

兴业证券2009年度投资策略会

飞瀑三叠 撷取浪花朵朵

——汽车行业2009年度投资策略

兴业证券研发中心

朱学东

2008年11月



飞瀑 ● 浪花



投资要点

- 我国汽车业理论上还有很大空间，但工业化初期积累的消费人群需求释放后，由于收入差距的巨大使得第二次浪潮的发生尚需时日。
- 海外经济衰退、收入水平的下降和预期的变坏，判断09年将出现负增长，但考虑到国内经济还能保持6%以上的增速，下降幅度不会很剧烈。
- 在整体下降过程中，选择一些下降幅度不大的细分行业和相关公司，以谋求相对收益。相对看好中高级轿车和大中客车生产企业。
- 行业评级：观望
- 重点推荐公司

一汽轿车、宇通客车、宁波华翔

目录

- 行业长期趋势判断
- 08年汽车行业回顾
- 09年汽车行业展望
- 行业投资策略
- 重点推荐公司

我国汽车保有量理论上有很大空间

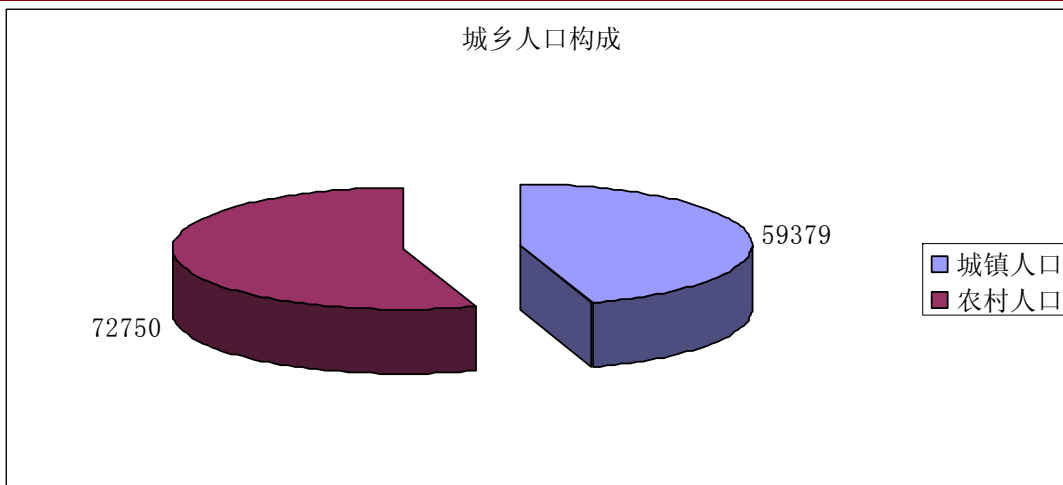
国别	每千人保有量		拥有一辆汽车的平均人数 括号内为乘用车
	汽车合计	乘用车	
美国	815	451	1.2 (2.2)
意大利	682	604	1.5 (1.7)
澳大利亚	674	543	1.5 (1.8)
德国	604	565	1.7 (1.8)
加拿大	600	380	1.7 (2.6)
法国	598	496	1.7 (2.0)
日本	594	450	1.7 (2.2)
英国	580	512	1.7 (2.0)
瑞士	569	521	1.8 (1.9)
奥地利	553	508	1.8 (2.0)
比利时	538	469	1.9 (2.1)
全球平均	139	101	7.2 (9.9)

07年我国汽车保有量4358万辆。

平均千人保有量为33辆。

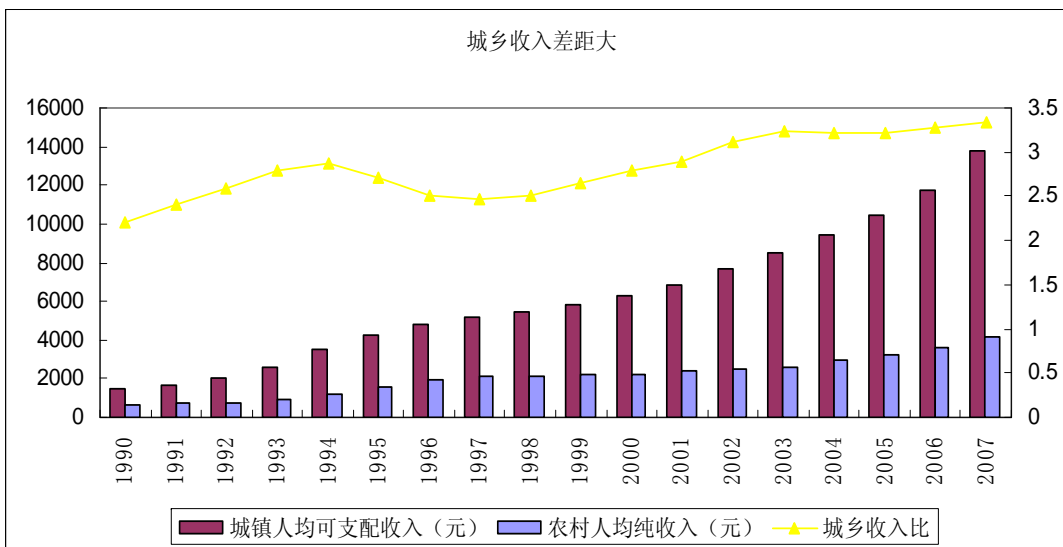
理论上空间很大

农村城镇收入比为1: 3.33



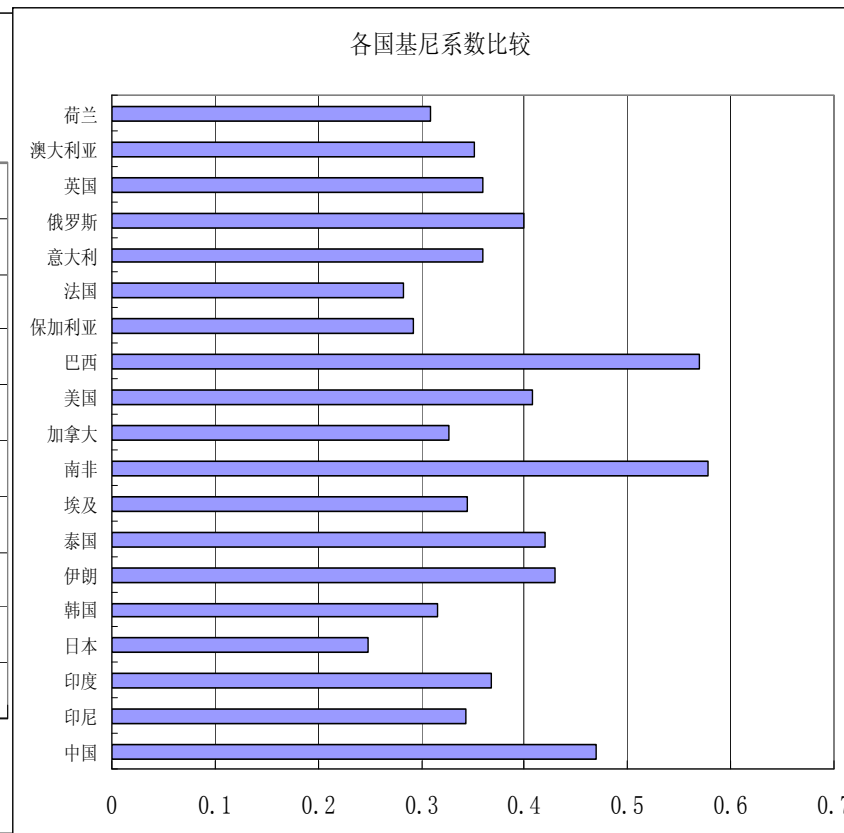
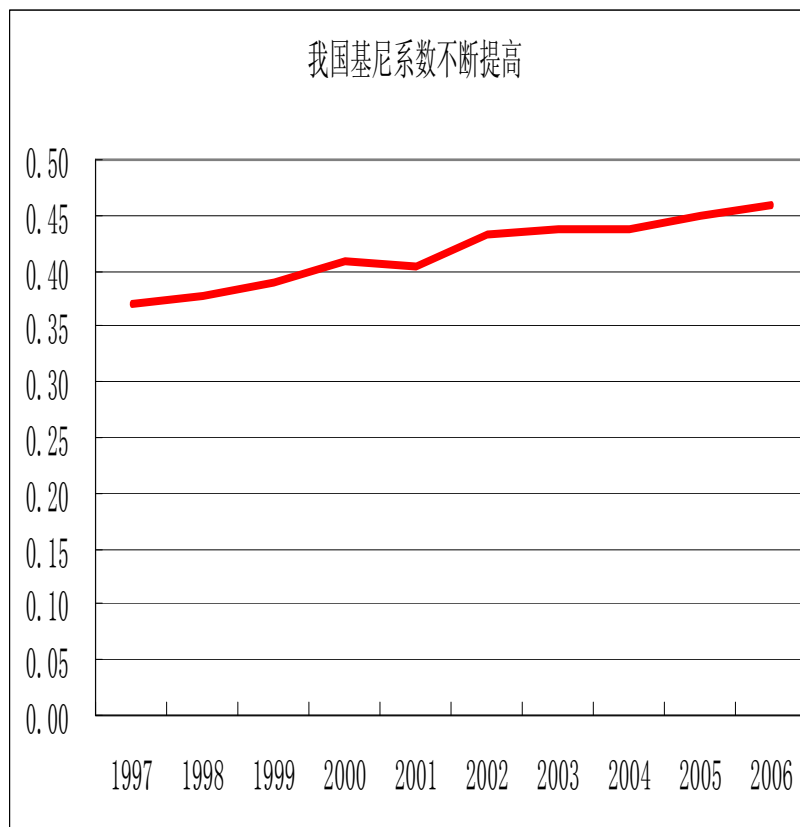
按7%年增速到2020年
农村收入水平为目前城镇
水平的75%

