

上半年需求将持续下行 重卡最先感受经济复苏

报告提要

近期行业报告

- 宏观经济下行造成的生产放缓和消费者信心下降，是作为投资品属性的商用车和作为消费品属性的乘用车均出现增速放缓的共同原因。虽然库存在过去几个月的上升速度加快，但供给端的压力已经不是目前汽车市场上的主要问题，需求端的拐点是影响市场走势的决定因素。
- 虽然目前钢价回落有利于汽车行业的成本压力缓解，但销量增速的放缓仍然是影响汽车行业毛利率主要因素，由于销售收入增速继续走低，毛利率仍将面临进一步下滑压力。
- 投资可能成为政府再次启动经济增长的抓手，因此经济恢复的路径可能更有利于作为投资品的重卡先感受到需求的恢复，观察钢铁、水泥等工业品产量增速是否出现回升可以有助于帮助观察货车需求的反转。而从过去一轮汽车市场周期的情况来看，乘用车的消费恢复可能滞后于经济增长的恢复。
- 由于经济下行趋势会延续至 2009 年上半年，我们预期轿车销量在 2009 年上半年可能下跌 5-10%，而重卡销量下跌幅度可能达到 20%以上。
- 虽然下行的趋势到 2009 年上半年都难以好转，但从长期的角度来看中国汽车企业的成长性仍在。中美汽车销量在增速和绝对增量的比较都显示出中国市场的成长性，中国的汽车产业政策使国内汽车企业仍能凭借合资或自主品牌两条战线分享所有的销量，成长性上的差异使得美国汽车市场目前所处的糟糕形势对中国汽车市场的参考不强。

- 2009 年莫尼塔上半年策略配置：财政拉动“早周期”及“短通缩”环境下结构性底部
- 2008 年 12 月 4 日，钢铁行业年度报告：上半年钢价难以反转，但长材具备结构性优势
- 2008 年 11 月 21 日，策略周报：趋势投资与大小非共同影响 09 年股指走势
- 2008 年 11 月 18 日，莫尼塔 2009 年年度策略报告：2009 年经济自我修复，3009 点 A 股恢复均衡

