

# Compani es

## 轿车行业: 两轮上升周期显现三大差异

●在股市财富效应溢出刺激轿车国内需求、中国轿车性价比提升拉动出口需求背景下,2008年出口需求可能加速。届时,轿车销量增长可能超出预期。  
●本轮轿车行业上升周期从2006年开始,目前看来仍然处于上升周期的中段。2006年,轿车行业利润总额同比增长51%,预计2007年同比增长60%以上。

○国信证券 赵雪桂 李君

### 2008年的展望: 继续向上需求加速

预计2007年、2008年轿车需求分别增长27%、20%左右。在股市财富效应溢出刺激轿车国内需求、中国轿车性价比提升拉动出口需求背景下,2008年出口需求可能加速。届时,轿车销量增长可能超出预期。

产能扩张有序。自下而上统计,2008年产能增长大致在17%左右。与历史相比,2007年至2008年轿车行业产能扩张有序,不存在过度扩张的状况。

产能利用率提高。在需求增长20%、产能增长17%假设下,预计产能利用率由上年的73.23%上升至75.13%。如果需求进一步提升,产能利用率将相应走高。

行业盈利向上,产能利用率向上,行业盈利加倍向上。对2008年轿车行业盈利增长,持非常乐观态度,预计行业利润总额同比增长25%以上。

### 2007年简单回顾: 没有悬念的上升

行业销量平稳增长。2007年上半年,轿车销量累计同比增长25.9%。预计2007年轿车销量同比增长速为25%至28%。

库存压力较低。生产库存压力低于去年同期;2007年上半年,轿车“当年累计新增库存”为71950辆,明显低于去年同期的82441辆;“当年累计新增库存比”(累计新增库存/累计产量)为3.05%,低于去年同期4.37%的水平。经销商库存低于去年同期,热销车型还有供应紧张。

降价有序。需要一提的是,就轿车行业而言,受新车型不断推出、规模化生产降低成本等影响,降价是一种“常态”。观察2007年各厂商降价行为,更像2002年至2003年,降价带来销量增长;而不像2004年至2005年,降价引发货币待购。基本处于有序状态,而不是原凶恶性竞争。

月度利润创下历史新高。2007

## 资产注入和景气提高推动业绩增长

○银河证券 赵胜利

2007年上半年,22家汽车整车上市公司实现业务收入1415亿元,同比增长114%;实现净利润62亿元,同比增长188%。

业绩大幅增长原因主要有两个:一是优质资产注入,提高上市公司整体质量。上海汽车集团通过上海汽车整体上市、潍柴动力吸收合并湘火炬后在深圳上市、一汽海马汽车公司50%注入海马股份和桥箱公司51%股权注入中国重汽。这一系列大规模优质资产注入彻底改变了相关上市公司面貌,提高了盈利能力,同时也增强了上市公司行业代表性,从而更能分享汽车行业发展成果。

二是行业景气度进一步提升。2007年前7个月汽车销量达到437万辆,同比增长23%,其中乘用车和商用车销量分别增长22%和26%。商用车销量增速超过乘用车是今年汽车市场一大特点。

重型货车市场持续繁荣是今年上半年商用车行业的亮点。在固定资产投资快速增长背景下,重型货车需求超过市场预期。其中半挂牵引车同比增长123%,重型货车(含非完整车辆)增长46%。上市公司中,中国重汽、潍柴动力和福田汽车是最大受益者。中国重汽受到以上两个因素共同影响,净利润同比增长296%。

汽车整车行业上市公司盈利能力在经历2004年至2005年下滑和2006年复苏后,2007年大幅提高。预计2007年净资产收益率将达到16.7%,超过2003年高点。资产净利

### 不同厂商销量表现冷暖各异(2007.1-7)

厂商	累计销量(2007.1-7)	上年同期累计销量	同比增长
一汽大众	260605	178580	45.93%
比亚迪	57851	34242	68.95%
海马汽车	79634	36482	118.28%
北汽现代	128587	157135	-18.17%
东风悦达	57125	69173	-17.42%

资料来源:CAAM,国信证券经济研究所

6月月度利润总额为64亿元,环比上升。2007年上半年,汽车行业(重点企业合计)利润总额同比增长65.89%,汽车行业利润同比大幅攀升的原因是:一、受益于规模效应,毛利率提升、管理费用率下降。报告期内,汽车行业毛利率从上年同期的15.9%上升至16.5%,管理费用率从上年同期的5.2%下降至5.0%。