农村人口收入低限制其消
费能力



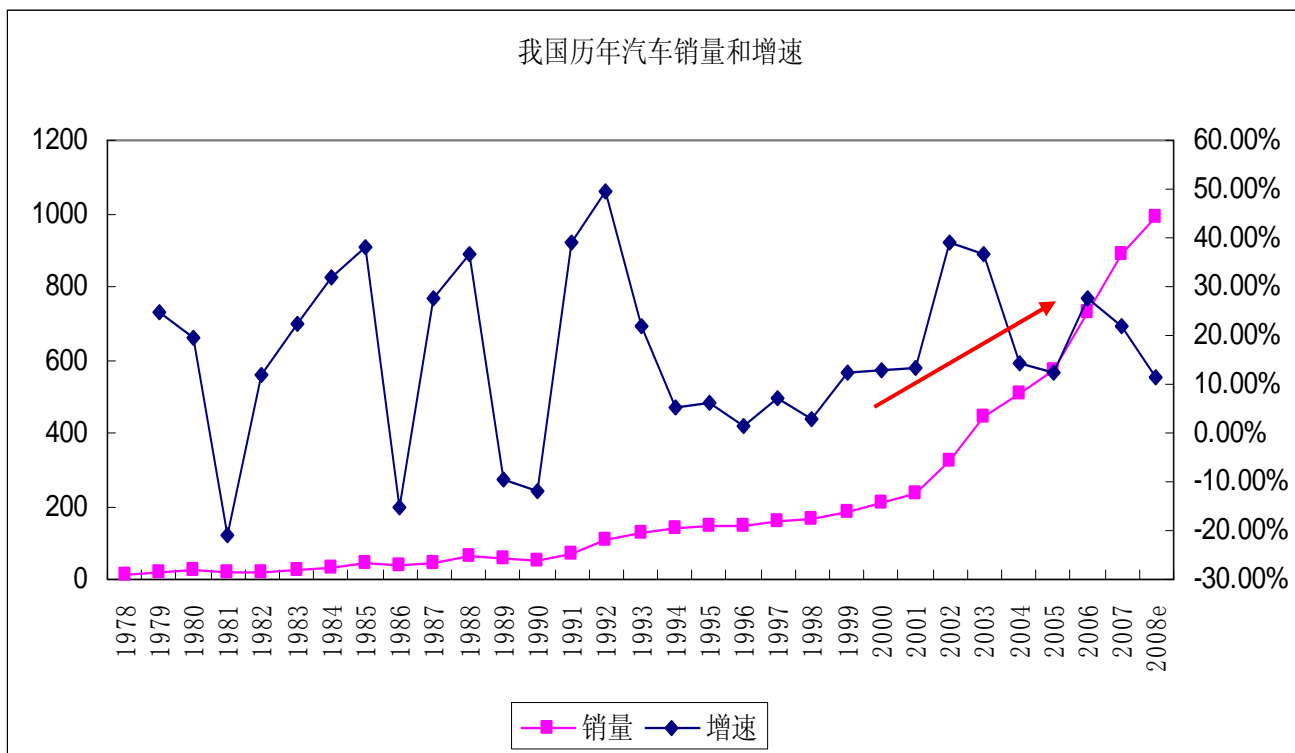
按城镇人口计算，千人保
有量为73辆

个体间收入差距过大



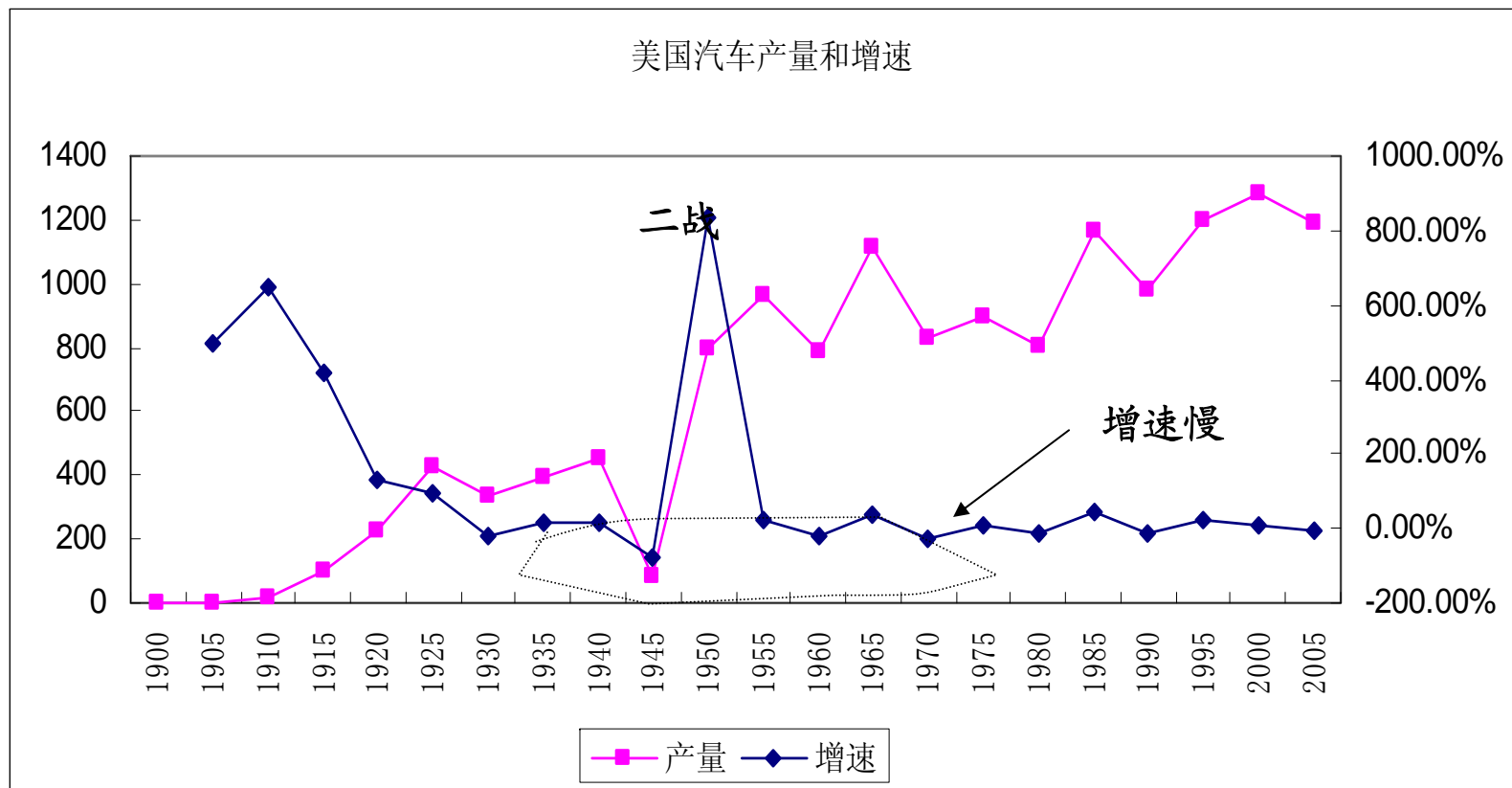
个体间收入差距大也限制了汽车消费能力

结论：成长空间大，下一浪潮尚需时日



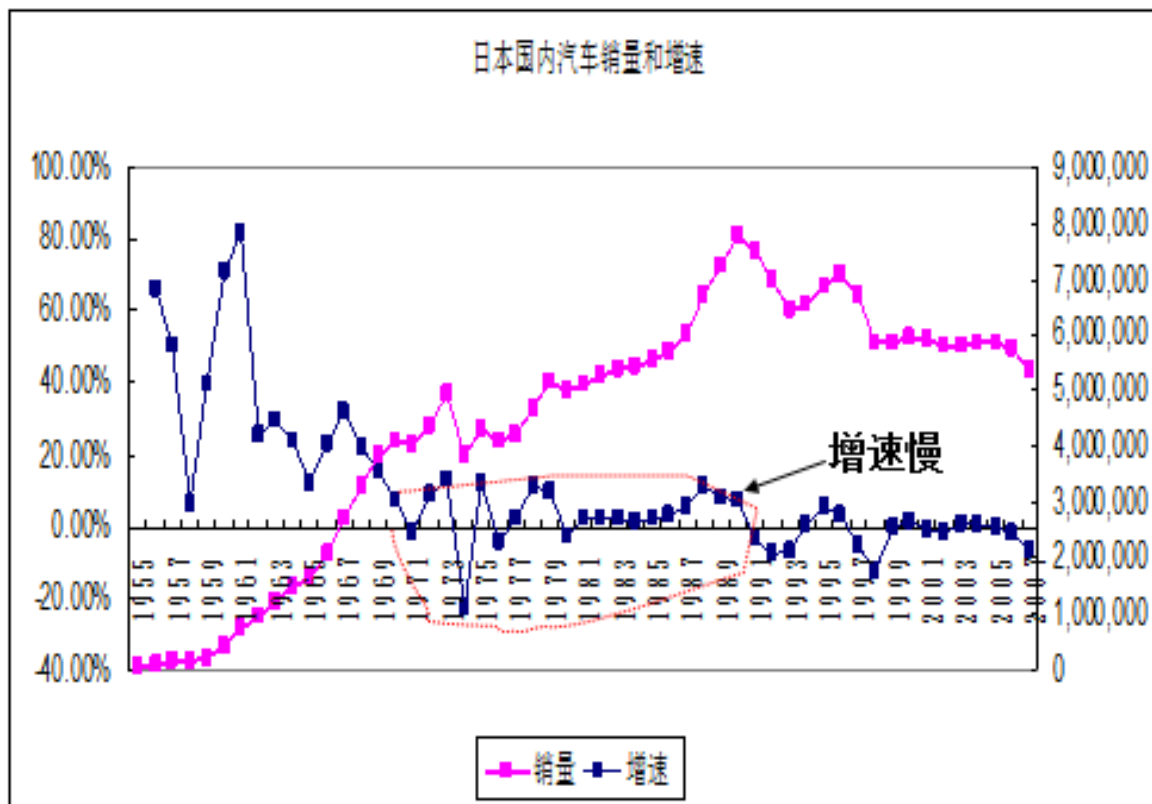
工业化初期积累的消费人群需求释放后，收入差距的巨大使得第二次浪潮的发生尚需时日。

