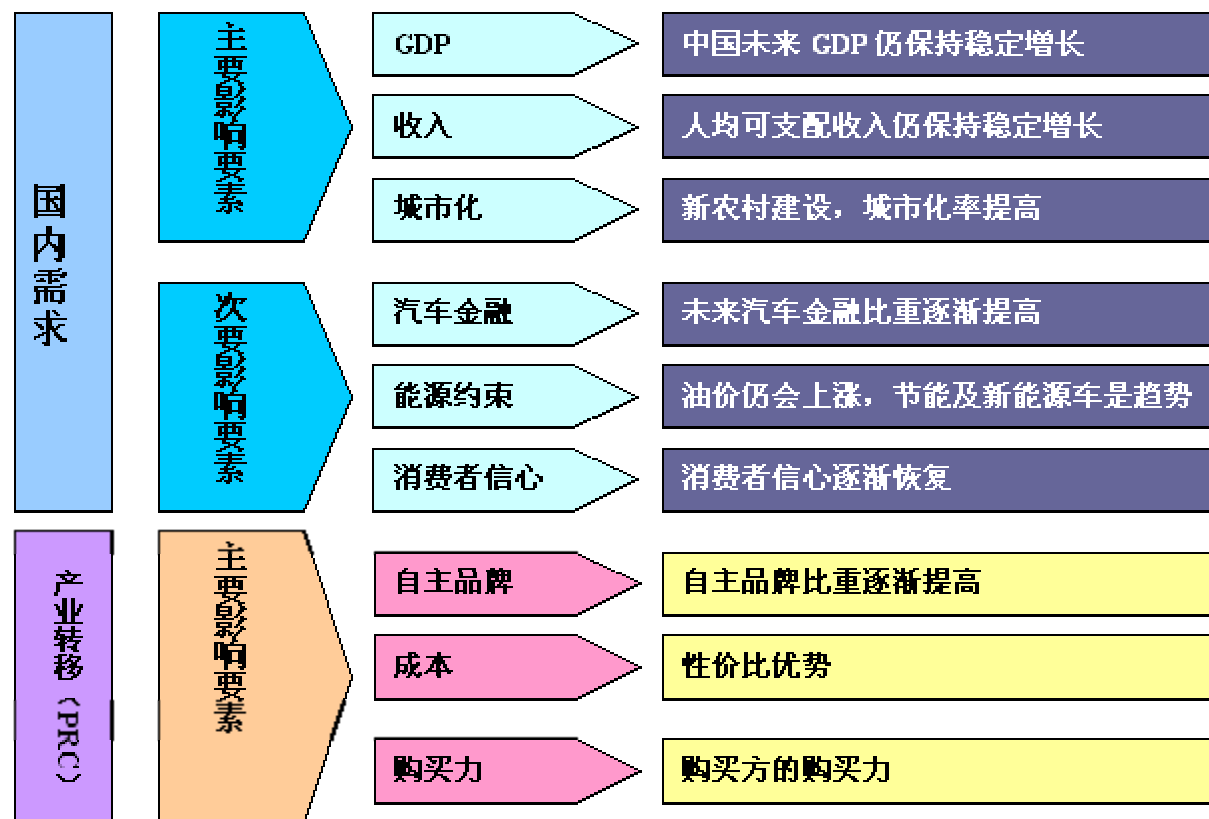
汽车产业扩张的第III阶段



## 2.2 未来需求的主要驱动因素

### ■ 汽车需求影响因素

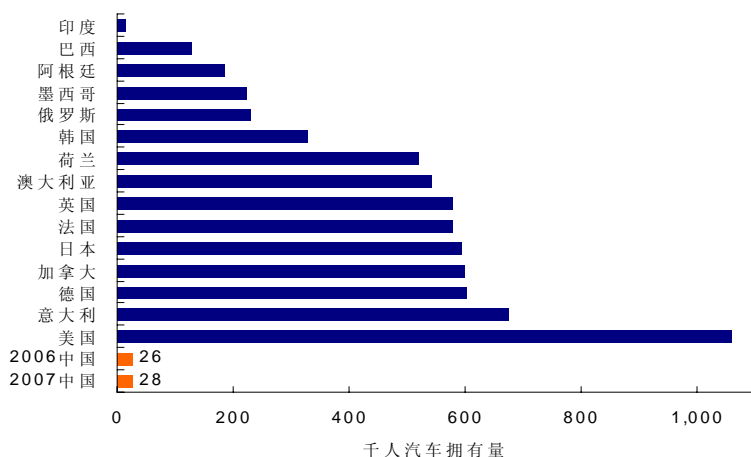
汽车需求的主要驱动因素



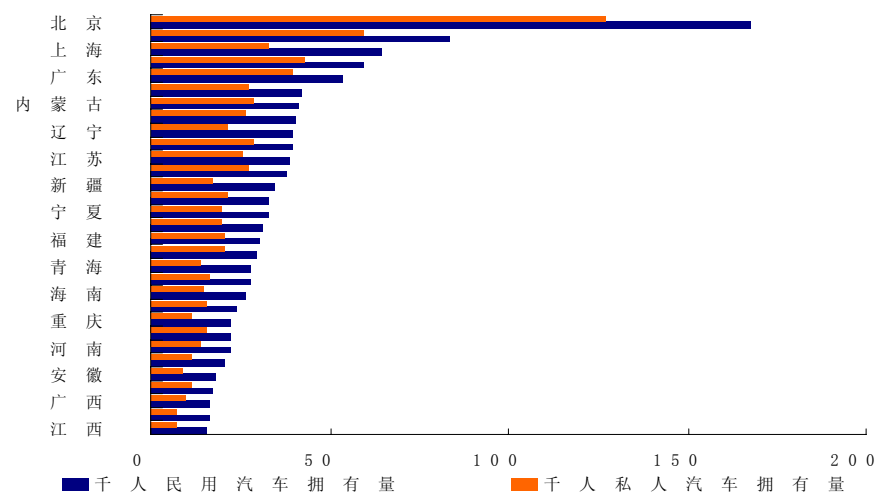
## 2.3 轿车在2012 - 2013年间进入新一轮消费高峰

- 我们认为未来5-10年，汽车需求的主要驱动：城市化的深化，增长点主要在二、三、四线城市，2020年汽车需求的增长点在农村居民的消费升级。

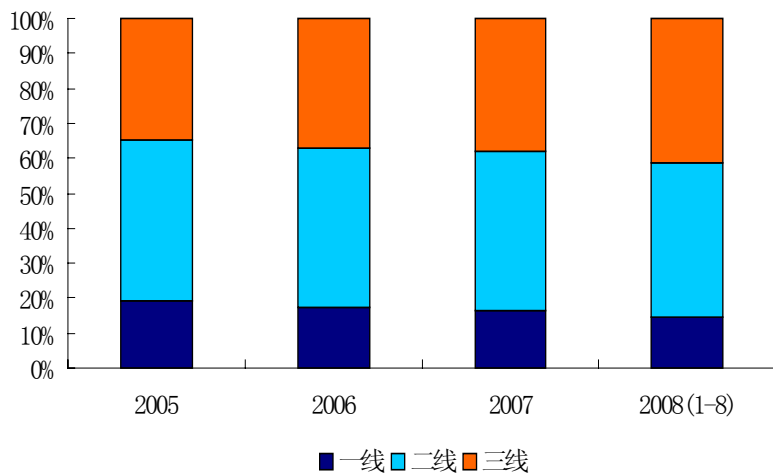
中国与其它国家保有量比较



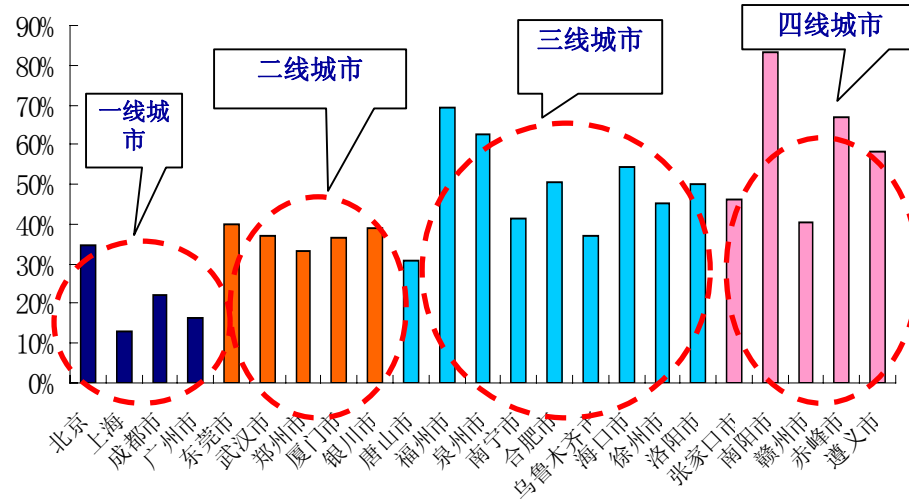
国内不同省保有量比较



一、二、三线城市轿车消费比较



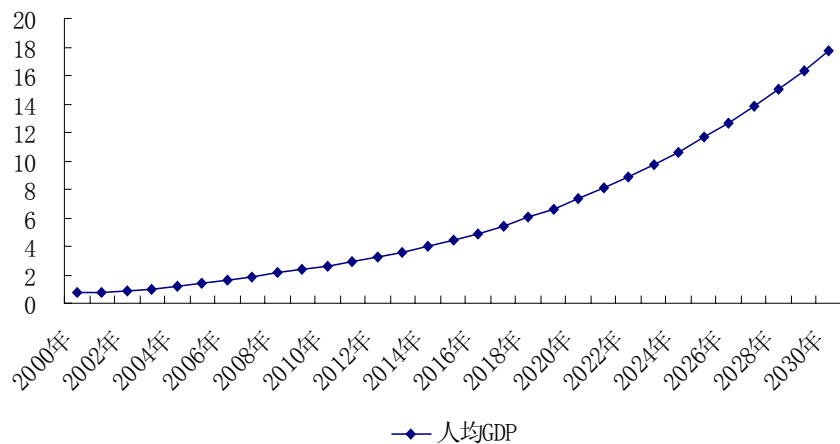
不同城市销量增速



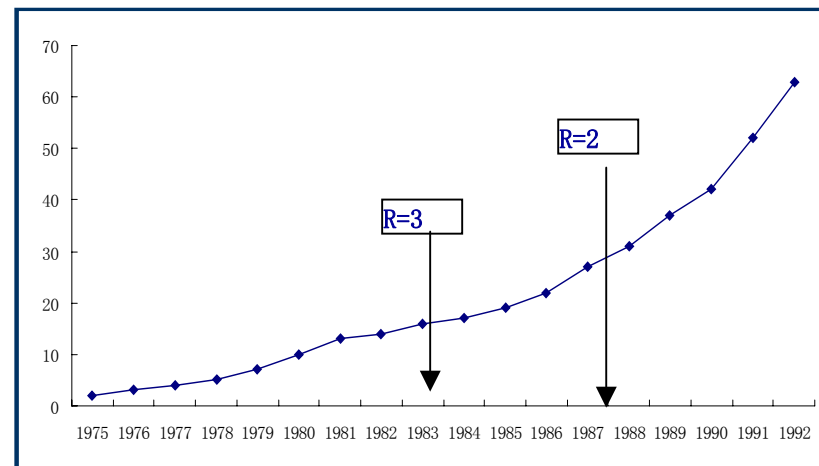
## 2.3 轿车在2012-2013年间进入新一轮消费高峰

- 轿车预测： $R = \text{车价} / \text{人均GDP}$ ； $R$ 在3左右时，汽车开始大量进入家庭；
- 在申万宏观预测人均GDP假设前提下，我们预测2012-2013期间，轿车将大范围进入家庭。