二、轿车、重卡行业盈利盆满钵满,拉动汽车行业盈利上升。需要重点强调的是,4至6月汽车行业月度盈利能力上升趋势明显,4、5、6月当月毛利率分别为15.8%、16.7%、17.9%。

个体增长出现了明显的分化:一汽大众、比亚迪、海马汽车等销量增长、盈利大幅改善;北汽现代、东风悦达起亚销量下降、盈利大幅下降。

### 这一轮和上一轮存在三方面差异

上一轮,2002年至2004年4月。上一轮轿车行业上升周期中,汽车行业利润在2002年、2003年分别增长68%、58%,并在2004年4月份达到单月利润总额高点。

这一轮,2006年至至少到2008年。本轮轿车行业上升周期从2006年开始,目前看来仍然处于上升周期的中段。2006年,轿车行业利润总额同比增长51%,预计2007年同比增长60%以上。

首先,与上一轮相比,本轮需求增长在两方面体现出差异:

消费群体:从财富金字塔的“塔尖”逐渐下移。在居民收入水平提高、汽车降价的双重作用下,轿车的主力消费群体由财富金字塔的塔尖移向中端。这部分人群,市场容纳力更强,消费也更稳定。

消费区域:二、三线城市成为消费主力。广东、浙江、江苏、山东、北京等省份依然是轿车消费的主

要区域,但需要强调的是,这一轮中,二、三线城市轿车消费增速显著超过一线城市。

消费结构有一定优化。仅在2007年表现出:在消费升级的浪潮中,1.6L排量以下轿车占销量比例逐渐下降,反映出消费者消费偏好的转变。而对整车厂来说,高档车往往意味着更强的盈利能力。

需要强调的是,这一轮中,具体到2007年至2008年,预计轿车需求分别增长27%、20%左右。在股市财富效应溢出刺激轿车国内需求、国产轿车性价比提升拉动出口需求的背景下,2008年轿车总体需求可能超出上述预测。

其次,就行业盈利而言,这一轮,产能利用率、毛利率都远低于上一轮。2002年、2003年,轿车行业产能利用率分别为90%、84%,汽车行业毛利率分别为21.82%、20.38%;2006年、2007年(预计)产能利用率分别为70.97%、73.23%,毛利率分别为16.05%、16.54%。

相对更低的产能利用率及毛利率水平意味着:轿车厂商具有相对理性的产能扩张冲动,行业周期走向因为供应快速扩张而导致“从骤热到骤冷”的压力也要小得多。

最后,在个体增长方面,上一轮,所有的轿车公司销量都增长,盈利都盆满钵满。受益于行业需求的骤然变热(2002年、2003年,轿车销量同比增长56%、75%),几乎所有轿车厂商产品均供不应求,盈利大幅上升。

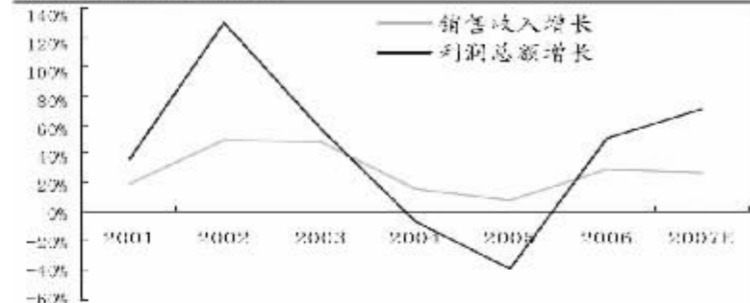
这一轮,个体明显分化,有增长,更有下降,总体更健康。2006年、2007年(预计)轿车销量增长分别为27%、20%,增速温和。厂商个体表现冷暖各异,比较突出的是:一汽大众、自主品牌中比亚迪、海马汽车等盈利80%以上增长;北汽现代、东风悦达起亚销量下降、盈利大幅下降。