国际经验：美国历史



高速增长后增速放慢

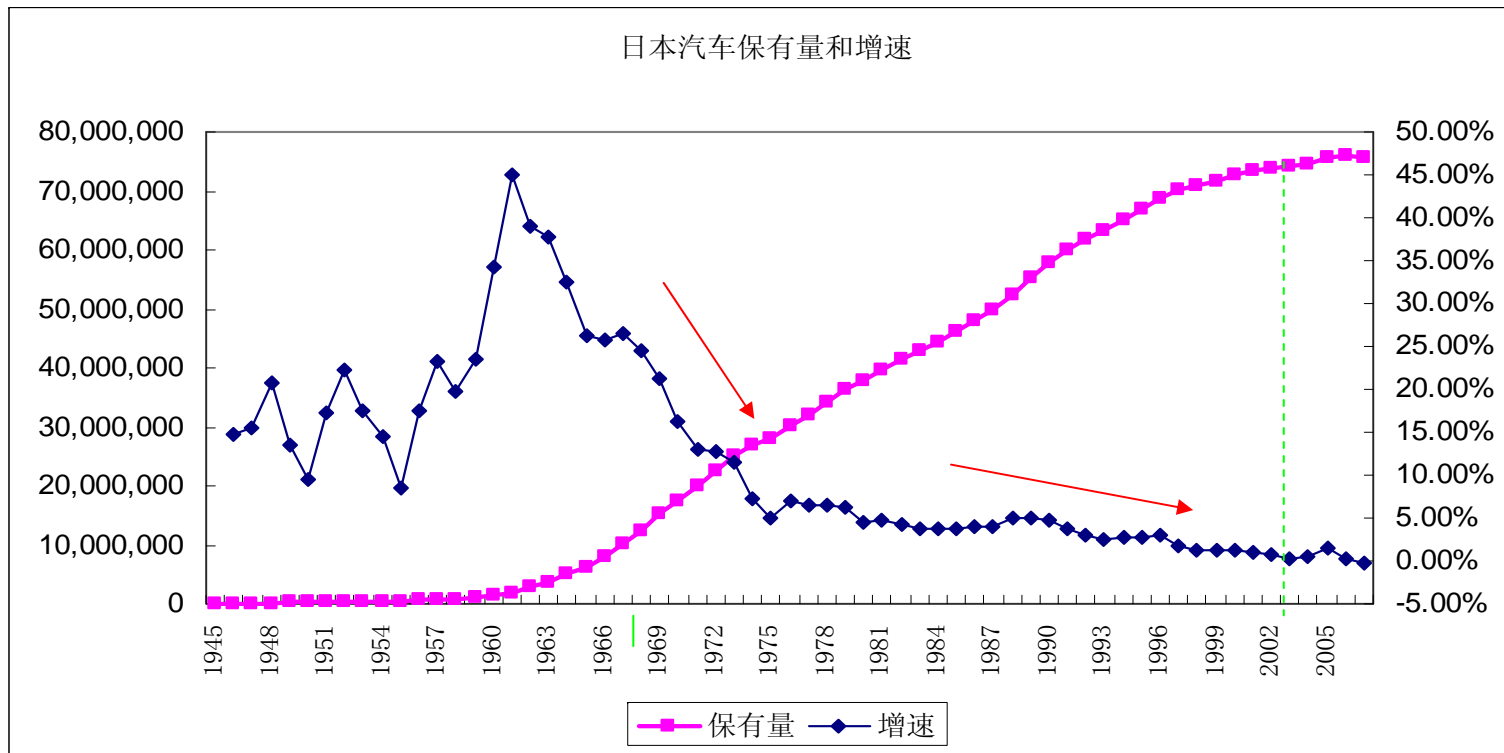
国际经验：日本历史



基尼系数

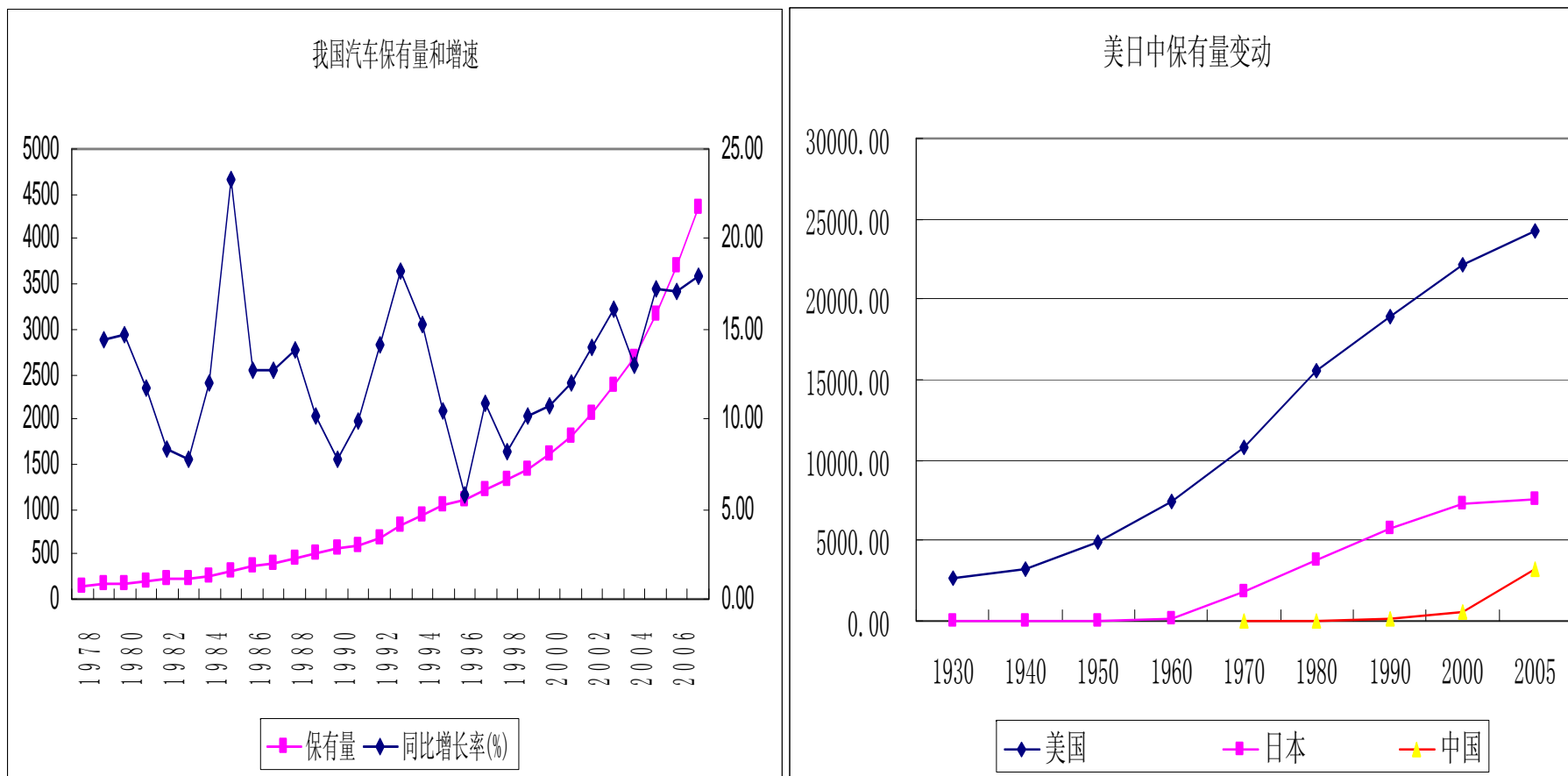
1962	0.376
1964	0.353
1968	0.349
1970	0.355
1972	0.357

国际经验：日本历史

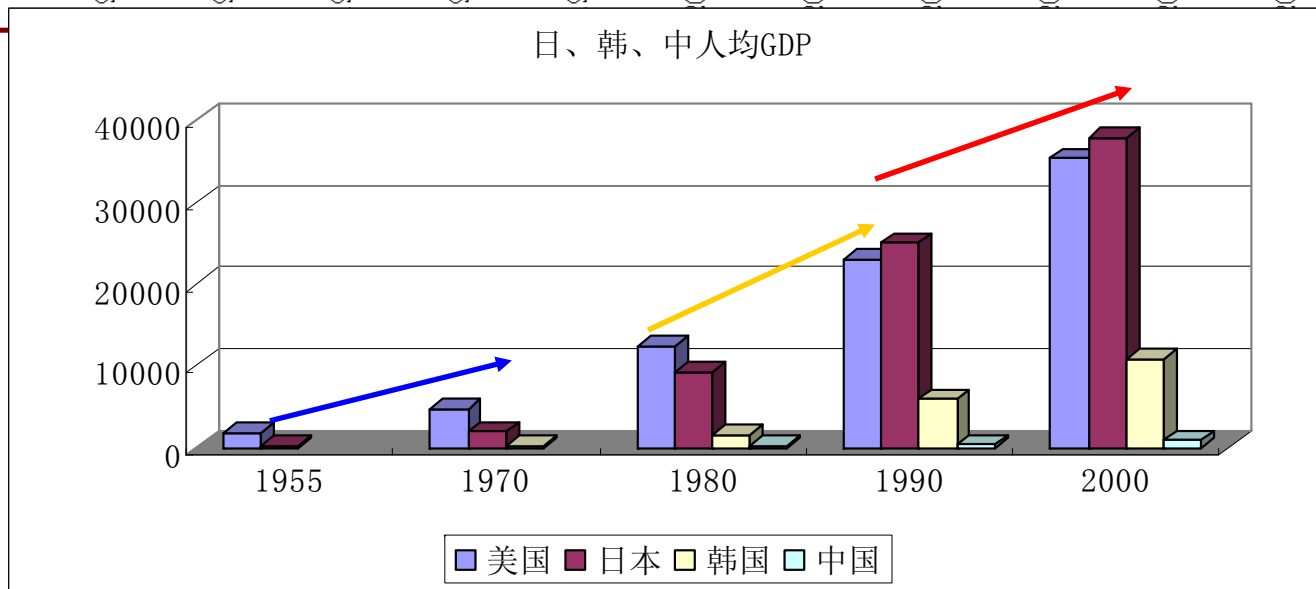
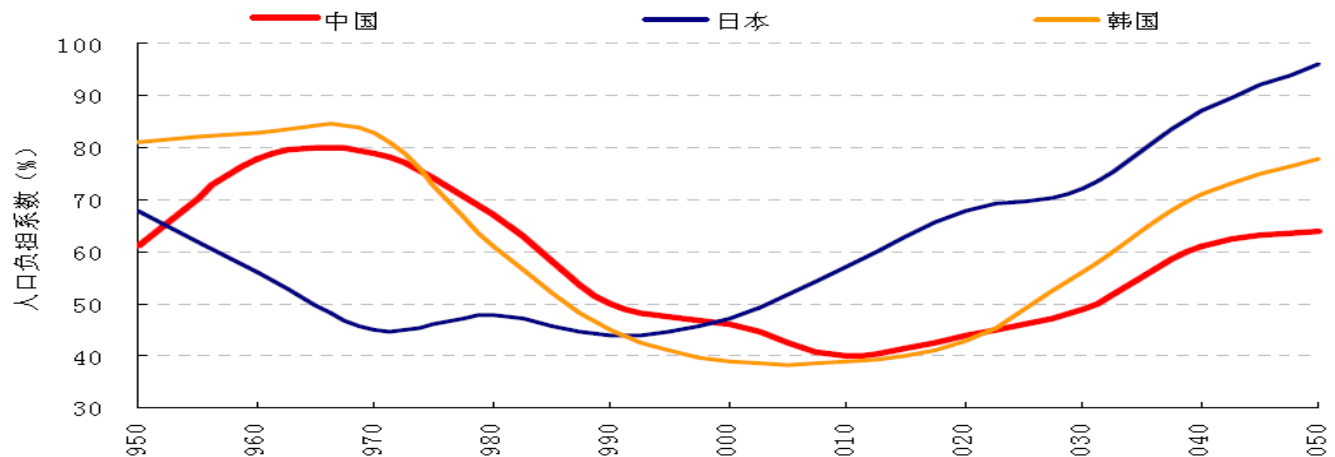