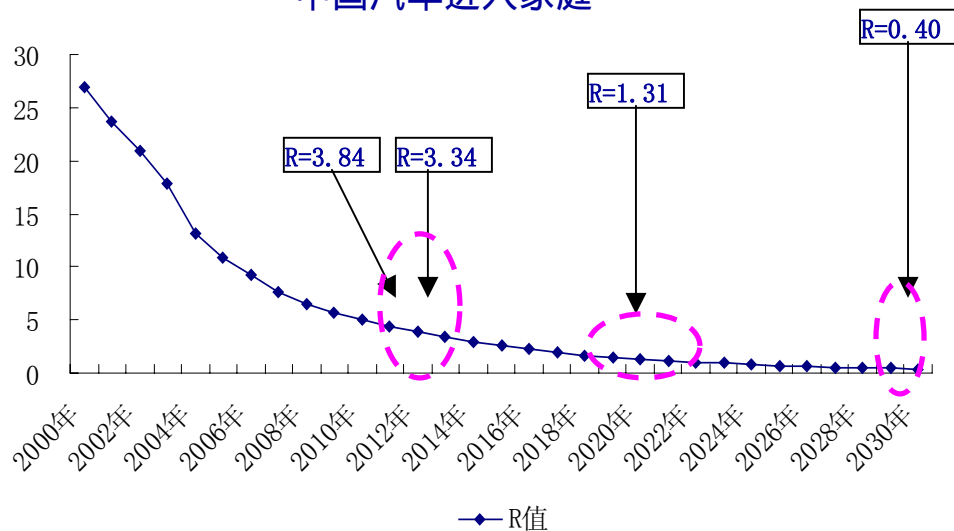
人均GDP的预测



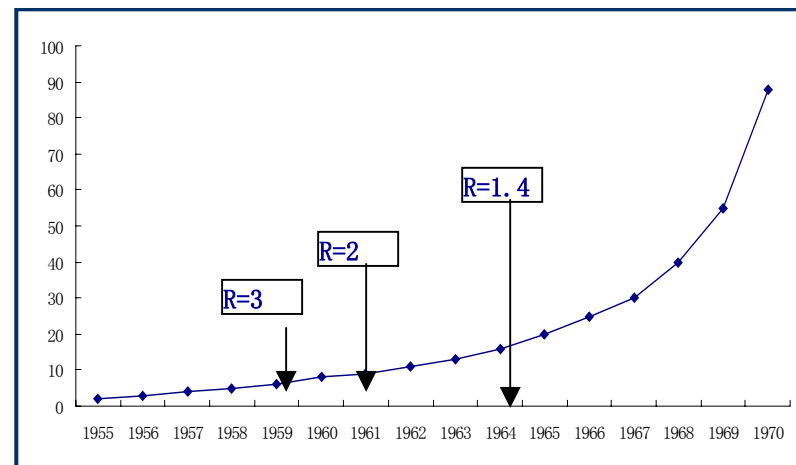
韩国汽车进入家庭



中国汽车进入家庭



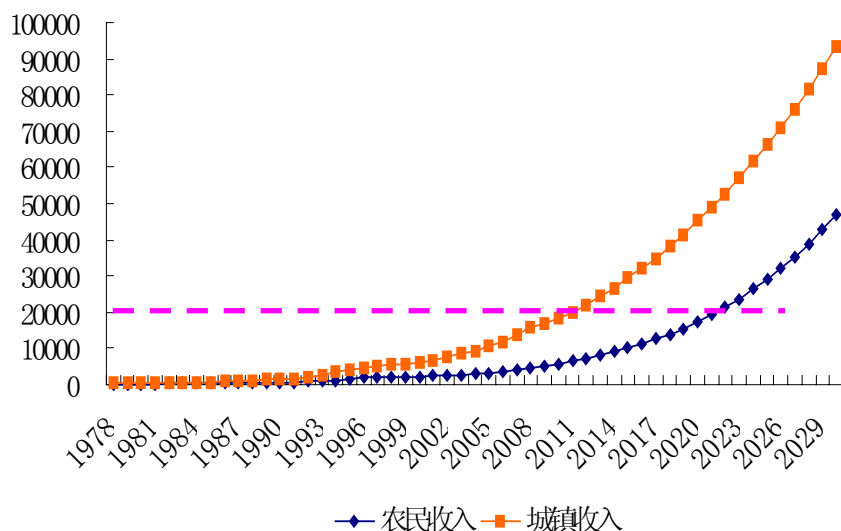
日本汽车进入家庭



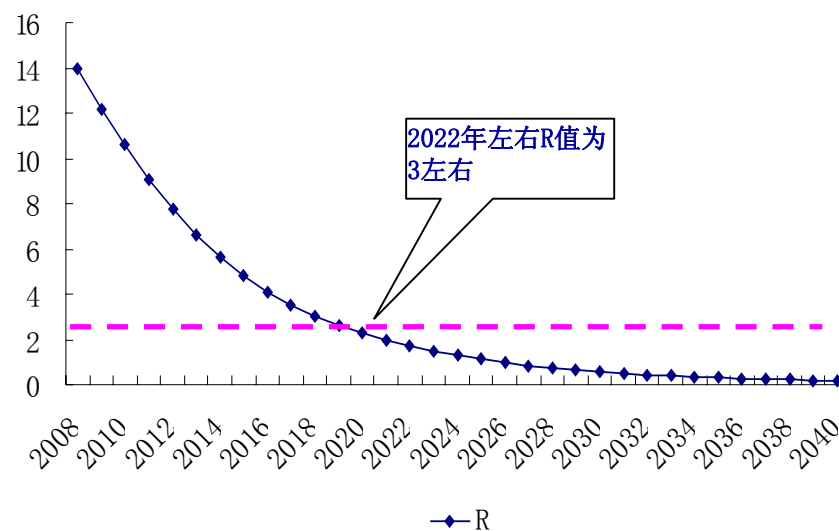
## 2.4 轿车在2021 - 2022年间开始进入农村家庭

- 根据申万宏观对未来经济和人均收入的预测，我们预计2012-2013年汽车进入新一轮消费高峰；2021-2022年汽车开始一定范围内进入农村家庭。

城镇与农村人均收入预测



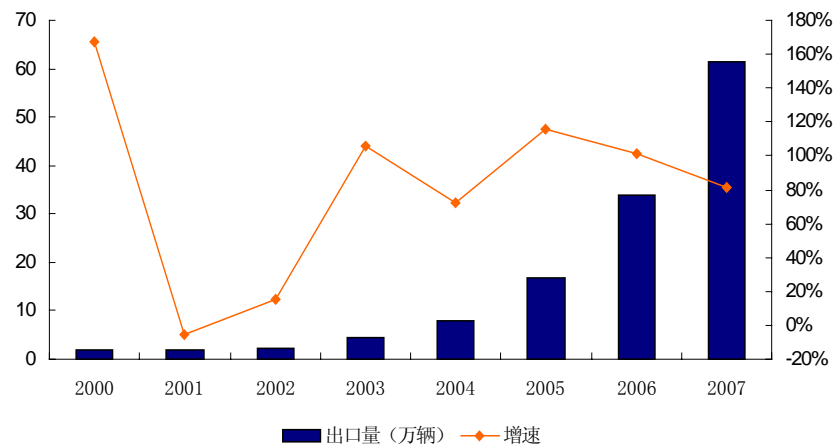
中国汽车进入农村家庭



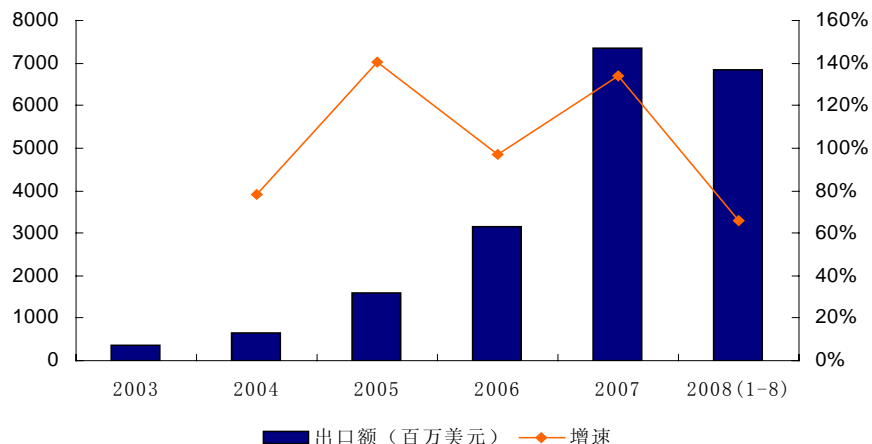
## 2.5 汽车出口空间大

- 自03年以来，汽车出口量CAGR在80%以上；08年出现下滑，但汽车出口量在全球中的比重仍非常低，仅为0.95%左右，预计未来5年出口CAGR为22%左右，2015年出口在全球销量比重为4%左右。