### 汽车整车上市公司收入和利润大幅增长(2007年上半年)

百万元	1H07	1H06	YOY
主营业务收入	141467	66200	114%
主营业务成本	120160	56064	114%
主营业务税金及附加	2115	1443	47%
主营业务利润	19192	8692	121%
销售费用	8275	3543	134%
管理费用	5948	3320	79%
财务费用	921	245	276%
投资收益	4741	750	532%
营业利润	8654	2744	215%
净利润	6241	2169	188%

资料来源:Wind资讯、中国银河证券股份有限公司研究中心

### 汽车行业收入与利润增长



率也将达到6.1%,接近前高点。

### 轿车行业2007年大丰收已成定局

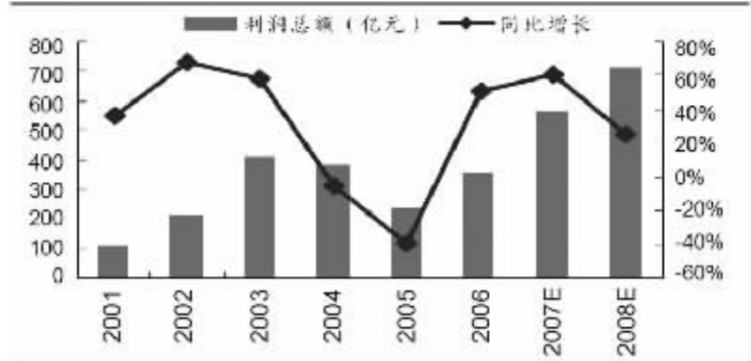
根据全国乘用车联席会议统计,2007年7月轿车销售量为35.4万辆,同比增长31%;1至7月累计销售轿车264万辆,同比增长27%。预计全年轿车销量将达到477万辆,比2006年增长25%,相当于国内生产总值增长两倍多。在2006年增长37%的基础上,轿车行业

2007年25%增速超出市场预期。

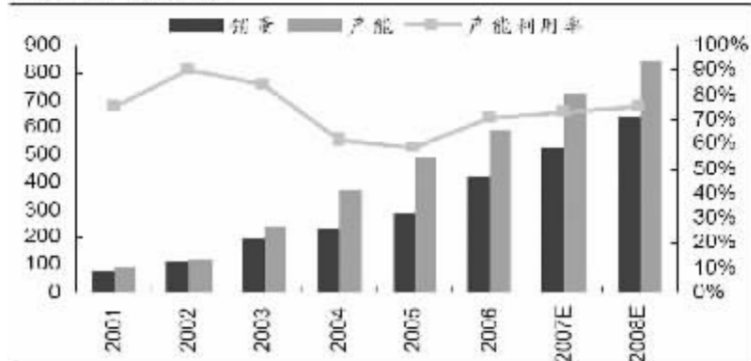
在国民经济持续繁荣和人均收入快速增长的背景下,预计未来三年轿车行业还能保持15%增速。

轿车市场整体繁荣苦乐不均。在2007年1至7月轿车销量前20名企业中,销量大幅增长和负增长同时出现。广州丰田、一汽海南、沈阳华晨和东风本田销量同比增速超过100%,北汽现代、长安铃木和东风悦达起亚销量跌幅超过15%。前10名公司中,有6家公司销量增速低于行业平均水平。