保有量增多增速放缓，成熟期后0%附近上下波动

结论：增速放慢，时间空间较大

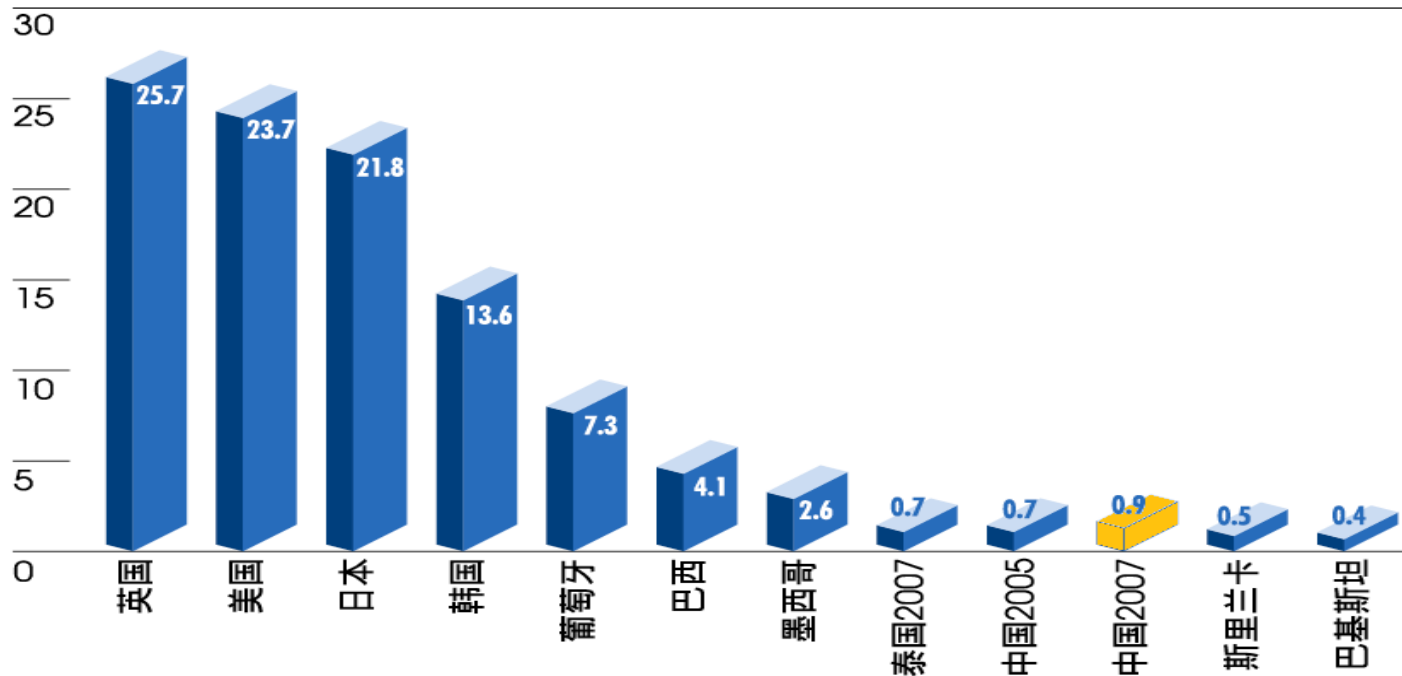


产业转移——人口



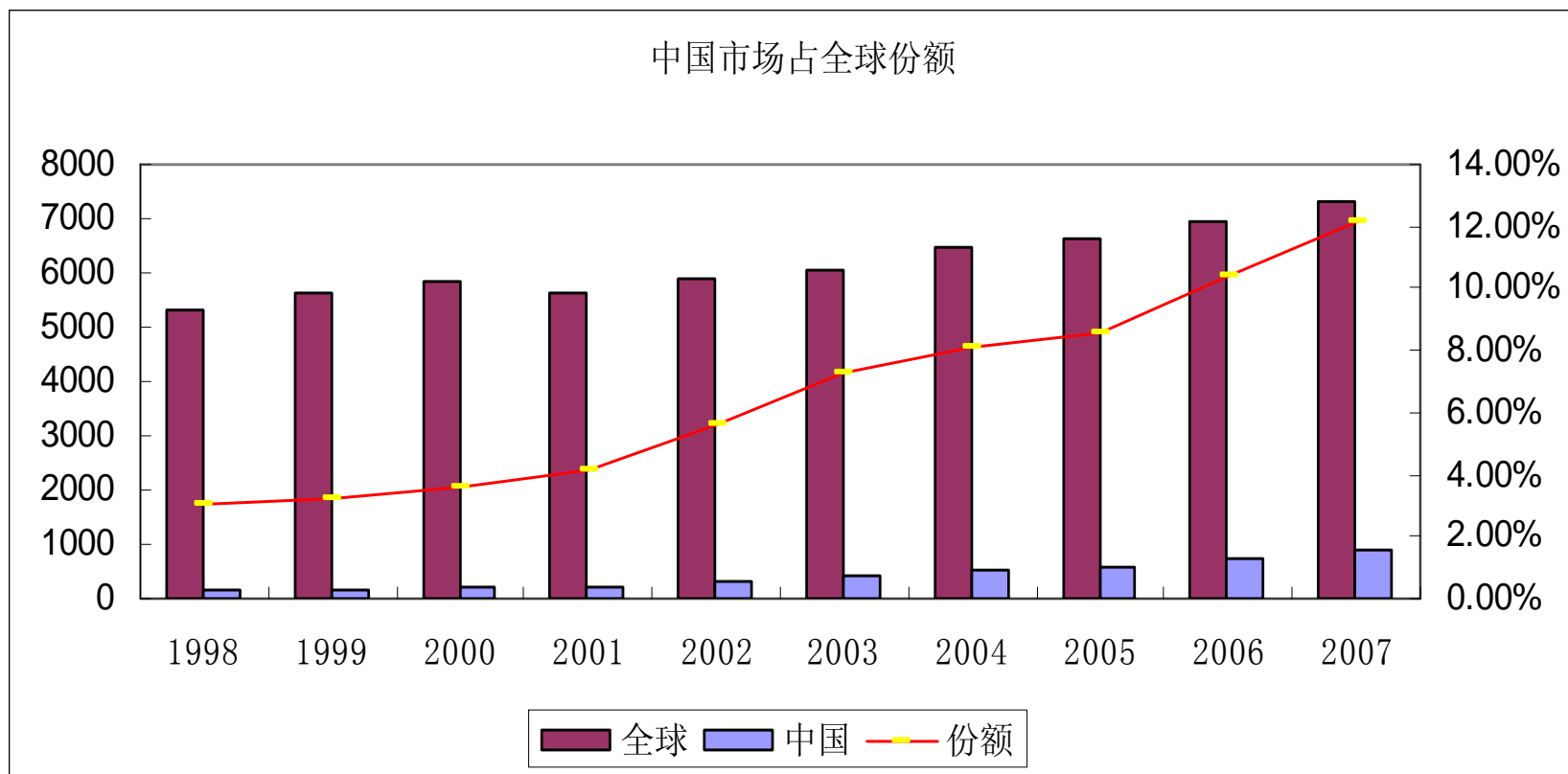
产业转移——成本

2005年各国制造业时薪比较（美元）



国内汽车业，劳动力占总成本的6%左右

产业转移——市场



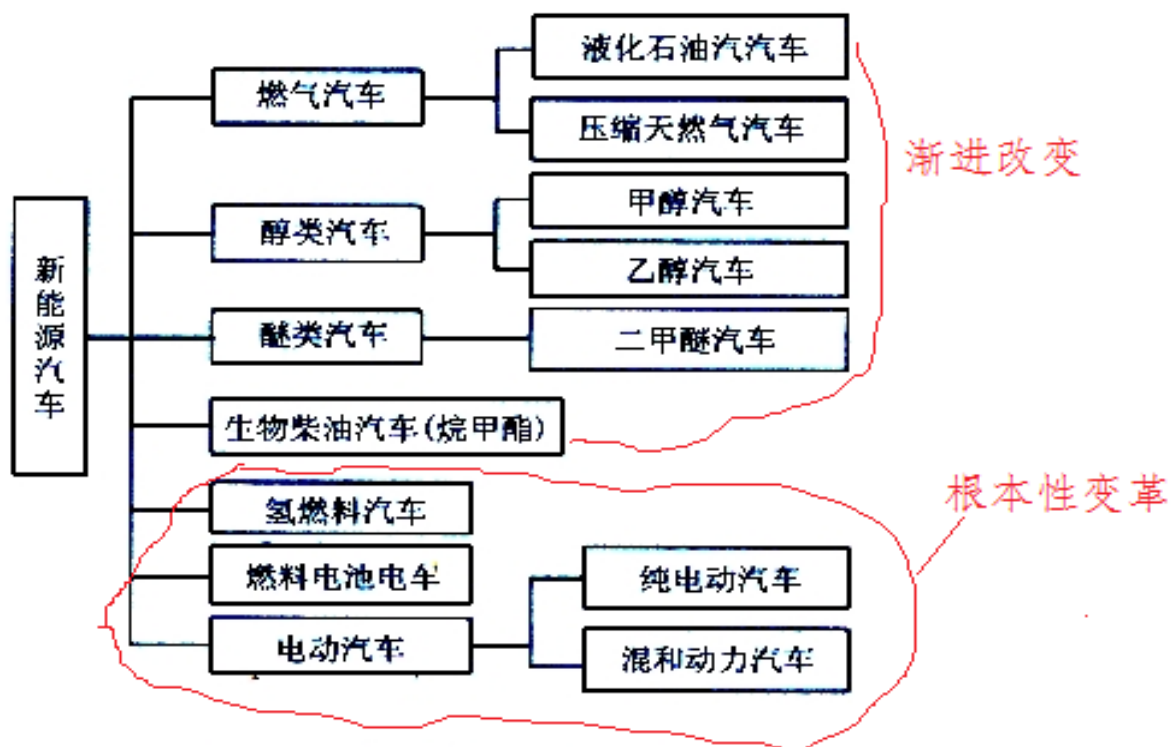
中国汽车市场占全球份额不断提高，是全球最重要的市场。

结论：产业转移——制造基地和销售场所

- 我国劳动力等要素价格低，所生产汽车产品具比较优势，将成为继日本后的又一汽车制造基地。
- 我国汽车销量随着收入水平的提高日益成长，将成为重要的汽车市场。

新能源汽车——发展的动因

能源消耗和环境污染是促使产业变革根本原因，各国纷纷制定严格的排放标准和开发新能源汽车。



根本性变革带来的变化

- 清洁柴油技术等过渡产品的不确定性（威孚高科）
- 内燃发动机等相关系统是否没有未来
- 燃料电池生产企业前景光明
- 某些企业的先机（比亚迪）

结论：技术变革带来产业的颠覆

- 正如液晶电视带来CRT电视的没落（彩虹、安彩等明星企业陨落），技术变革能够颠覆整个产业。
- 新能源汽车对原有产业竞争结构形成巨大冲击。
- 电动汽车处于技术最高端，它的进展影响原有产品和过渡产品。

目录

- 行业长期趋势判断
- 08年汽车行业回顾
- 09年汽车行业展望
- 行业投资策略
- 重点推荐公司

行业回顾——销量

类别	2008年9月	YOY	08年1-9月	YOY
汽车总计	751531	-2.74%	7229138	11.94%
乘用车小计	552808	-1.44%	5103158	11.36%
轿车	415986	-2.32%	3789088	10.19%
MPV	15018	-31.30%	154306	-6.66%
SUV	37000	7.35%	334495	32.90%
交叉型车	84804	7.74%	825269	13.55%
商用车小计	198723	-6.19%	2125980	13.35%
客车整车	22675	-1.36%	195495	11.09%
货车整车	129338	1.01%	1307790	14.49%
半挂车	14484	-6.01%	176624	28.84%
客车非完整	4145	-55.41%	66594	-13.90%
货车非完整	28081	-22.20%	379477	10.70%

行业回顾——利润

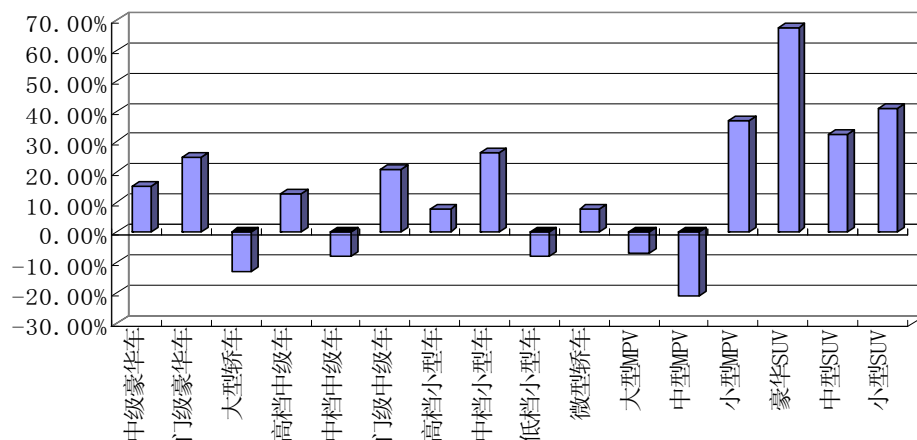
	08年前8月	07年前8月	变动
主营业务收入(万元)	82947730	69185942	19.89%
利润总额(万元)	5460001	4370691	24.92%
毛利率	15.37%	16.21%	-0.84
三项费用率	8.46%	9.07%	-0.61
销售利润率	6.58%	6.32%	0.27
营业费用率	4.28%	4.21%	0.07
管理费用率	4.16%	4.79%	-0.62
财务费用率	0.02%	0.07%	-0.05

行业回顾——出口

	前8月出口量	YOY	金额（万 美元）	YOY
汽车总计	507944	43.12%	682155	66.28%
客车	54607	13.44%	99664	47.87%
其中：大客车	8606	70.75%	52472	96.78%
中轻型客车	15356	-13.30%	21015	4.93%
小型客车	30616	20.66%	25637	25.33%
轿车	181871	71.95%	130813	62.65%
其中：排量为1.0—1.5L	106816	125.07%	78247	97.34%
货车	192297	31.73%	223620	84.83%
其中：总重>20T	26168	139.28%	104132	158.43%
牵引车	11993	19.44%	41092	22.33%
底盘	23191	126.54%	13583	157.35%