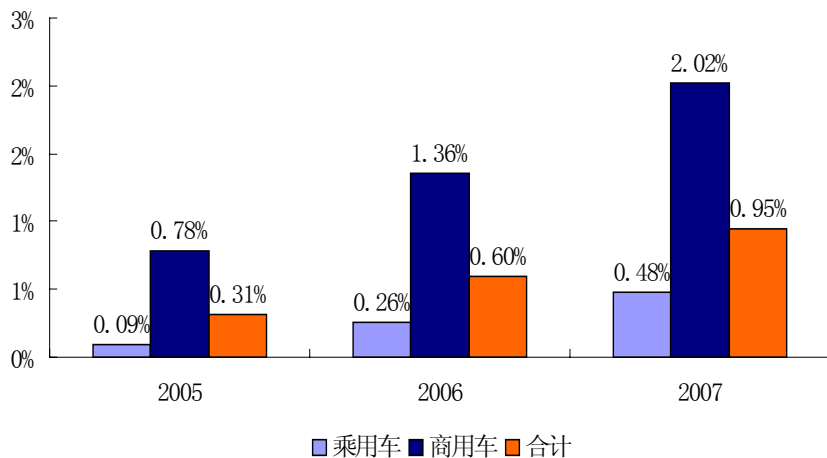
汽车出口量及增速



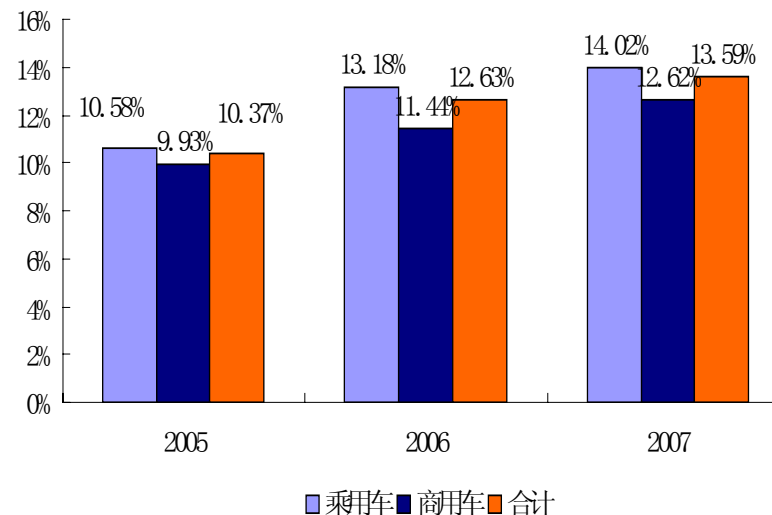
汽车出口额及增速



汽车出口量在全球的比重



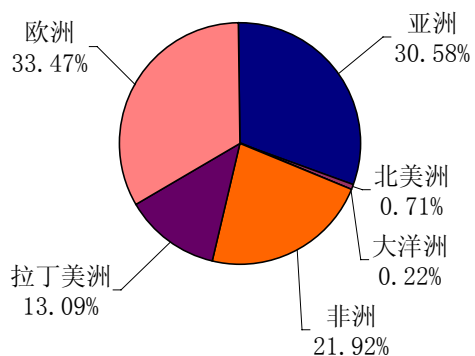
汽车出口在国内的比重



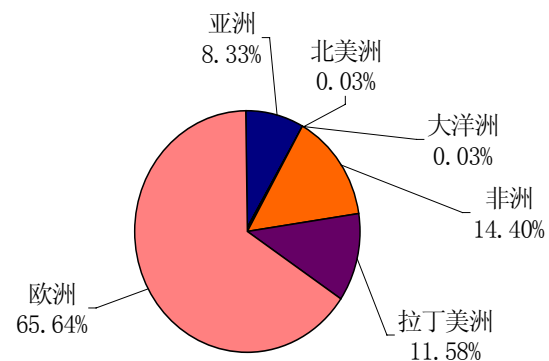
## 2.5 汽车出口空间大

- 汽车出口不仅比重低，且主要出口区域是发展中国家，PRC国家比重达到75%左右。

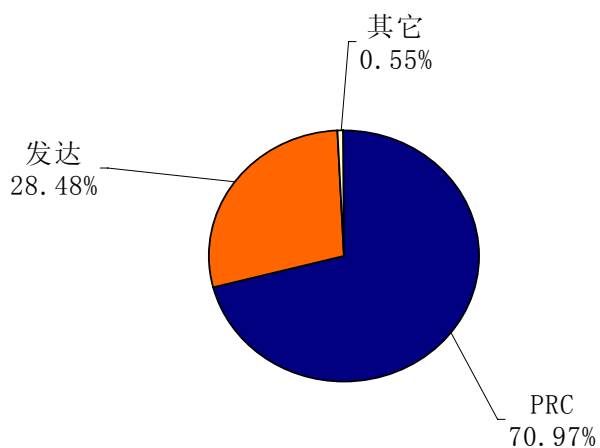
汽车整车出口洲别分布



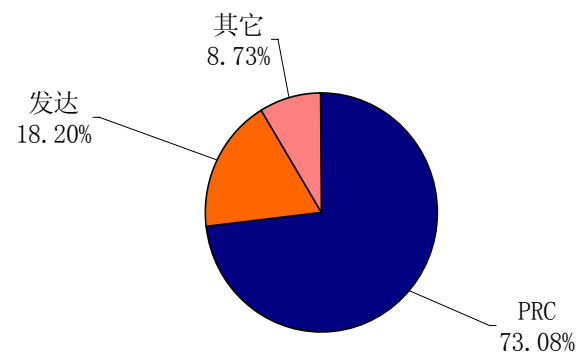
轿车出口洲别分布



货车出口国别分布



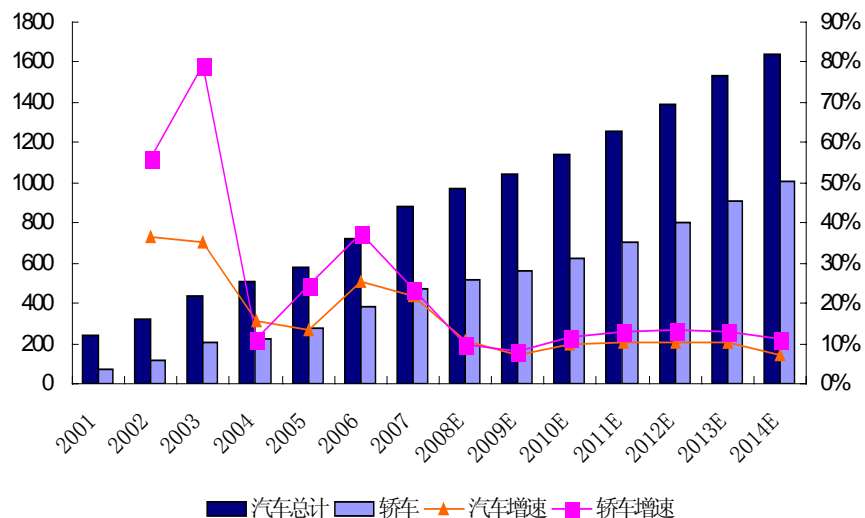
货车出口国别分布



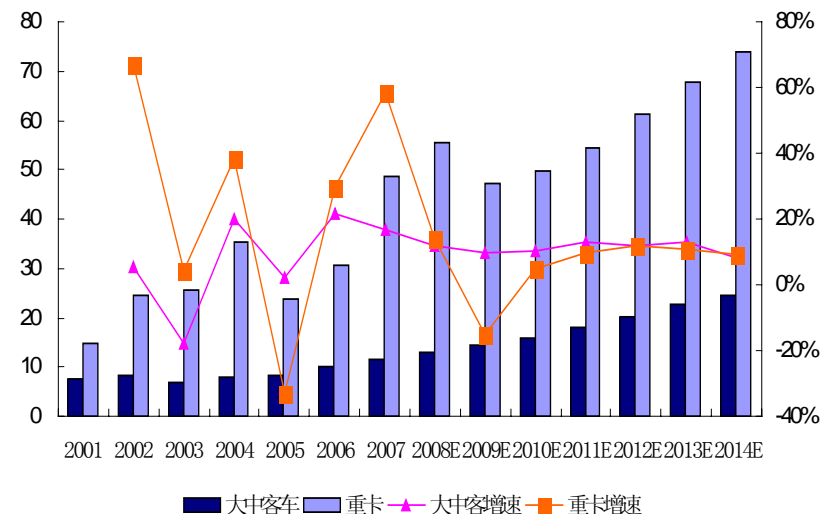
## 2.6 汽车未来5-10年的需求预测

- 预计中国汽车整车未来5年复合增长率为9.51%左右，未来10年复合增长率在5.6%左右。

未来5年汽车、轿车需求预测



未来5年中大客、重卡需求预测



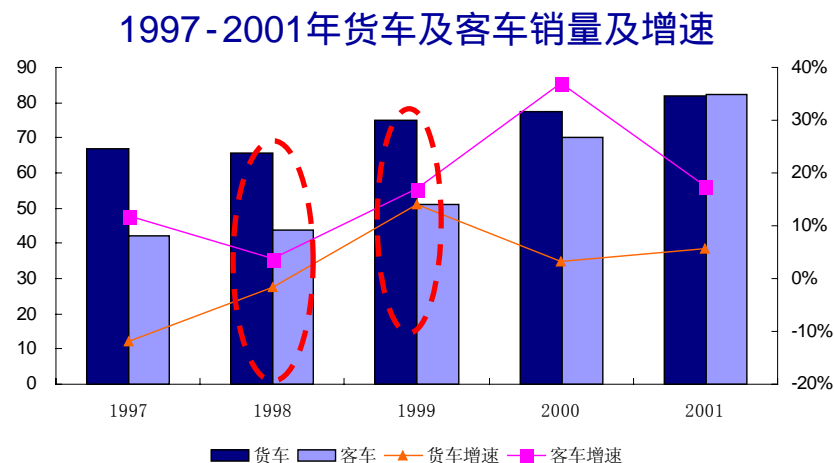
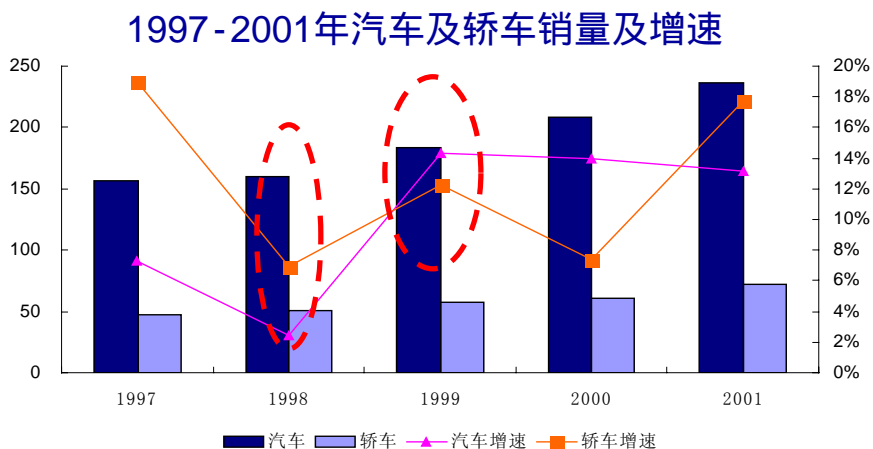
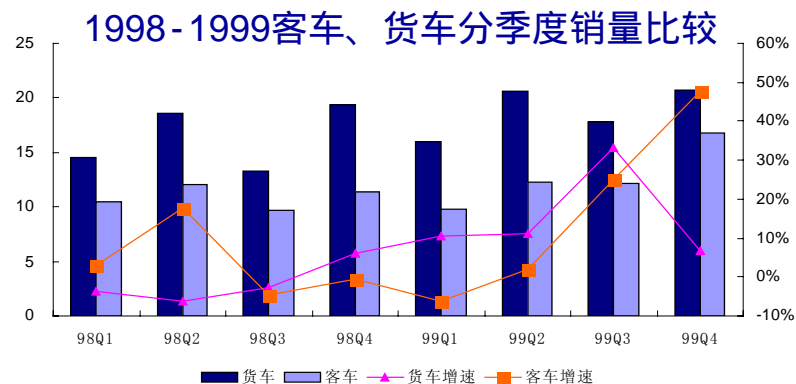
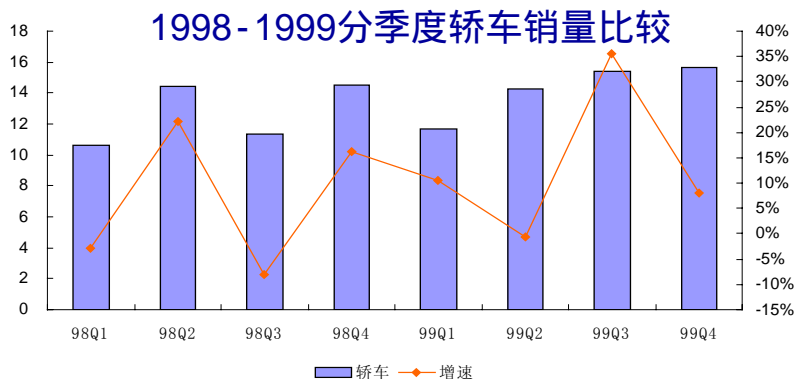