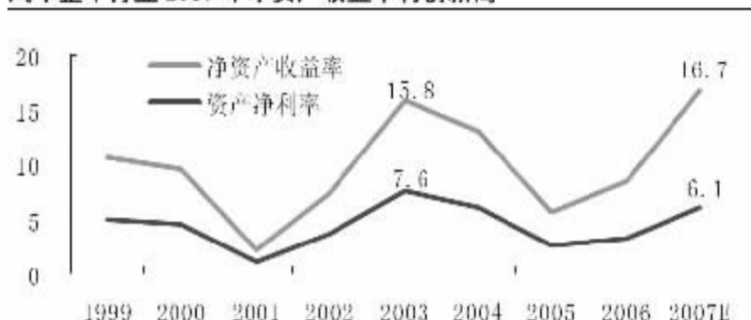
### 汽车行业年度利润



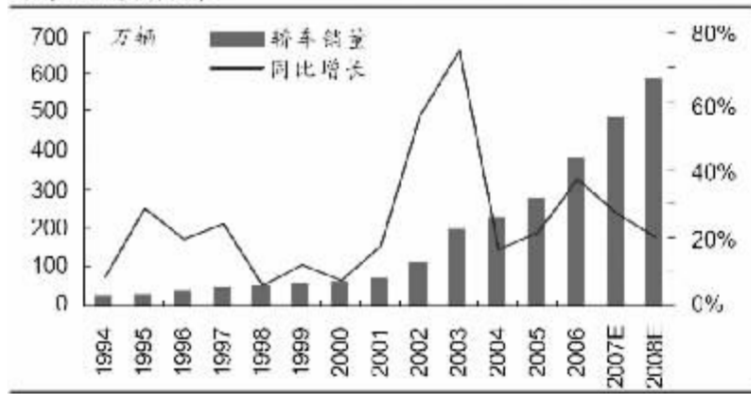
### 轿车行业产能利用率



### 汽车整车行业2007年净资产收益率将创新高



### 轿车销量及增长率



郭晨凯制图

## 景气周期或致产能扩张过度

○天相投顾 王明存 谈际佳

2007年1至5月,与24.8%的营业收入增长相比,汽车制造企业实现了58.1%的利润增长,从2006年开始汽车制造企业扭转了利润增长为负、利润增速低于收入增速的被动局面。今年7月,轿车价格指数创下2002年以来的新高,指数为97.7。判断汽车行业正处于营业收入快速增长、利润更快增长的景气周期。

### 整车层面关注四大投资主题

- 第一,重汽细分市场。固定资产投资的高增长,计重收费、燃油税的开征,对超载的严厉打击等等重要事件使重汽细分市场在未来几年会有出色的表现,2007年至2009年CAGR将超过40%。
- 第二,整体上市预期类上市公司。研发的大量投入会使公司现金流比较紧张,为缓解资金面压力,集团整体上市将是2007、2008、2009年汽车行业的最大看点。
- 第三,自主研发实力较强的企业集团。
- 第四,各细分市场龙头企业。

### 投资汽车行业需注意风险

- 第一,原材料价格波动的风险。汽车制造成本跟钢材、橡胶、塑料、玻璃等的价格都有直接的关系;尤其是钢材价格的波动对汽车制造成本的影响更为显著。对于汽配上市公司来说,原材料价格的波动对上市公司的影响则更为直接,比如汽车轮胎、汽车蓄电池、汽车车轮等相关产品盈利能力的变动更受原材料价格变动的影响。
- 第二,汽车企业之间的价格竞争。由于汽车产业处于景气周期,汽车厂商对市场容易过于乐观,产能会迅速扩张,同时会吸引新的进入者,造成供需之间的阶段性失衡,价格竞争便不可避免。
- 第三,人民币的升值影响汽车的出口,尤其对出口所占比例较大的客车,中低端卡车生产企业会产生一定的压力。汽配行业出口收入占比约30%,人民币的持续升值,从长期来看对整个行业的出口竞争力产生负面影响。
- 第四,出口地区的贸易壁垒和国内相关政策变动的风险。我国整车制造企业,特别是轿车企业逐渐走出国门,出口所在地的相关标准法规和贸易壁垒会增加出口的不确定性;另外若政府对汽配行业相关产品的出口退税进行后续调整,也会给相关上市公司的经营业绩带来波动。

### 一汽轿车(000800)

#### 自主品牌销售获改善

1至7月份,M6产品销量达到26441辆;奔腾产品经过1至5月较为低迷的市场表现,6、7月状况有所改观,1至7月总销量达到10037辆,虽然整体表现略低于预期,但仍然呈现出较好的发展势头。

与马自达公司技术合作的产品M6投放市场接近5年,仍然具有较好的市场表现,是公司生产制造中高级汽车产品水平较高且质量稳定的体现,也是公司长期经过实际生产实践所积累的结果。

自主品牌销售得到一定改善。对于一汽轿车的自主品牌中高级产品奔腾而言,其销量续增在短期内的意义在于公司盈利的增长。1至5月份,奔腾产品月平均销量为1008.8辆,而在经过一系列的销售渠道重新布局以及适当的营销策略调整等措施后,6、7月份的销量分别达到2817、2762辆,在传统销售淡季取得超出一倍增长,体现出自主品牌产品存在一定的发展空间。(招商证券 汪刘胜)