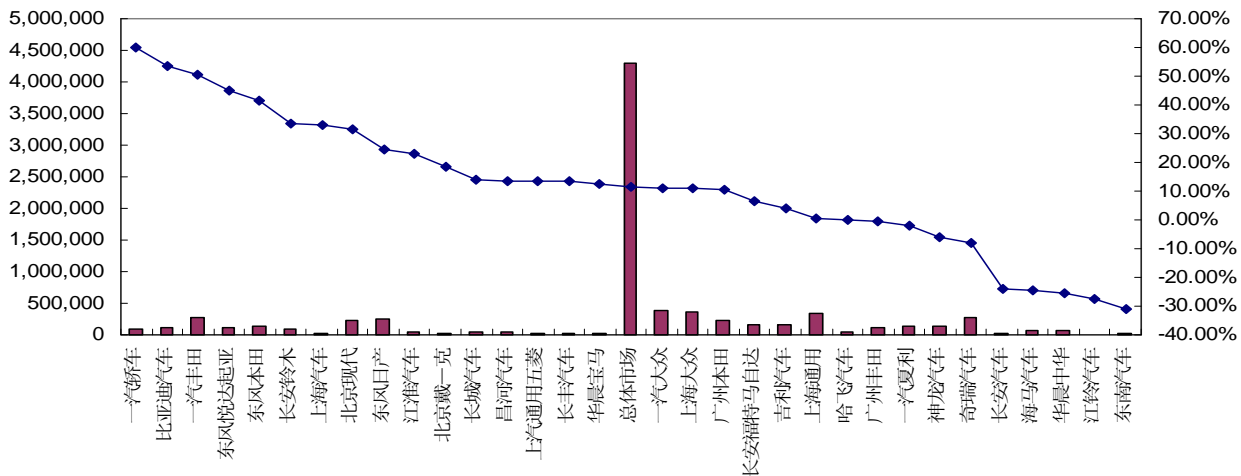
行业回顾：乘用车销量和厂商情况

前9月乘用车细分销量增速



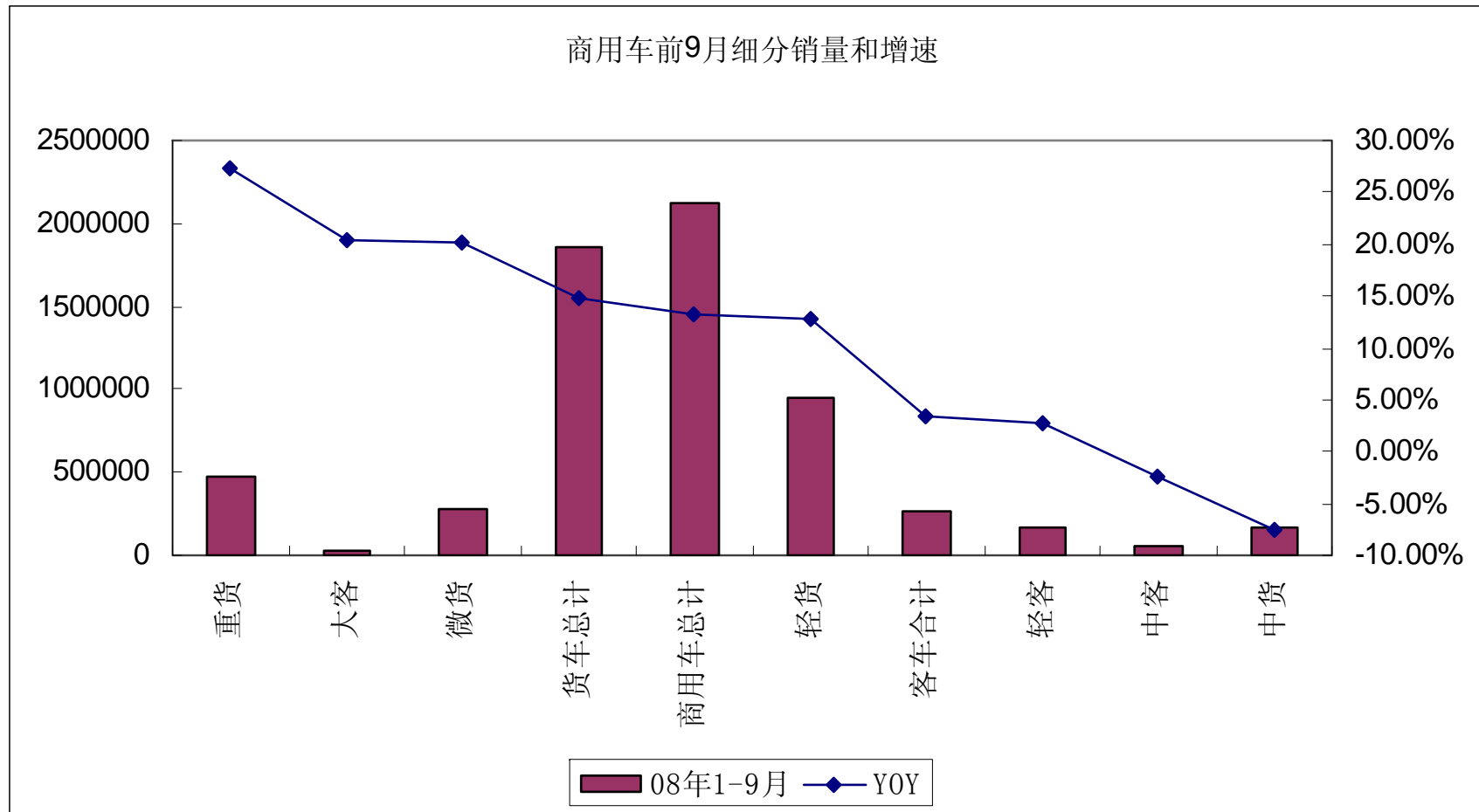
豪华车增速快，
低端车增速慢

各厂商前9月销量和增速（左销量、右增速）



一汽轿车、比亚迪、
一汽丰田增速最快

行业回顾：商用车—重货和大客增速快



行业回顾：商用车——重卡

	9月销量	YOY	前9月销量	YOY
中国重汽	8837	11.20%	93807	20.10%
东风汽车	6609	-23.40%	95295	43.40%
一汽集团	5271	-32.20%	100124	31.30%
陕汽集团	5194	-2.40%	58171	30.10%
北汽福田	4403	-7.40%	50116	14.80%
北方奔驰	1833	16.00%	21992	71.10%
上汽依维柯红岩	1507	-3.30%	20539	6.00%
江淮汽车	803	-34.40%	9647	20.70%

行业回顾：商用车—客车

公司	9月销量	YOY	9月累计	YOY
宇通客车	1846	-29.81%	20326	17.27%
苏州金龙	1404	1.74%	12637	3.50%
厦门金旅	1272	-59.66%	12831	-30.01%
金龙联合	1228	-0.97%	10880	20.69%
金龙汽车	3904	-32.37%	36348	-8.11%

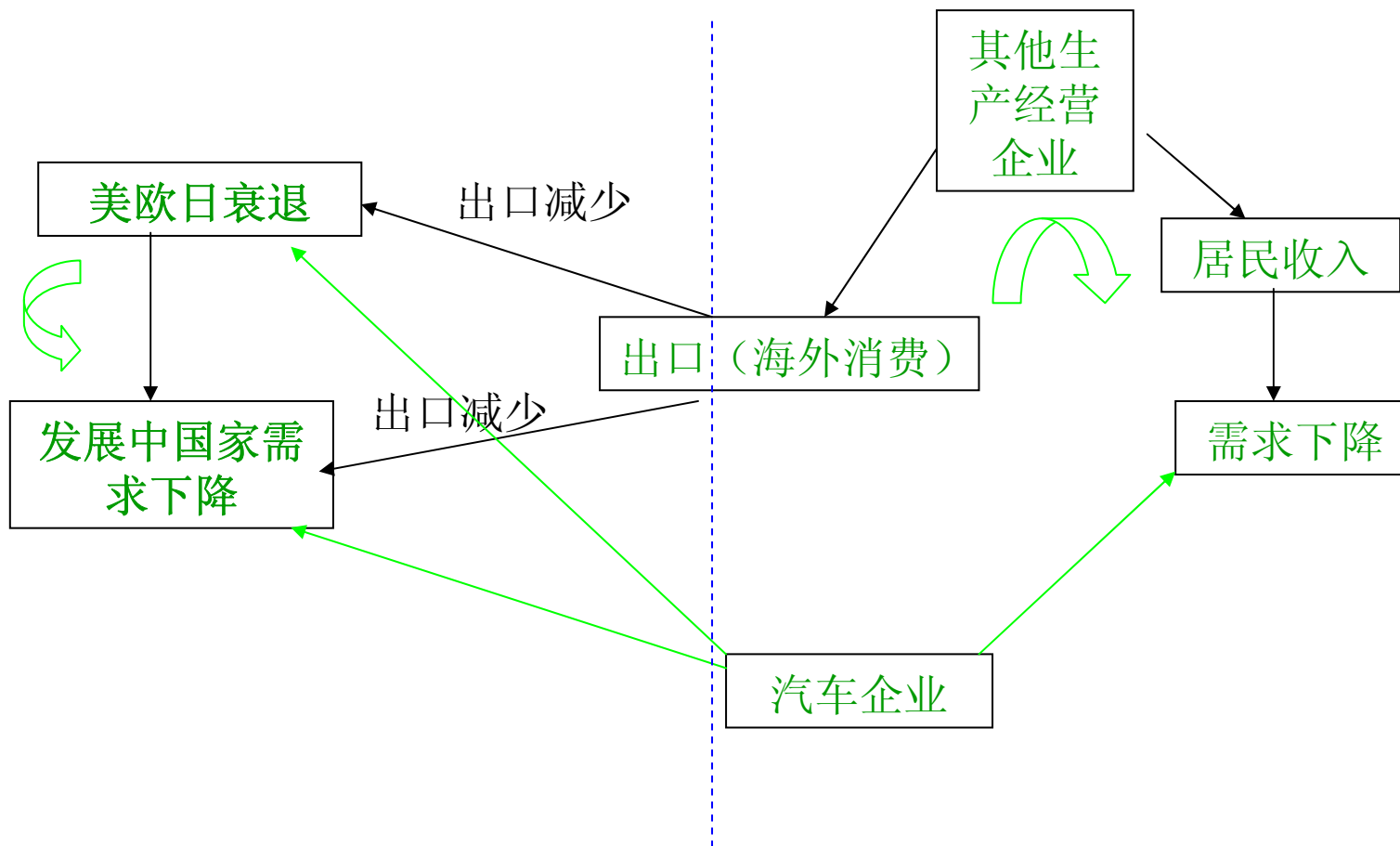
行业回顾：主要上市公司情况

公司	9月累计	累计同比
宇通客车	20326	17.27%
金龙汽车	36348	-8.11%
重汽集团	188790	20.55%
江铃汽车	75496	7.80%
陕汽集团	67110	31.53%
江淮汽车	165744	5.92%
福田汽车	342310	12.41%
一汽轿车	90484	59.56%
马自达6	52788	36.35%
奔腾	35991	130.68%
上汽股份	1222879	10.15%
上海通用	344109	-0.72%
上海大众	370605	10.80%
长安汽车	588522	-2.0% (估)
南京长安	34974	-
长安福特马自达	160040	6.29%
重庆长安铃木	100433	33.51%