## 主要内容

1. 回看：消费升级扩张阶段
2. 展望：步入稳定增长阶段
3. 此轮调整：似曾相识的经历
4. 09年先抑后扬
5. 再看估值及主要投资策略

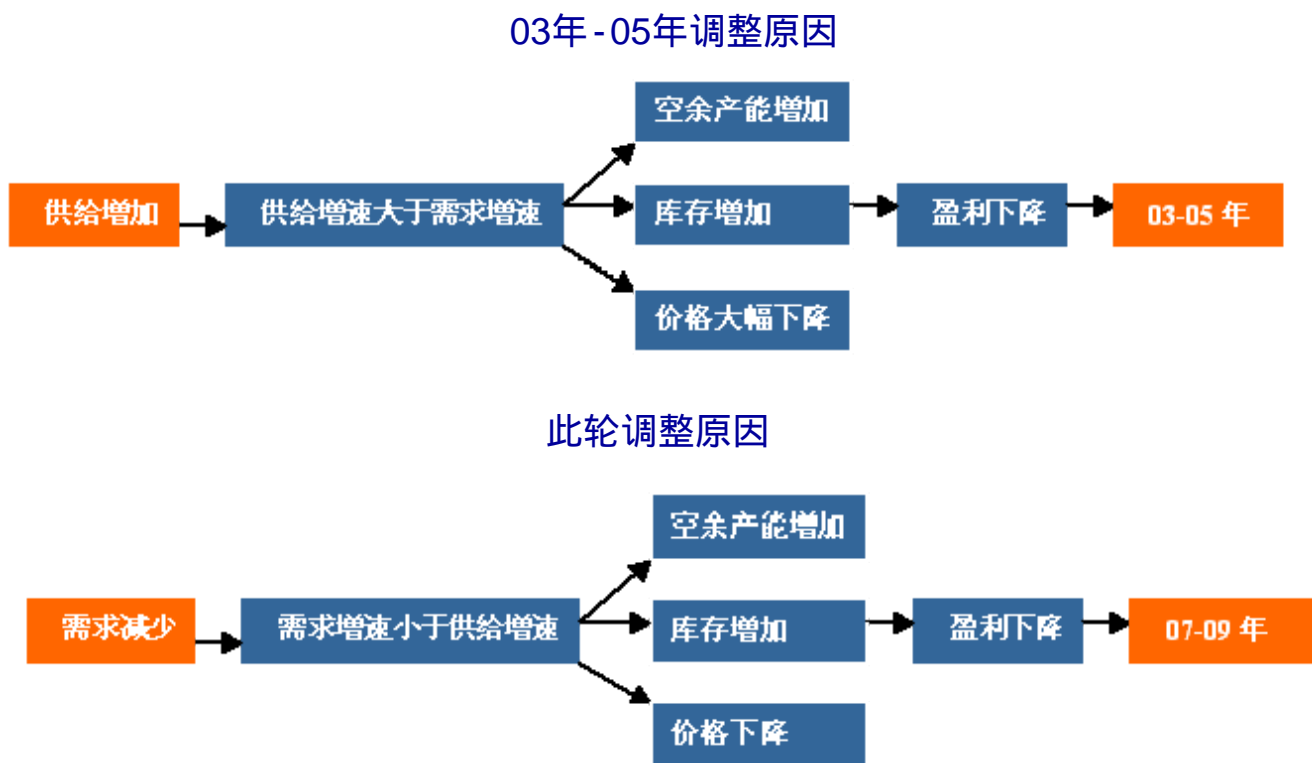
# 3.1 1997 - 1998年财政政策对汽车需求（特别是商用车）具有时滞

■ 国内比较：1997-1998年，经济遭遇类似冲击，1998年实施财政政策等措施刺激经济增长，但1998年汽车需求并未明显回暖，特别是与FAI相关度高的商用车，1998年货车-1.57%（3Q99开始好转）；轿车、客车略好，分别同比增长6.95%和3.7%，政策作用具有一定滞后性。



## 3.2 2003 - 2005年调整与此轮调整动因不同

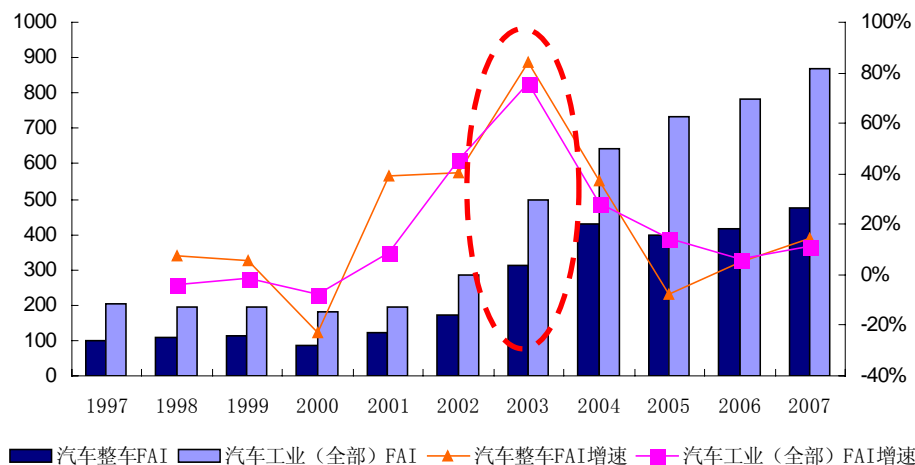
- 国内比较：2003-2005年汽车调整，主要是产能大幅扩张带来的库存增加、价格下跌、盈利下降；此次主要是需求下降带来的盈利下降，二者根本不同。
- 需求何时回暖，行业盈利即开始好转。



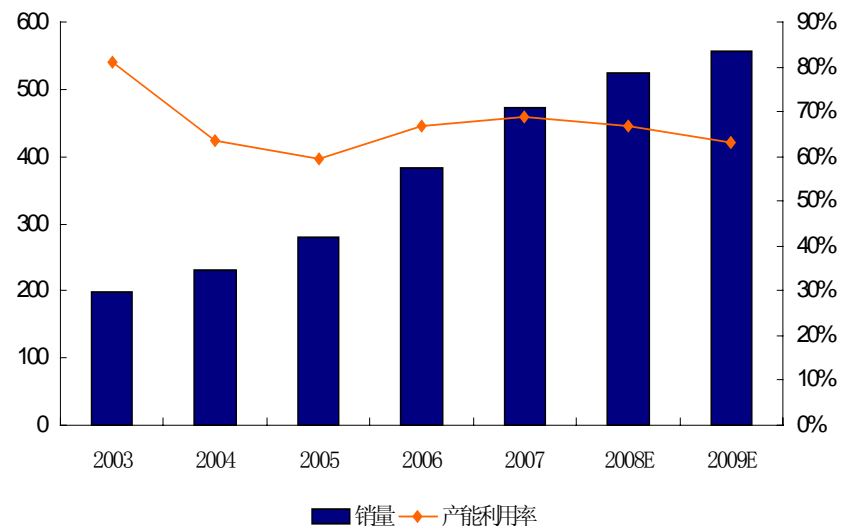
## 3.2 2003 - 2005年调整与此轮调整动因不同

- 国内比较：2003-2005年汽车调整，主要是产能大幅扩张带来的库存增加、价格下跌、盈利下降；此次主要是需求下降带来的盈利下降，二者根本不同。
- 需求何时回暖，行业盈利即开始好转。