### 上海汽车(600104)

#### 兼并收购扩展产业版图

上海汽车作为行业龙头公司,凭借齐全的产品线、优异的成本控制能力和良好的市场品牌效应,获得了高于行业的快速增长,其下属合资公司上海通用、上海大众和上海通用五菱表现抢眼。

上汽自主品牌今年销量超预期,谨慎看好公司自主品牌未来发展。公司中高级自主品牌荣威今年3月上市,上半年累计销量达到7632辆。相比中高级自主品牌荣威而言,更加看好公司经济型自主品牌轿车的推出。

相比国内另外两大汽车集团一汽与东风,商用车业务一直是上汽的短板。公司于2007年8月10日召开股东大会审议通过了发行认股权和债券分离交易的转换公司债券,其中发行募集不超过20亿元的资金用于未来3年内公司可能发生的在国内外市场与商用车业务相关的兼并收购。上汽集团的商用车业务占据了整车业务的绝大多数,与上汽的合作从某种意义上说也是贯彻了上汽今后发展商用车业务的意图。(长江证券 易俊 李兴)

### 一汽夏利(000927)

#### 天津丰田成核心利润来源

天津丰田开始收获。持股30%的天津丰田始终是公司核心利润来源。2007年上半年,天津丰田实现7.8亿元净利润,同比增长41%;按30%股比计算,贡献EPS约0.14元。2007年5月,天津丰田三厂建成投产(20万辆产能),总产能达40万辆。受益于开办费的降低、产能释放带来的成本下降等,预计2007年、2008年天津丰田将分别实现18.4亿、29.5亿元净利润,同比增长20%、60%。

夏利本部亏损压力增大。2006年起,夏利本部开始亏损。尽管2007年上半年较2006年下半年亏损略有下降,但情形仍不乐观。预计2007年、2008年,夏利本部仍将出现2.5亿元左右的亏损。

若不考虑一汽集团整体上市,预计一汽夏利2007年、2008年分别实现净利润3.03亿、6.35亿元,对应EPS为0.19元、0.40元。若假定一汽集团借壳一汽轿车整体上市,并对一汽夏利按1:1的比例吸收合并,则2007年、2008年的模拟EPS分别为0.76元、0.95元。(国信证券 赵雪桂 李君)

### 长安汽车(000625)

#### 福特品牌高歌猛进

长安福特马自达的增长速度继续保持。该合资公司2007上半年净利润相当于2006年全年的76%。预计2007年福特马自达净利润将增长50%以上。从上半年来看,除福特马自达以外的资产净利润为负,预计2007年全年将减亏或微利,总体公司利润率增长率也将维持在50%左右。

2007年上半年,长安奔奔上市伊始就取得了超过3万辆的佳绩。尽管近年来微型轿车在整个长安汽车中贡献的利润十分有限,但预计当微型轿车市场转暖时,以奔奔为标志的长安汽车自主品牌微车能够获得较快的增长。

微车行业竞争加剧,机遇与风险并存。长安微车作为市场第二,仍然占据近1/4的市场,完全有机会进一步挤压其他厂商的市场空间。

2007年下半年投资收益继续保持增长,其他业务逐渐扭亏或微利。预计2007年至2009年EPS分别为0.62元、0.76元、0.94元。(国都证券 徐才华)

### 东风汽车(600006)

#### 发动机业务再度高速增长

东风汽车除了自身轻型汽车保持快于行业平均水平的增速外,受集团中重型载货车回升的拉动,其发动机业务再度呈现高速增长态势。此外郑州日产的Pickup和SUV的发展也令人鼓舞。不过由于市场竞争激烈,成本压力依旧,因此最终公司的盈利在扣除非经常性损益后同比仅增长12.53%。

2007年上半年东风汽车的各项应收款项为29.46亿元,同比增加61.55%,占主营业务收入的比重达到42.95%,同比提高736个百分点;各项应付款项为55.98亿元,同比增长53.62%,应付大于应收,表明整车企业还是具有较强的转嫁风险能力的。同期企业存货为16.05亿元,同比增长16.02%。

相关财务指标分析显示,东风汽车的现金流还是相当充裕的,经营性现金流同比增长16.52%,企业的短期偿债能力依然较强。

由于2007年东风汽车所面临的市场环境依然严峻,加之成本压力较大,预计东风汽车2007年的EPS为0.26元左右。(国泰君安 张欣)