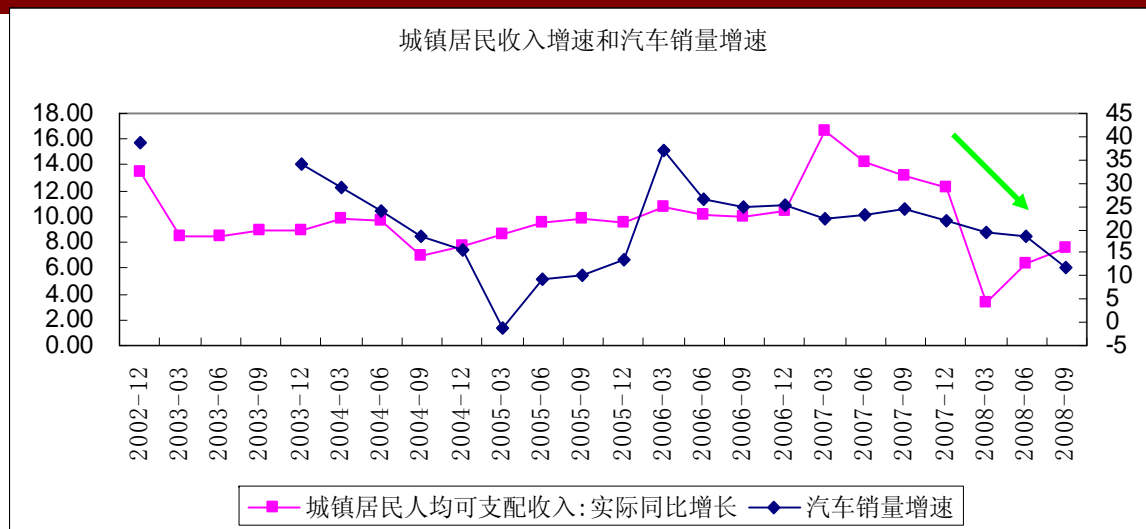
目录

- 行业长期趋势判断
- 08年汽车行业回顾
- 09年汽车行业展望
- 行业投资策略
- 重点推荐公司

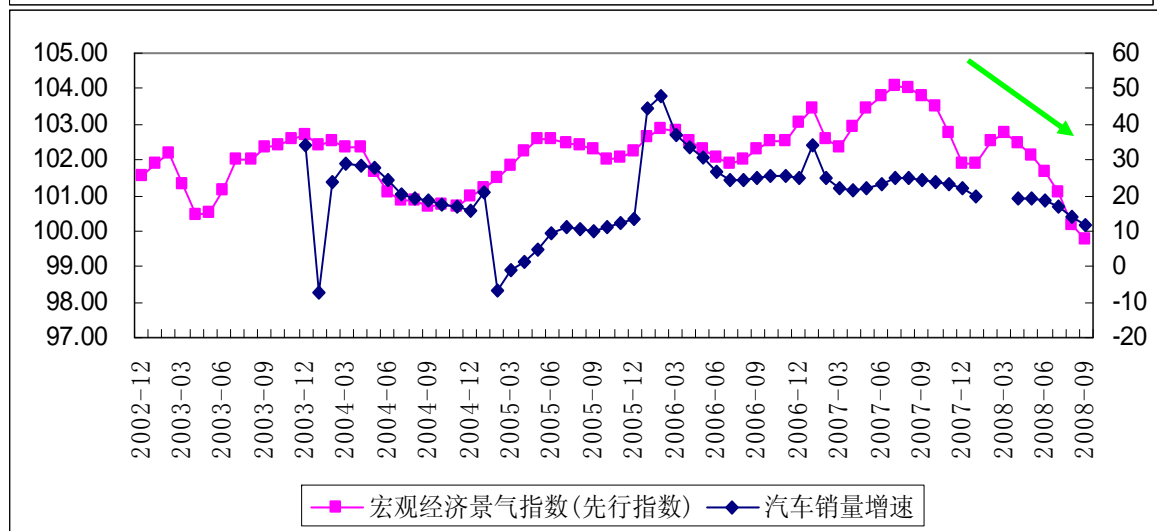
次贷通过出口减少国内需求



先行指标：收入下降、景气下滑

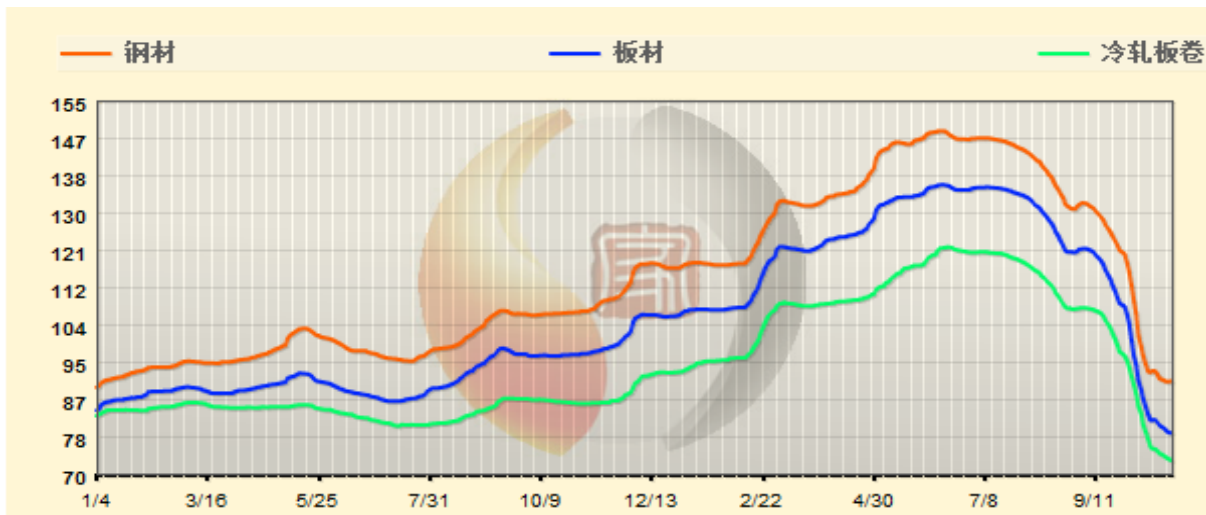


收入下降预示着
购买能力的下降

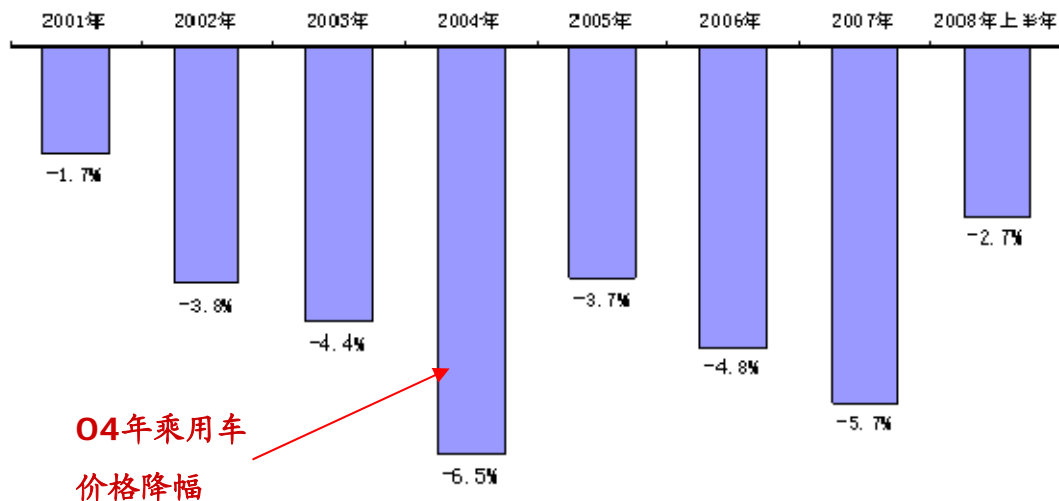


景气先行指标下滑预
示着后期形势的恶化

钢价下降为降价提供了更多空间

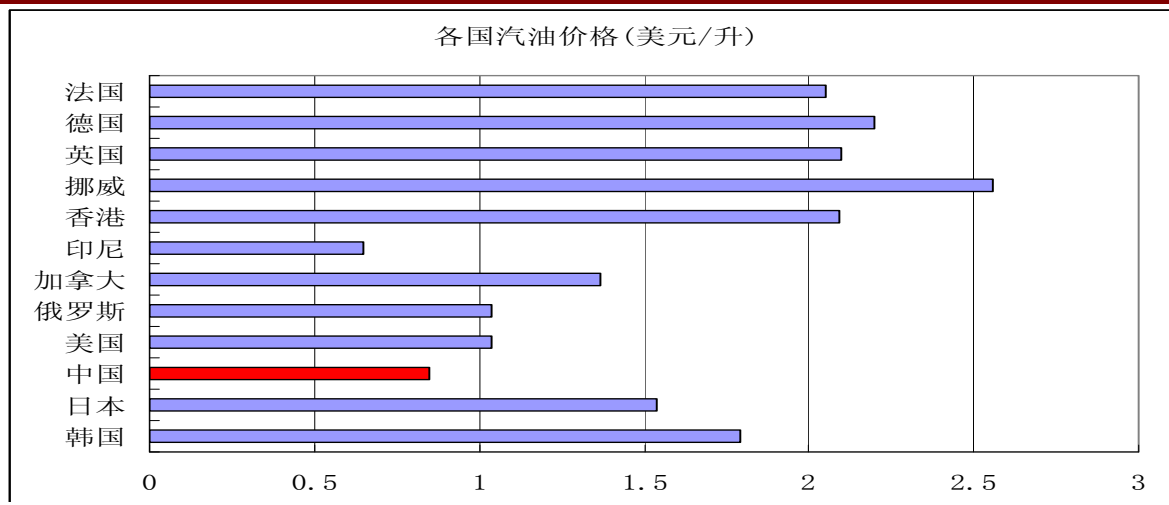


钢价下跌带来盈利增加，
为降价提供了空间。

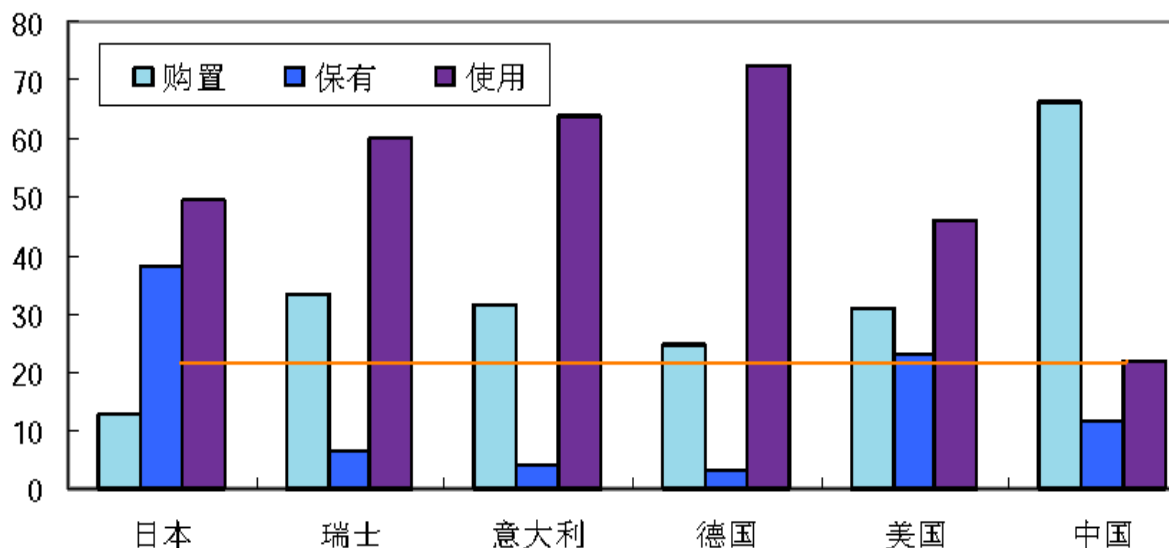


降价还是车市竞争主要
手段，04年销量下滑时，
降价幅度比较大。

油价下跌为燃油税推出创造了条件



国内油价整体偏低
不利于能源节约。



原油价格下跌为燃油
税推出创造了条件。
燃油税推出使使用成
本增加将影响购车需求

借鉴：日本历史上最大下滑

	销量	增速
1970	4,100,467	6.91%
1971	4,021,117	-1.94%
1972	4,366,575	8.59%
1973	4,949,078	13.34%
1974	3,849,739	-22.21%
1975	4,308,931	11.93%
1976	4,104,051	-4.75%
1977	4,194,249	2.20%
1978	4,681,863	11.63%