1997 - 2007年汽车投资规模比较



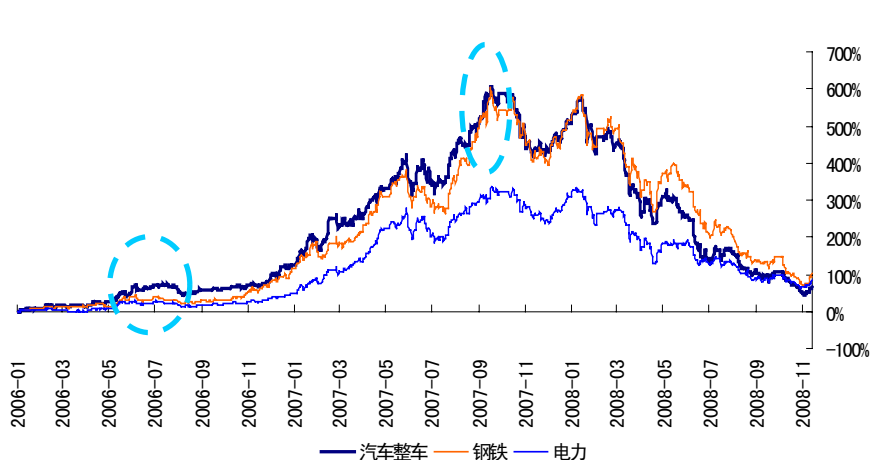
轿车产能利用率比较



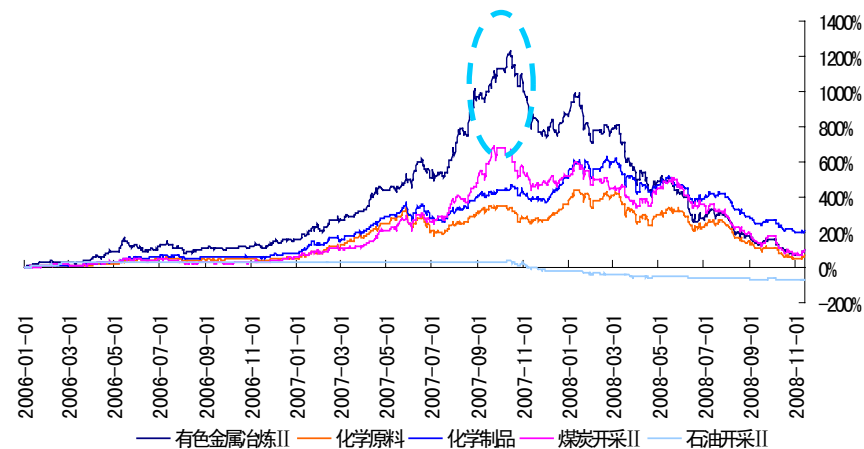
# 3.3 03 - 05年、06 - 08年制造业盈利与股市表现关系

■ 06-07年，制造业中汽车股最先开始反弹；08年股市中汽车股最先开始调整。

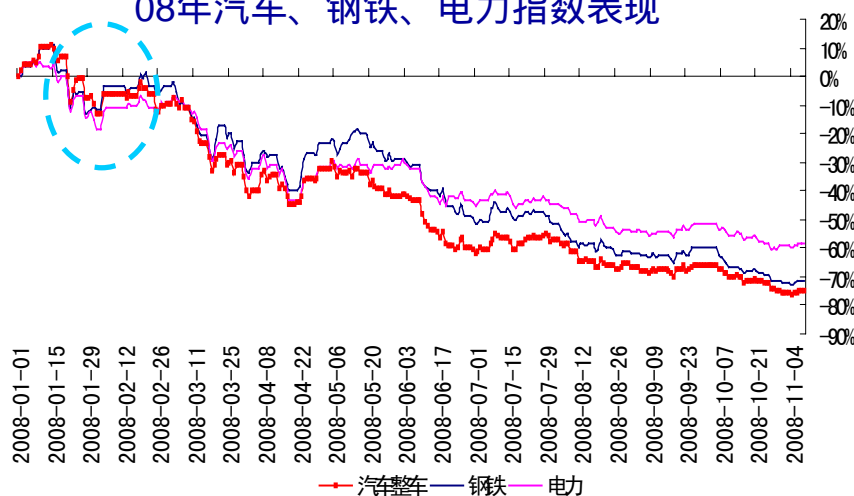
06-07年汽车、钢铁、电力指数表现



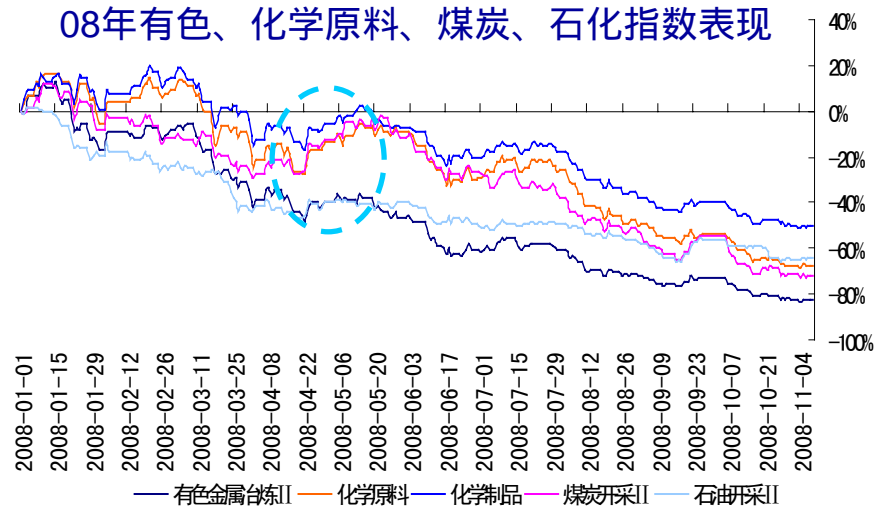
06-07年有色、化学原料、煤炭、石化指数表现



08年汽车、钢铁、电力指数表现



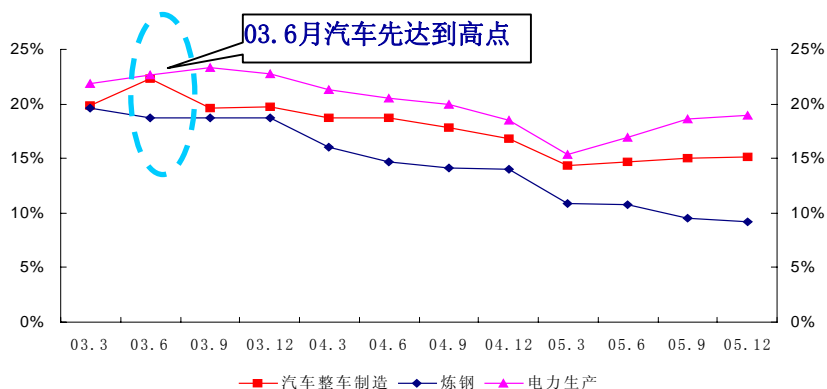
08年有色、化学原料、煤炭、石化指数表现



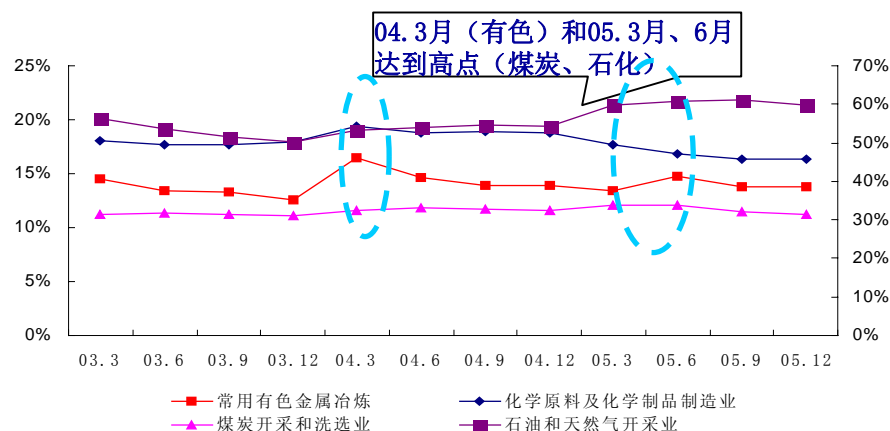
# 3.3 03-05年、06-08年制造业盈利与股市表现关系

■ 03-05年经济从高点到低点，汽车毛率先到高点，开始衰退；06-07年经济从低点到高点，汽车毛率先复苏，先达到高点。

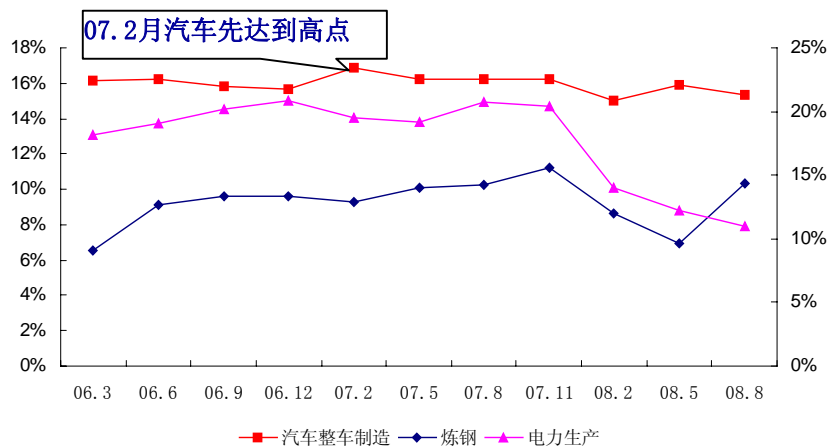
03-05年汽车、钢铁、电力毛利率比较



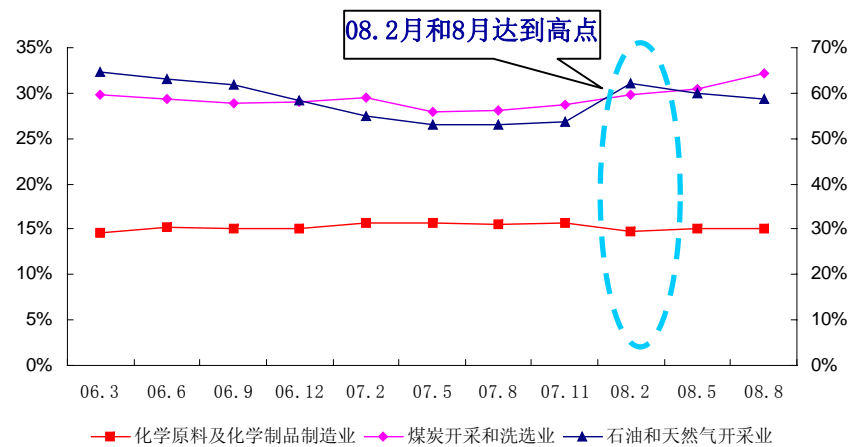
03-05年有色、煤炭、化学原料及石化毛利率比较



06-08年汽车、钢铁、电力毛利率比较



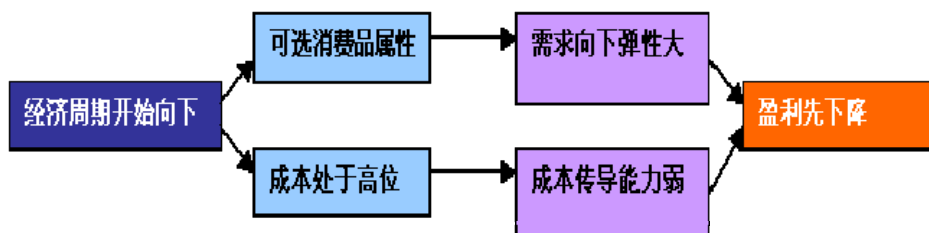
06-08年有色、煤炭、化学原料及石化毛利率比较



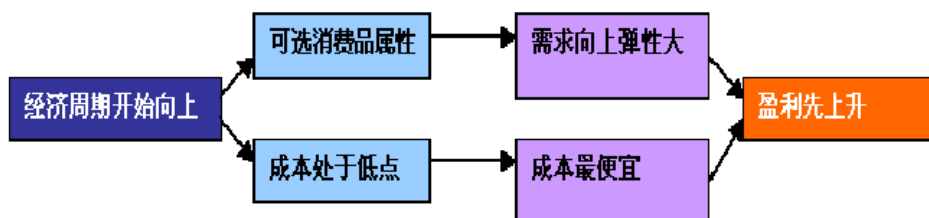
### 3.4 经济循环中产业轮动的动因

- 产业轮动的根本原因：可选消费品的属性及成本传导能力。
- 结论：汽车行业复苏（非阶段性复苏，经济开始好转背景下）或将先于其它上游制造业。

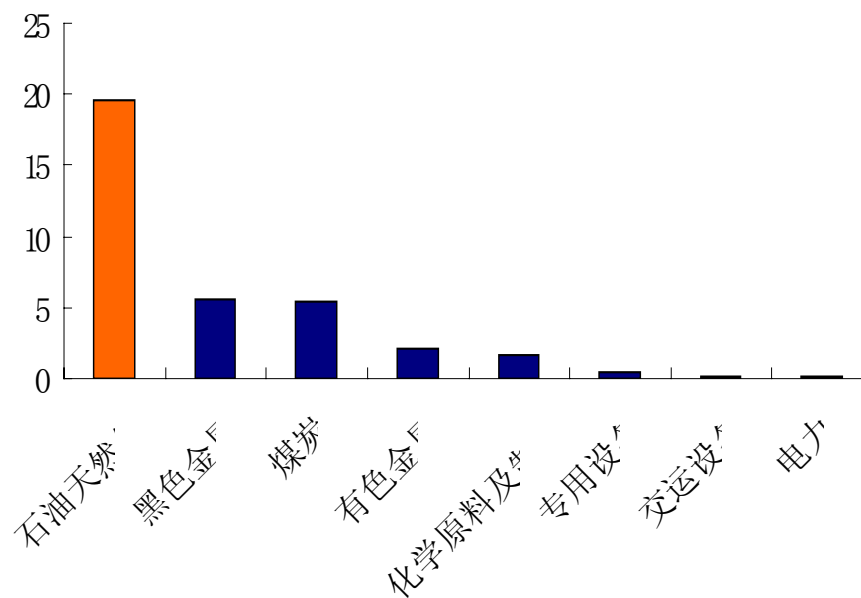
周期开始向下时的驱动因素



周期开始向上时的驱动因素



主要制造业成本传导能力比较



## 主要内容

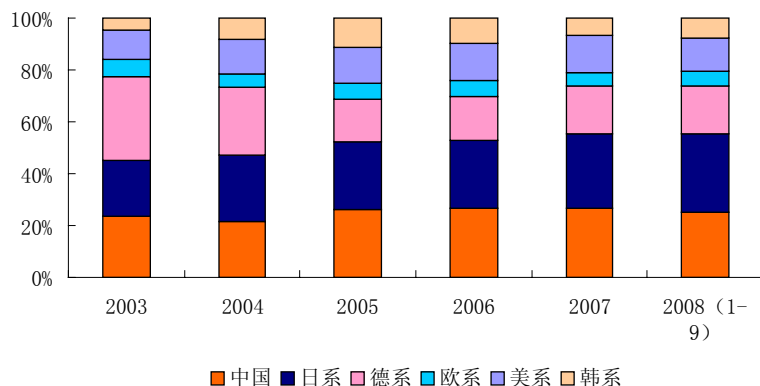
1. 回看：消费升级扩张阶段
2. 展望：步入稳定增长阶段
3. 此轮调整：似曾相识的经历
4. 09年先抑后扬
5. 再看估值及主要投资策略



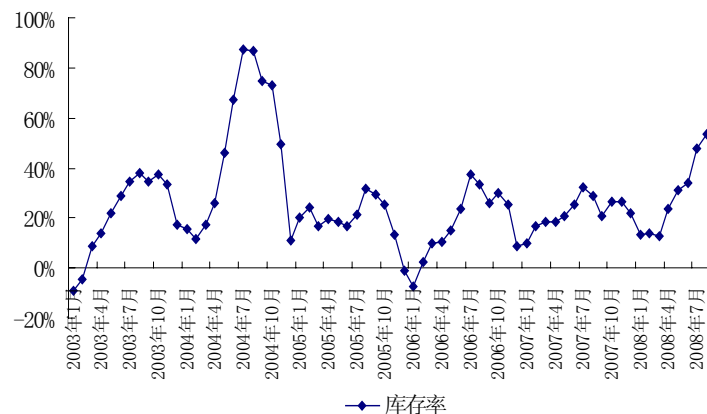
# 4.1 轿车：09年下半年开始回暖

■ 轿车：经济向下时，收入下降、财富缩水导致产品结构下移；自主品牌出口受影响；库存增加；价格下降，盈利向下，预计09年轿车销量增速为7.8%，下半年开始回暖。

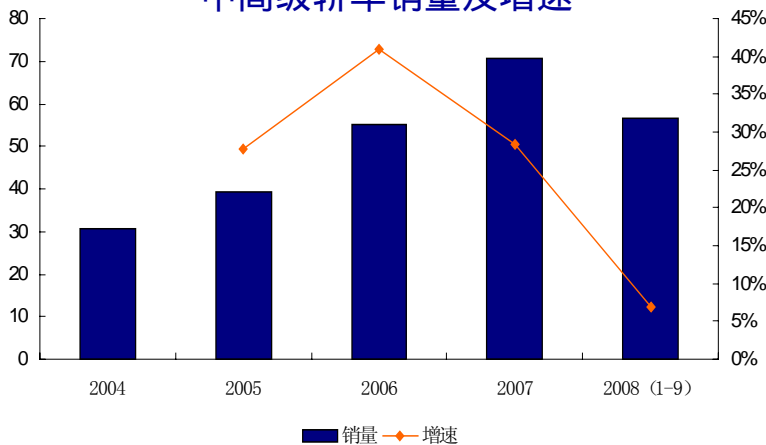
不同系别轿车比重



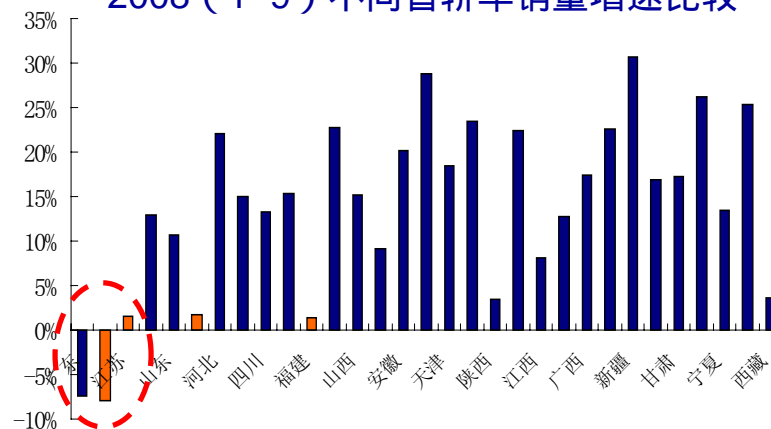
轿车库存率比较



中高级轿车销量及增速



2008 (1-9) 不同省轿车销量增速比较

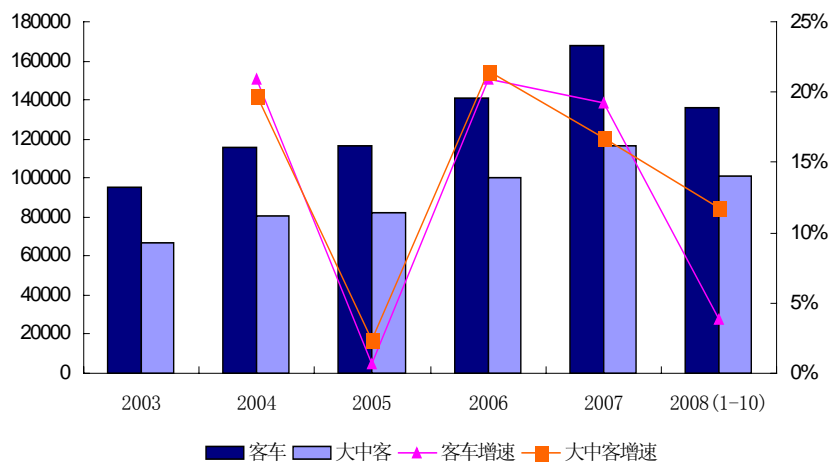




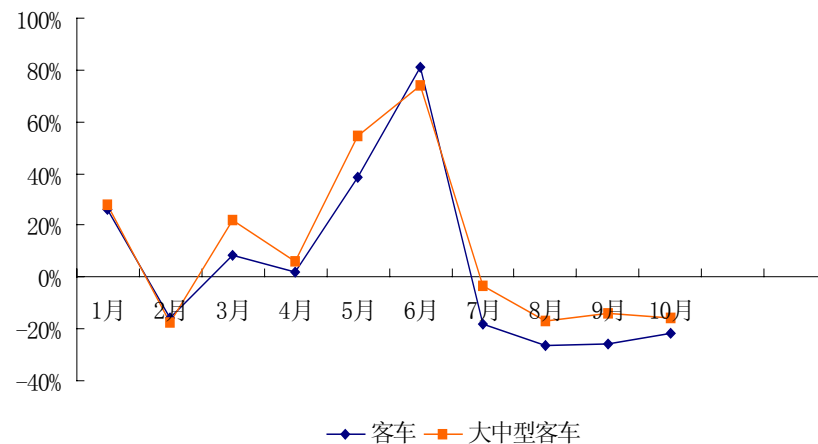
## 4.2 大中客车：需求放缓，市场份额和盈利向龙头集中

- 客车：关注结构变化及企业分化，需求放缓加速部分企业的盈利恶化，市场份额和盈利向龙头企业集中；09年3季度同比正增长概率较大。

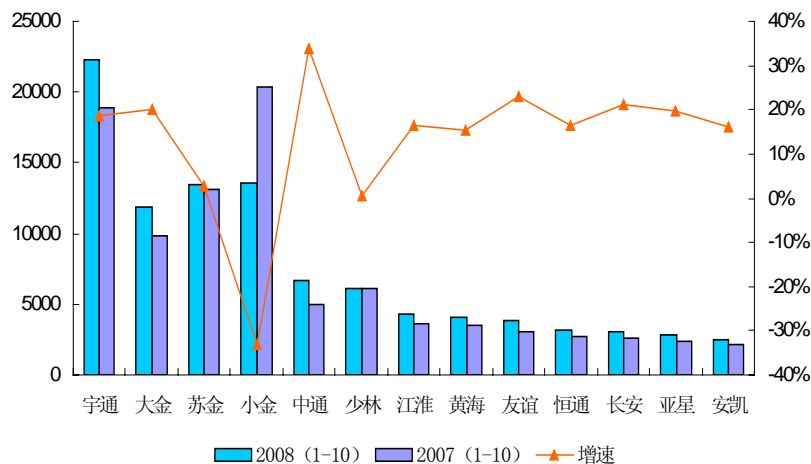
客车及大中客销量比较



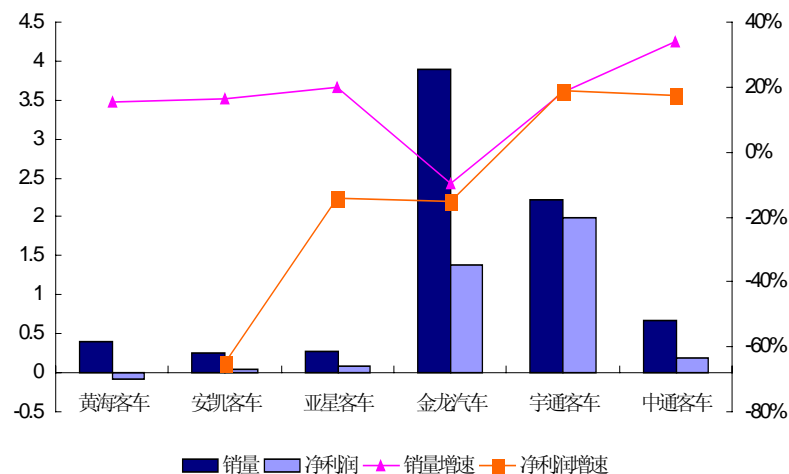
08年单月客车及大中客增速比较



08年(1-10)主要客车企业销量比较

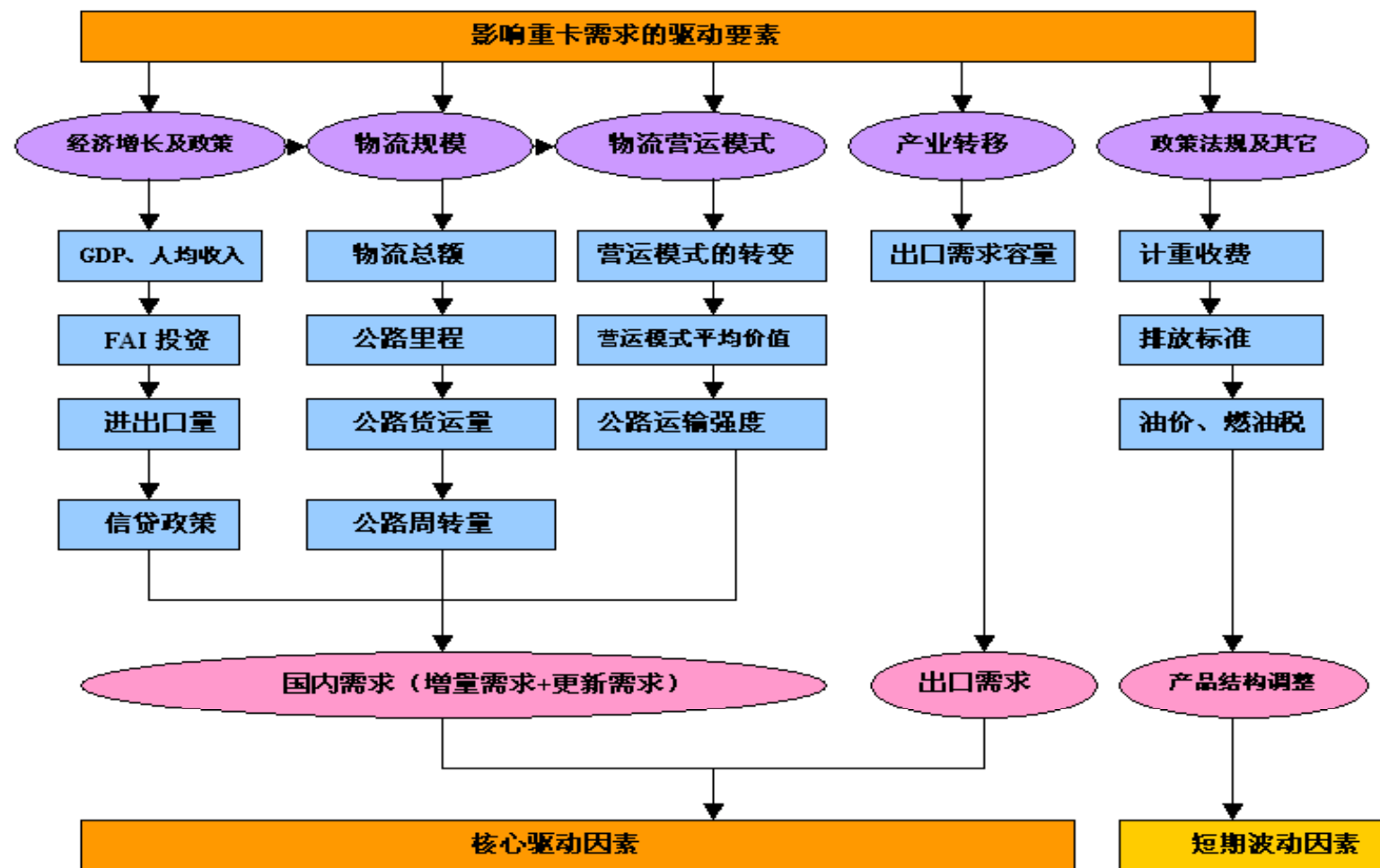


客车上市公司08年盈利比较 (亿元、万辆)



## 4.3 重卡：超预期的政策或将带来好于市场预期的需求

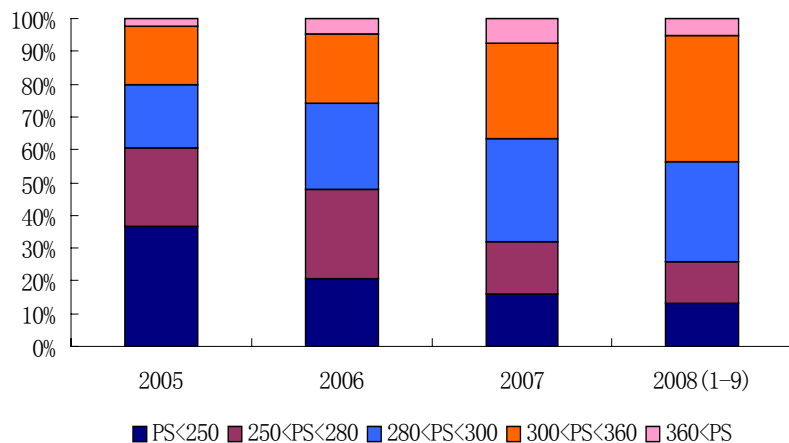
- 重卡：与经济相关度较高，受FAI增速下降、物流规模增速的下降，重卡中工程车、矿山车、物流用车需求均将下滑，预计09年销量同比下降15%左右。



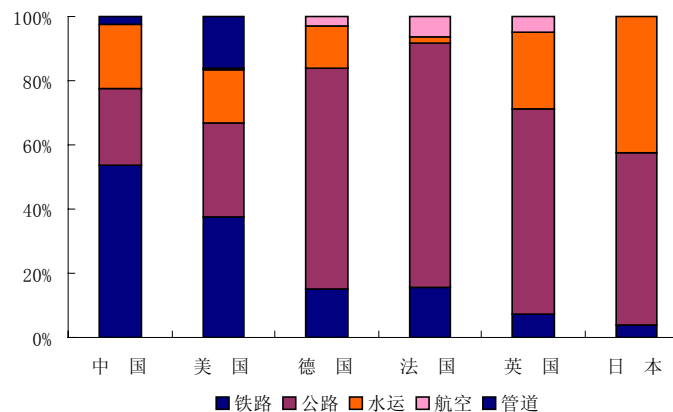
## 4.3 重卡：超预期的政策或将带来好于市场预期的需求

- 重卡将出现结构性分化和增长，大马力车型（300马力以上）比重逐渐加大。投资政策执行力度或将导致重卡需求好于市场预期；预计3季度将同比正增长。

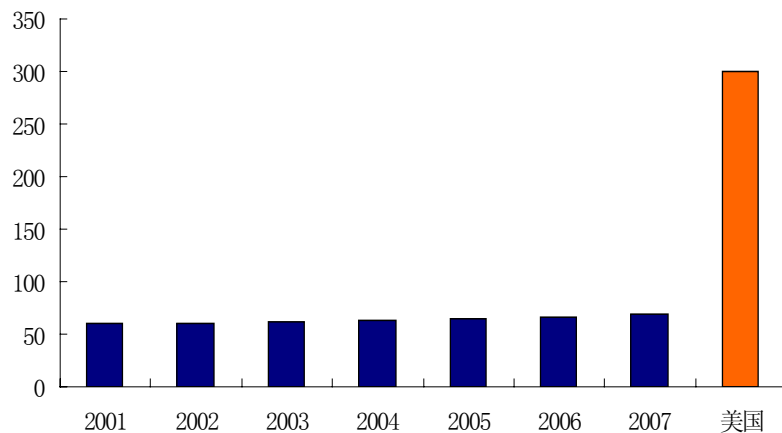
重卡不同马力车型比重



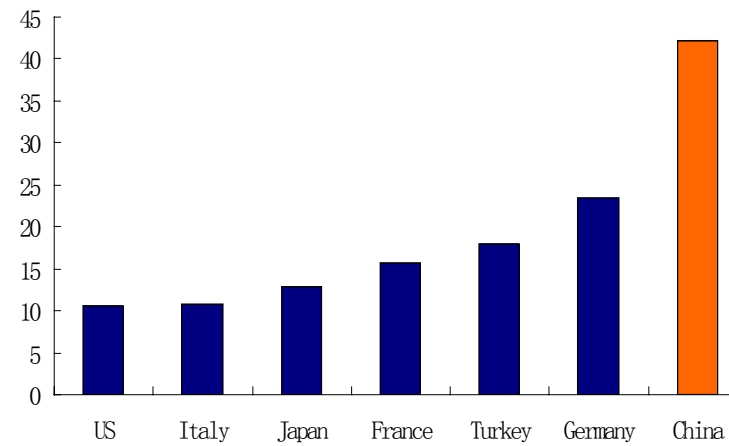
不同国家货运周转构成



中国与美国重卡平均运距比较（公里）



单位公路货运周转量重卡需求国际比较（辆/亿吨公里）



## 4.4 大中客及重卡出口

- 09年商用车出口增速放缓，预计为15%左右，俄罗斯、智利、沙特等信用风险较小；其它国家需注意信用风险问题。

商用车出口国、PRC国、并购国比较

货车	比重	客车	比重	PRC国家	并购国
越南	20.17%	伊朗	17.90%	沙特阿拉伯	澳大利亚
阿尔及利亚	10.13%	南非	14.09%	科威特	巴西
俄罗斯联邦	7.10%	沙特阿拉伯	9.55%	利比亚	加拿大
叙利亚	6.54%	俄罗斯联邦	6.28%	挪威	加纳
伊朗	5.42%	阿尔及利亚	4.75%	卡塔尔	几内亚
南非	4.18%	叙利亚	4.34%	阿联酋	牙买加
智利	3.63%	埃及	3.65%	俄罗斯	哈萨克斯坦
安哥拉	2.88%	阿联酋	3.64%	智利	秘鲁
伊拉克	2.23%	秘鲁	3.46%	瑞典	波兰
摩洛哥	2.05%	安哥拉	3.02%		南非
乌克兰	2.02%	尼日利亚	2.30%		苏丹
哈萨克斯坦	1.84%	埃塞俄比亚	1.60%		乌克兰
哥伦比亚	1.76%	朝鲜	1.41%		赞比亚
秘鲁	1.51%	古巴	1.39%		
尼日利亚	1.46%	菲律宾	1.31%		
乌拉圭	1.43%	乌克兰	1.28%		