丰田作为全球最具竞争力的汽车企业，将09年目标下调7%，从1040万辆下调到970万辆。我们推测，国内市场出现一定幅度负增长也正常。

日本历史上最大下滑是石油危机时期，增速为-22%。

推测国内销量增速-5—-13%

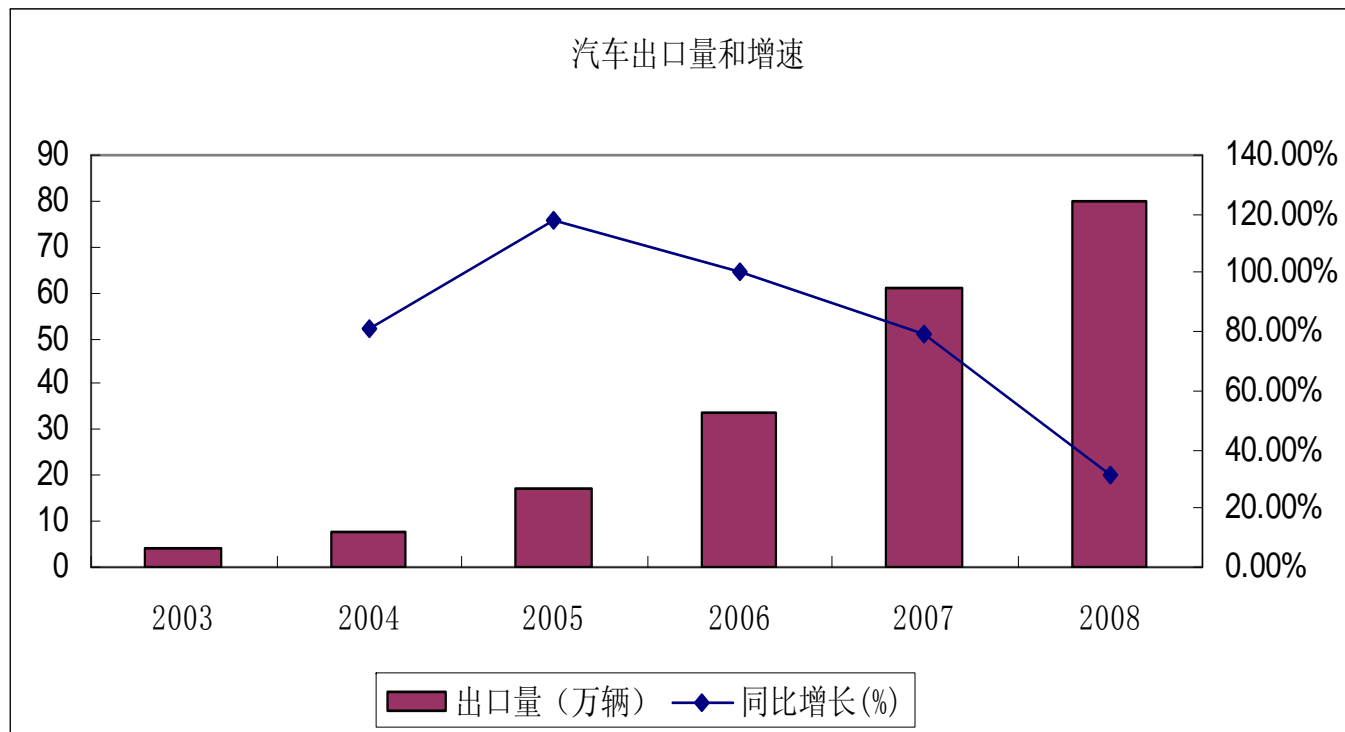
	销量	增速	增速波动
1993	129	21.73%	-27.63%
1994	136	5.27%	-16.46%
1995	145	6.28%	1.01%
1996	147	1.55%	-4.73%
1997	158	7.27%	5.72%
1998	163	3.00%	-4.27%
1999	183	12.39%	9.39%
2000	207	12.99%	0.60%
2001	234	13.13%	0.13%
2002	325	38.83%	25.71%
2003	444	36.69%	-2.14%
2004	507	14.10%	-22.59%
2005	570	12.57%	-1.53%
2006	728	27.55%	14.98%
2007	879	22.01%	-5.54%
2008E	971	10.50%	-11.51%

销量超过100万后，
国内销量增速都为正。

国内历史上最大增速波动
幅度为-27%，按照这个
幅度，明年增速为-16%

考虑到国内GDP增速6%以上，
没有必要特别悲观，我们估计
09年增速为-5%—-13%

出口量能够拉动行业增速1%



基数变大加上外围经济变差，出口增速将继续回落到10-15%。

能够正向拉动行业1个百分点，我们推测行业销量增速为-4—-12%。

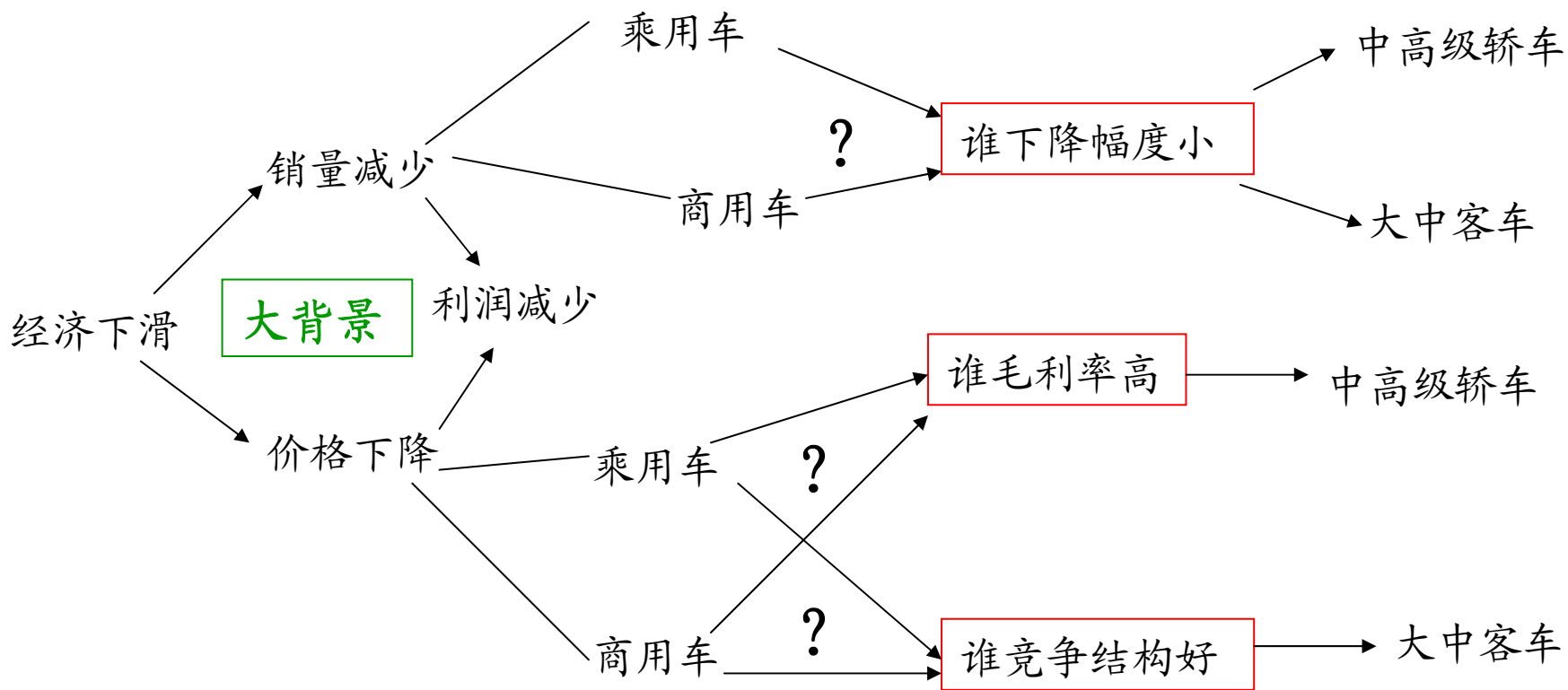
行业评级：观望

增速预测	07A	08Q3A	08E	09E
汽车总计	21.84%	11.94%	10.5%	-4~-12%
乘用车	21.68%	11.36%	10.0%	-3~-11%
轿车	23.46%	10.19%	9.8%	-3~-11%
商用车	22.25%	13.35%	11.7%	-5~-15%
大中客车	12.56%	4.84%	3.5%	0~-7%
重卡	58.64%	28.52%	15.0%	-5~-15%

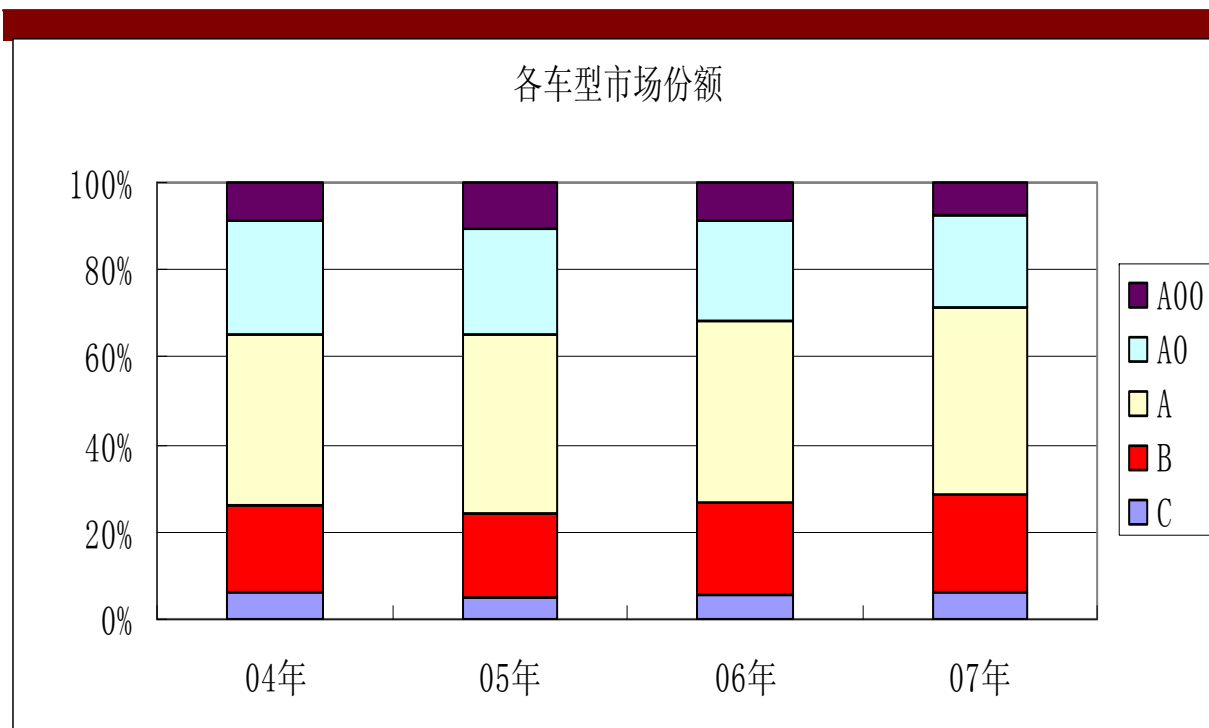
目录

- 行业长期趋势判断
- 08年汽车行业回顾
- 09年汽车行业展望
- 行业投资策略
- 重点推荐公司

行业投资策略逻辑图



乘用车——B级车增速好于行业



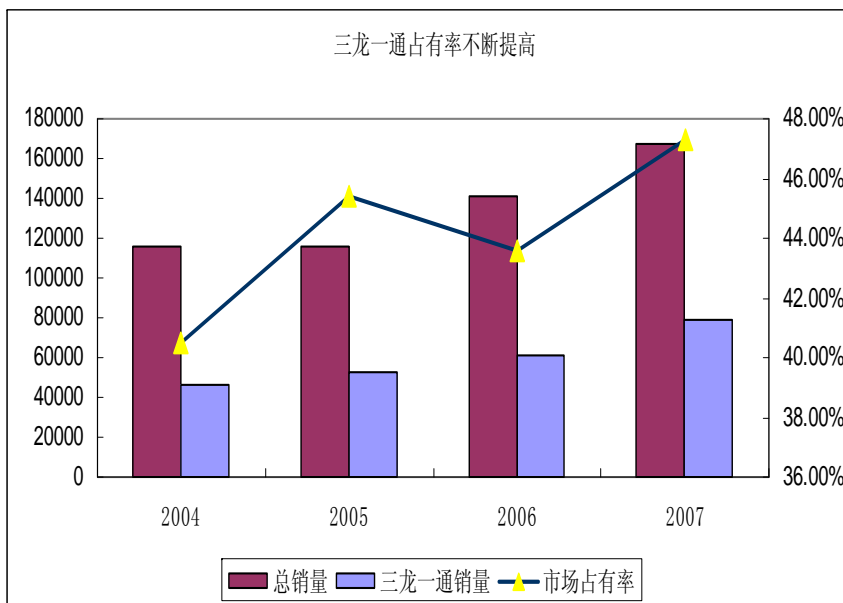
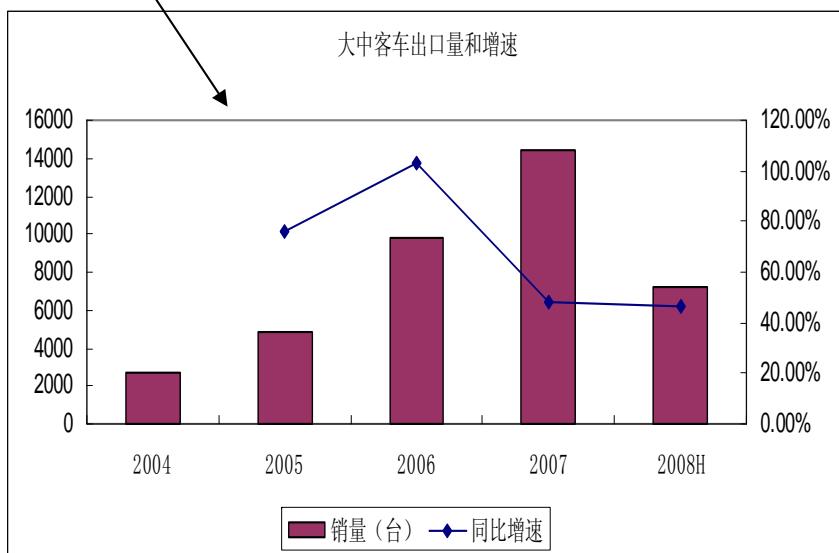
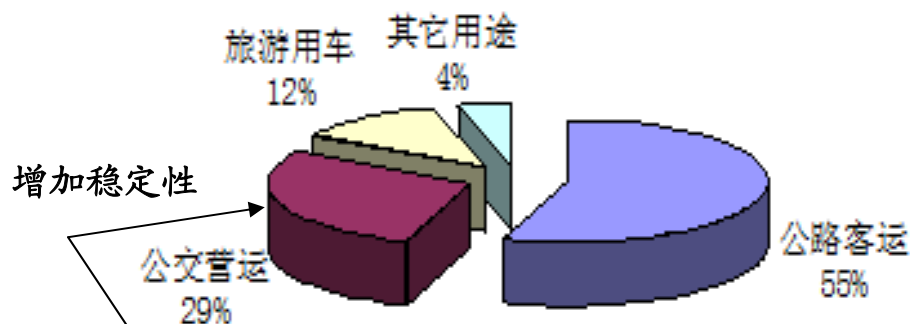
整体下滑情况下，**B级**车份额可能增加，增速快于行业。

中高级轿车购买者收入水平比较高，对经济下滑和油价等敏感性较低；原有拥有低端轿车的用户更新需求会向上端移动，增加额外需求。

与 B 级车相关的上市公司

	公司	车型
1	一汽轿车	奔腾、马自达6
2	上海汽车	帕萨特、君威、君悦、景程、名爵、荣威
3	长安汽车	蒙迪欧、沃尔沃 S 4 0
4	一汽夏利	锐志、普锐斯
5	宁波华翔	帕萨特、奥迪A4、迈腾、奔腾、马自达6、君威、君悦

商用车——大中客车增速稳定



相关上市公司宇通客车、金龙汽车，
竞争结构相对较好

毛利率比较高的企业

代码	名称	毛利率08Q3	ROE08Q3	代码	名称	毛利率08Q3	ROE08Q3
				600166. SH	福田汽车	8.57	14.86
000572. SZ	海马股份	8.75	0.12	000951. SZ	中国重汽	9.10	21.67
				600686. SH	金龙汽车	10.24	14.99
600104. SH	上海汽车	11.83	6.02	600303. SH	曙光股份	12.36	5.72
000625. SZ	长安汽车	16.39	4.44	600418. SH	江淮汽车	12.79	5.22
002048. SZ	宁波华翔	19.21	13.90	600066. SH	宇通客车	14.18	17.65
000800. SZ	一汽轿车	23.20	14.06	600006. SH	东风汽车	14.94	7.06
				000550. SZ	江铃汽车	23.69	17.17

关注收入和现金流

代码	名称	收入同比增长率(08Q3)	经营活动现金流量净额同比增长率(08Q3)
600006.SH	东风汽车	26.86	-157.96
000550.SZ	江铃汽车	8.11	-69.24
000625.SZ	长安汽车	8.00	-52.55
600066.SH	宇通客车	20.58	30.39
000800.SZ	一汽轿车	63.31	241.48
002048.SZ	宁波华翔	17.03	6540.50

景气下降时，收入扩张的企业是好企业

对周期性行业，现金流领先于业绩恶化

国际估值比较—发达国家

Name	RIC	Est. PE	P/Book	P/Sales
Volkswagen	VOWG.DE	40.84	6.37	1.35
TOYOTA MOTOR	7203.T	10.81	1.08	0.49
HONDA MOTOR	7267.T	9.10	0.97	0.37
Daimler	DAIGn.DE	5.38	0.70	0.26
NISSAN MOTOR	7201.T	6.66	0.64	0.21
BMW	BMWG.DE	7.51	0.61	0.22
Hyundai Motor	005380.KS	7.95	0.94	0.42
Audi	NSUG.DE	-	0.93	0.23
Fiat	FIA.MI	3.79	0.74	0.12
Renault	RENA.PA	3.24	0.32	0.17
SUZUKI MOTOR	7269.T	8.69	0.98	0.22
MITSUBISHI MOTOR	7211.T	37.12	2.34	0.28
Peugeot SA	PEUP.PA	12.38	0.34	0.08
	average	12.79	1.30	0.34

国际估值比较—发展中国家

Name	RIC	Est. PE	P/Book	P/Sales
Astra Intl	ASII. JK	4.44	1.40	0.54
Maruti Suzuki	MRTI. BO	9.66	1.94	0.76
Mahindra Mahindra	MAHM. BO	10.14	2.21	0.75
Ford Otosan	FROTO. IS	3.14	0.98	0.23
Oriental Hldgs	OTLS. KL	-	0.71	0.52
Tofas Fabrika	TOASO. IS	2.93	0.77	0.24
PROTON	PROT. KL	6.20	0.21	0.20
Tan Chong Motor	TNCS. KL	3.99	0.65	0.47
Indus Motor	INDM. KA	8.13	1.40	0.29
Otokar Otobus Ka	OTKAR. IS	-	1.25	0.42
Pak Suzuki Motor	PKSU. KA	13.22	0.49	0.14
Hind Motors	HMTR. BO	-	1.29	0.20
Karsan Otomotiv	KARSN. IS	-	0.91	0.39
Cycle & Carriage	CYCB. KL	-	0.64	0.29
Honda Atlas Cars	HATC. KA	15.98	0.97	0.10
Ghandhara Nissan	GHLT. KA	-	-	7.32
Ghandhara Ind	GHIN. KA	-	-	0.86

发展中国家的估值
更有借鉴意义

国际估值比较—基本合理

	Est. PE	P/Book	P/Sales
发展中国家	7.78	1.06	0.81
发达国家	12.79	1.30	0.34
全球	8.78	1.07	1.50
一汽轿车	8.86	1.28	0.59
宁波华翔	7.54	1.26	0.52
宇通客车	9.87	2.26	0.46

目录

- 行业长期趋势判断
- 08年汽车行业回顾
- 09年汽车行业展望
- 行业投资策略
- 重点推荐公司

重点关注的汽车行业股票

上市公司	EPS (元)			PE/PB/PS			投资评级
	2008E	2009E	2010E	09PE	PB	PS	
一汽轿车	0.61	0.60	0.65	8.86	1.28	0.59	推荐
宇通客车	0.66	0.70	0.87	9.87	2.26	0.46	推荐
宁波华翔	0.35	0.37	0.43	7.54	1.26	0.52	推荐
金龙汽车	0.53	0.50	0.63	8.90	1.43	0.16	观望
潍柴动力	4.31	3.33	4.27	6.58	1.41	0.39	观望
中国重汽	1.37	1.20	1.58	8.56	1.72	0.25	观望
江铃汽车	0.98	0.78	0.82	8.54	1.47	0.68	观望
上海汽车	0.40	0.33	0.39	14.70	0.87	0.30	观望
长安汽车	0.15	0.11	0.20	33.36	1.08	0.62	观望
宗申动力	0.53	0.46	0.55	10.70	1.65	0.74	观望

一汽轿车（000800）：业绩和概念都有

- 产品为中高档轿车，整体销售情况良好。特别是在行业下滑的7、8月份保持上万台的销售量。明年陆续有新车型推出，老车型增长比较迅速。
- 公司财务政策比较稳健，采用加速折旧政策，使业绩相对平稳。
- 公司具有一汽集团整体上市的概念。
- 风险点：销量低于不达预期

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(万元)	1361751	1868900	1778000	1941000
净利润(万元)	55287	99210	97988	105153
净利润增长率(%)	99.93	79.45	-1.23	7.31
EPS(元)	0.34	0.61	0.60	0.65

宇通客车（600066）：计提不影响公司经营

- 大中客竞争结构比较稳定，有利于毛利率水平的恢复。
- 股票投资亏损大幅计提影响当期利润，但计提不影响公司正常经营。
- 公司在客车行业的竞争力不容怀疑，利润基数变低导致收入下降时利润增长。
- 风险点：销量下滑幅度超过预期

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(万元)	788077	756000	755250	840000
净利润(万元)	37696	34676	36185	49021
净利润增长率(%)	66.56	-8.26	4.63	24.83
EPS(元)	0.73	0.66	0.70	0.87

宁波华翔（002048）：具逆市扩张能力

- ❑ 公司管理团队比较优秀，经营效率比较高，能够提供有竞争力的产品，一直在抢占延锋伟世通等企业的份额，在市道不好时具备扩张的能力。
- ❑ 富奥收入规模比较大，可能出现负增长，但管理效率的提高能够改善盈利能力。
- ❑ 模块化供货能够使客户数量不增加情况下，增加收入水平。
- ❑ 风险点：富奥整合的情况

	2007A	2008E	2009E	2010E
收入(万元)	264325	290239	302144	343752
净利润(万元)	14362	17303	18487	21143
净利润增长率(%)	43.04	20.48	6.85	14.37
EPS(元)	0.29	0.35	0.37	0.43

朱学东的相关研究成果

序号	报告名称	完成时间	序号	报告名称	完成时间
1	潍柴动力研究报告: 未来2年 整固之年	2008. 7	10	厦工股份调研报告	2007. 3
2	中国重汽调研报告: 变局中的先机	2008. 6	11	07年商用车行业策略报告: 行业平稳增长 关注出口、重卡、柴油轻客	2006. 12
3	工程机械08年中期策略: 西风紧 冬将至 春尚早	2008. 05	12	滨州活塞调研简报: 最差时期已经过去	2006. 6
4	宁波华翔深度报告: 3年10倍空间还有多大	2008. 2	13	宁波华翔年报点评: 明天会更好	2006. 3
5	厦工股份研究报告 帝国反击	2007. 12	14	秦川发展为什么值得长期看好?	2006. 2
6	中联重科调研报告: 博厚悠远 厚积薄发	2007. 11	15	机床行业深度报告: 战略必争产业 黑马的摇篮	2006. 2
7	工程机械行业08年策略报告: 08年还能快速增长吗?	2007. 11	16	秦川发展调研报告: 略有瑕疵,瑕不掩瑜	2005. 11
8	安徽合力调研报告: 50年连续盈利的背后	2007. 10	17	宇通客车调研报告: 差异化战略确立行业优势	2005. 9
9	江淮汽车调研报告: 轿车业务贡献利润尚需时日	2007. 10	18	宁波东睦调研报告: 新兴行业龙头持续稳定增长	2005. 8

欢迎交流

兴业证券研发中心 朱学东

zhuxd@xyzq.com.cn

(021) 68419393-1043