埃及	1.42%	马来西亚	1.24%		
古巴	1.35%	卡塔尔	1.12%		
沙特阿拉伯	1.32%	哈萨克斯坦	0.94%		

## 4.5 09年行业需求及盈利预测

- 预计09年汽车整车销量增速为7.07%，行业利润同比下降15.45%，行业回暖在09年下半年。

不同车型汽车销量预测

	2005	2006	2007	08.1~9	2008E	2009E
汽车总计	575.82	721.55	879.15	722.91	971.75	1040.49
乘用车	397.11	517.54	629.75	510.32	697.26	753.85
轿车	278.74	382.83	472.66	378.91	519.93	560.48
MPV	15.58	19.11	22.57	15.43	21.67	21.24
SUV	19.64	23.81	35.74	33.45	45.03	50.43
交叉型乘用车	83.15	91.79	98.78	82.53	110.63	121.70
商用车	178.71	204.01	249.40	212.60	274.49	286.64
重卡	23.66	30.73	48.75	47.69	55.57	47.24
中卡	19.43	20.19	23.67	16.65	21.78	20.04
轻卡	85.36	95.09	110.49	94.79	123.75	138.60
微卡	23.34	29.11	31.54	27.26	37.22	42.80
大客	2.90	3.17	4.01	3.34	4.78	5.54
中客	6.19	6.92	7.86	5.74	7.63	7.47
轻客	17.82	18.80	23.07	17.13	23.76	24.95

09年汽车整车盈利预测

	2008(1-8)	2008E	2009E
收入	81406.41	11510.00	11670.57
成本	68928.12	9737.46	9978.34
销售税金及附加	2354.13	332.85	337.28
销售费用	3081.76	435.73	441.81
管理费用	3376.92	477.46	466.82
财务费用	50.35	7.12	7.22
利润	423.71	519.38	439.11

不同车型汽车销量增速预测

	2005	2006	2007	08.1~9	2008E	2009E
汽车总计	13.54%	25.31%	21.84%	11.94%	10.53%	7.07%
乘用车	21.40%	30.33%	21.68%	11.36%	10.72%	8.12%
轿车	24.31%	37.34%	23.46%	10.19%	10.00%	7.80%
MPV	42.76%	22.62%	18.14%	-6.66%	-4.00%	-2.00%
SUV	20.63%	21.23%	50.09%	32.90%	26.00%	12.00%
交叉型乘用车	9.87%	10.40%	7.62%	13.55%	12.00%	10.00%
商用车	-0.75%	14.16%	22.25%	13.35%	10.06%	4.43%
重卡	-33.19%	29.89%	58.64%	27.22%	14.00%	-15.00%
中卡	-4.90%	3.91%	17.24%	-7.61%	-8.00%	-8.00%
轻卡	11.41%	11.40%	16.19%	12.79%	12.00%	12.00%
微卡	15.33%	24.72%	8.36%	20.25%	18.00%	15.00%
大客	14.54%	9.44%	26.56%	20.32%	19.00%	16.00%
中客	-7.46%	11.73%	13.61%	-2.47%	-3.00%	-2.00%
轻客	-1.71%	5.47%	22.73%	2.74%	3.00%	5.00%

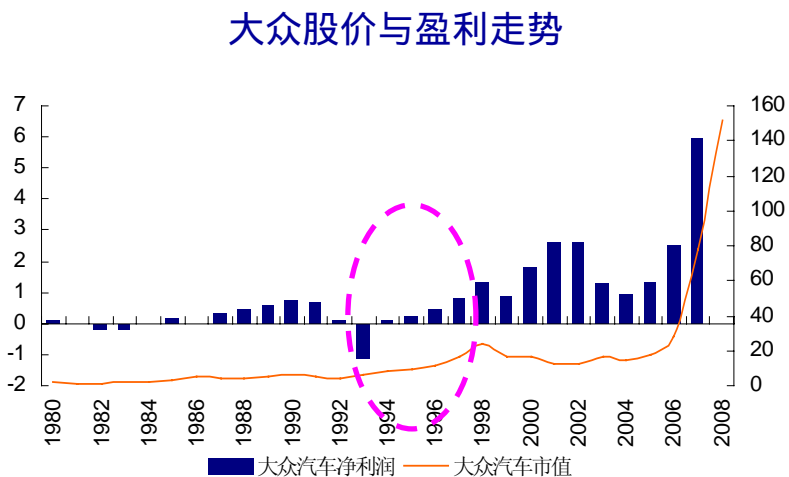
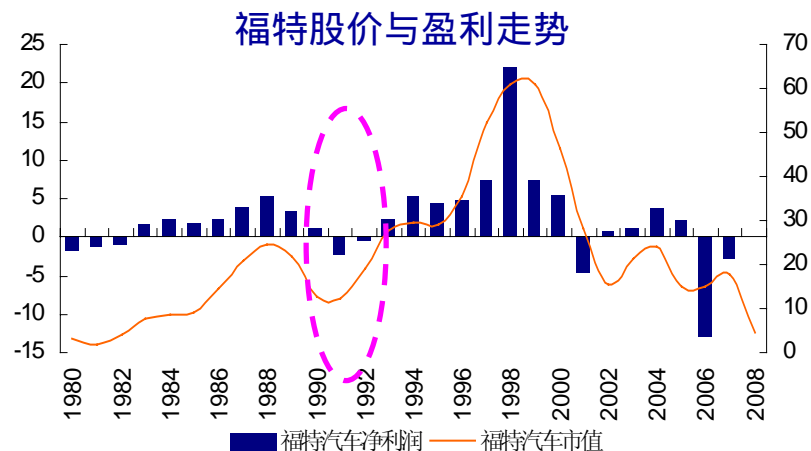
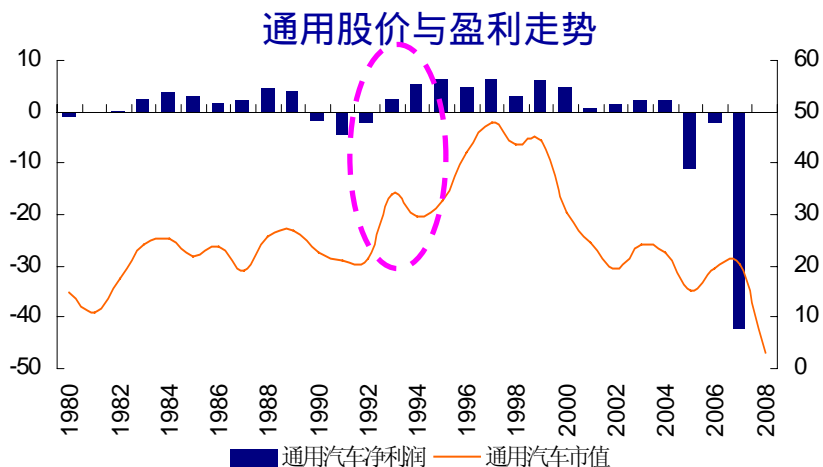
## 主要内容

1. 回看：消费升级扩张阶段
2. 展望：步入稳定增长阶段
3. 此轮调整：似曾相识的经历
4. 09年先抑后扬
5. 再看估值及主要投资策略



# 5.1 汽车股活跃提前于盈利的向好

■ 国际估值比较：汽车股活跃提前于盈利的向好。

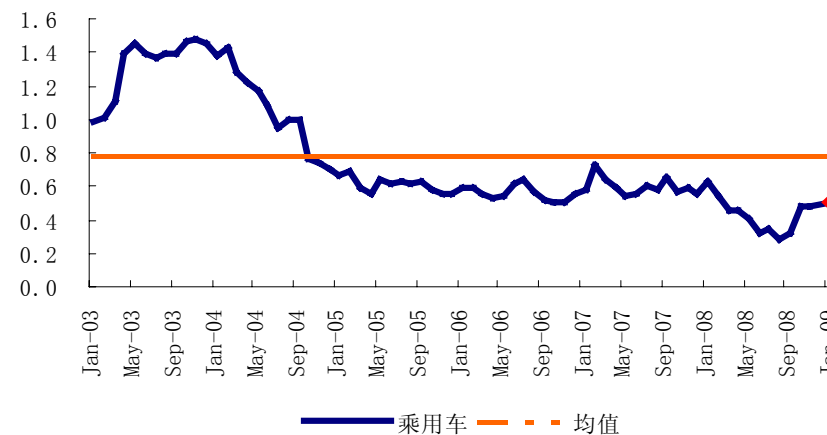


## 5.2 汽车股估值已在历史底部，等待需求回暖

- 从PB估值看，汽车估值已在历史底部。

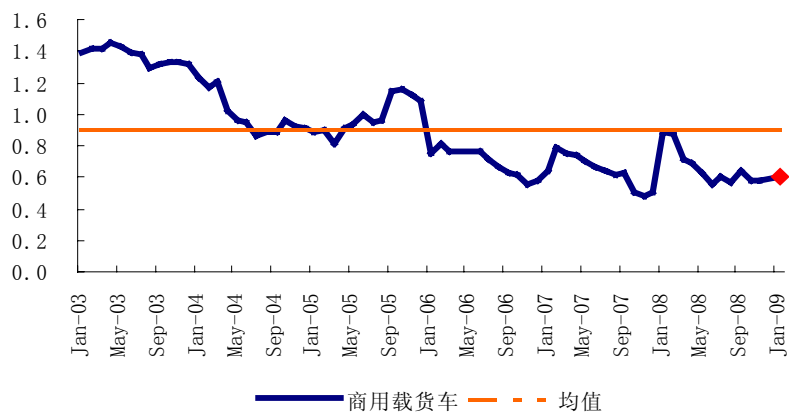
### 乘用车PB与市场PB比较

PB偏差



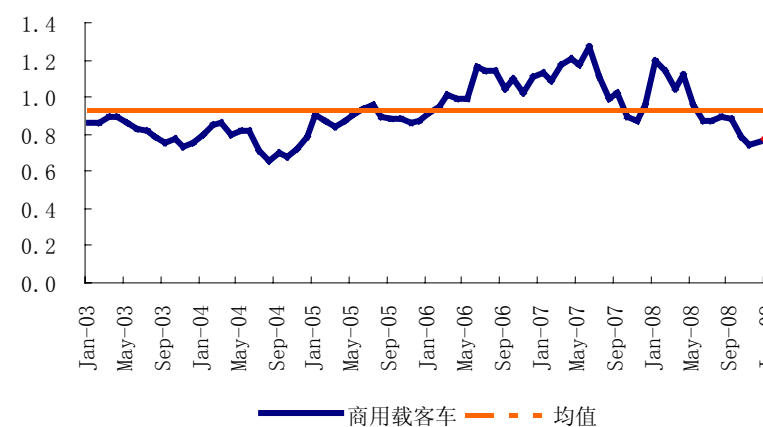
### 货车PB与市场PB比较

PB偏差



### 客车PB与市场PB比较

PB偏差



## 5.3 汽车公司将充分受益于钢价的下降

- 09年汽车公司将充分受益于钢价下降，毛利率将逐渐复苏。

09年钢价下调对公司毛利率敏感性分析

	原毛利率	10% 跌价后	降幅	15% 跌价后	降幅	20% 跌价后	降幅	30% 跌价后	降幅	40% 跌价后	降幅
上海汽车	25%	25.38%	0.38%	25.56%	0.56%	25.75%	0.75%	26.13%	1.13%	26.50%	1.50%
宇通客车	14.50%	15.18%	0.68%	15.53%	1.03%	15.87%	1.37%	16.55%	2.05%	17.24%	2.74%
金龙汽车	10.50%	11.22%	0.72%	11.57%	1.07%	11.93%	1.43%	12.65%	2.15%	13.36%	2.86%
中国重汽	9.10%	10.01%	0.91%	10.46%	1.36%	10.92%	1.82%	11.83%	2.73%	12.70%	3.60%
潍柴动力	21.00%	21.95%	0.95%	22.42%	1.42%	22.90%	1.90%	23.84%	2.84%	24.79%	3.79%
江铃汽车	23.70%	24.23%	0.53%	24.50%	0.80%	24.77%	1.07%	25.30%	1.60%	25.84%	2.14%
一汽轿车	23.24%	23.62%	0.38%	23.82%	0.58%	24.01%	0.77%	24.39%	1.15%	24.78%	1.54%

说明：原毛利率是公司1-3Q的毛利率，上海汽车计算的是上海通用的毛利率

## 5.4 主要投资策略

- 投资关键词：业绩确定、毛利率明显复苏、需求好于预期。
- 关注时点：09年2季度末3季度初。

重点公司盈利预测及评级

	收盘价	EPS			P/E			PB	投资
	11.14	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E		评级
宇通客车	8.62	0.72	0.85	0.72	11.97	10.14	11.97	2.25	买入
福耀玻璃	4.59	0.46	0.31	0.46	9.98	14.81	9.98	2.85	增持
上海汽车	5.8	0.71	0.39	0.36	8.17	14.87	16.11	1.01	增持
中国重汽	13.74	2.22	1.32	1.13	6.19	10.41	12.16	2.65	增持
潍柴动力	28	3.87	4.37	3.62	7.24	6.41	7.73	2.06	增持
金龙汽车	5.24	0.61	0.47	0.44	8.59	11.15	11.91	1.74	增持
一汽轿车	6.03	0.34	0.61	0.62	17.74	9.89	9.73	1.61	增持
江铃汽车	8.05	0.88	0.91	0.78	9.15	8.85	10.32	1.87	增持
长安汽车	3.67	0.28	0.18	0.14	13.11	20.39	26.21	1.09	中性
一汽夏利	3.02	0.15	0.1	0.13	20.13	30.20	23.23	1.42	中性
东风汽车	2.89	0.24	0.22	0.19	12.04	13.14	15.21	1.08	中性
江淮汽车	2.96	0.27	0.21	0.2	10.96	14.10	14.80	0.93	中性
平均					11.27	13.69	14.11	1.71	
中值					10.47	12.14	12.07	1.67	

## 信息披露

### 分析师承诺

姜雪晴：汽车。

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 [compliance@sw108.com](mailto:compliance@sw108.com)。

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.sw108.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

# 申万研究·拓展您的价值

## SYWG Research • CHINA Value Revealed

上海申银万国证券研究所有限公司  
姜雪晴  
jiangxueqing@sw108.com