汽车行业分析师：陈殷

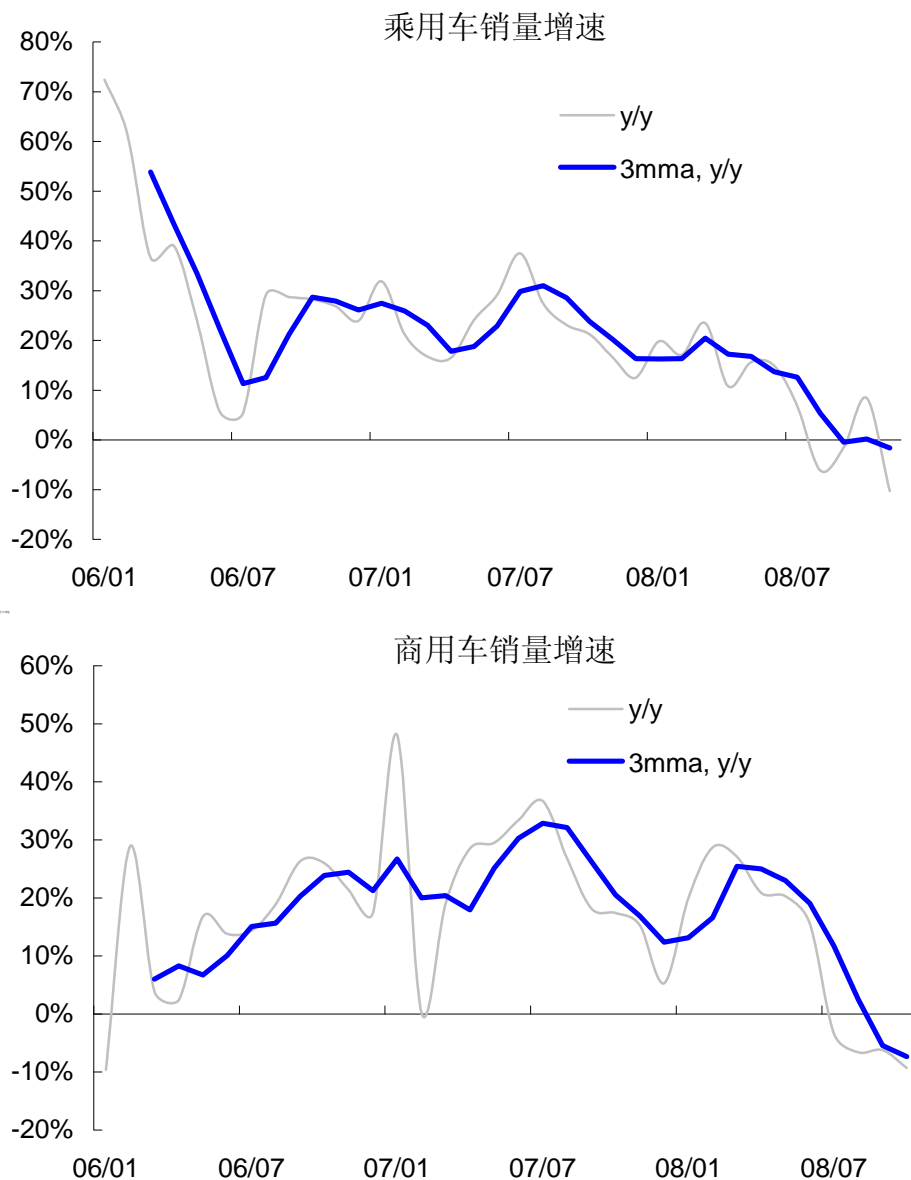
电话：010-84486606 转 624

Email: ychen@cebm.com.cn

风险因素：经济下滑程度低于预期及政府通过财政和信贷政策加大对汽车消费的刺激力度。

需求放缓仍在持续

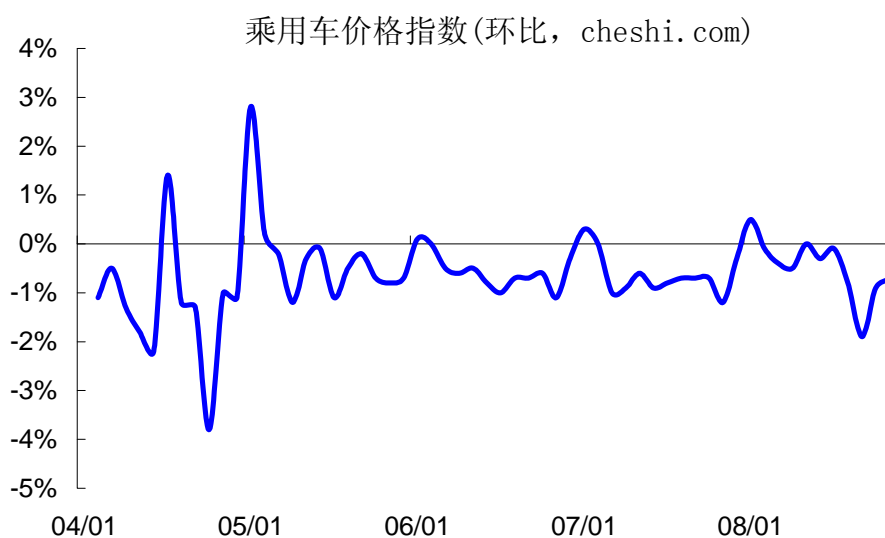
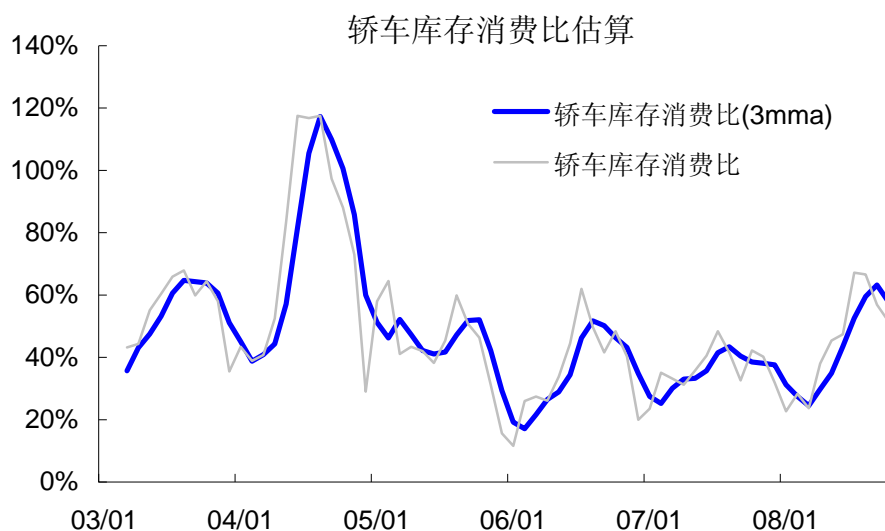
乘用车销量增速自 4 月份以来出现放缓，至 8 月份跌至同比负增长，虽然 10 月份销量增速回升，但需求放缓的趋势并没有反转。与乘用车变化一致的是商用车增速在下半年也明显下滑至负增长。宏观经济下行造成的生产放缓和消费者信心下降，是作为投资品属性的商用车和作为消费品属性的乘用车均出现增速放缓的共同原因。



供给端压力已非主要问题

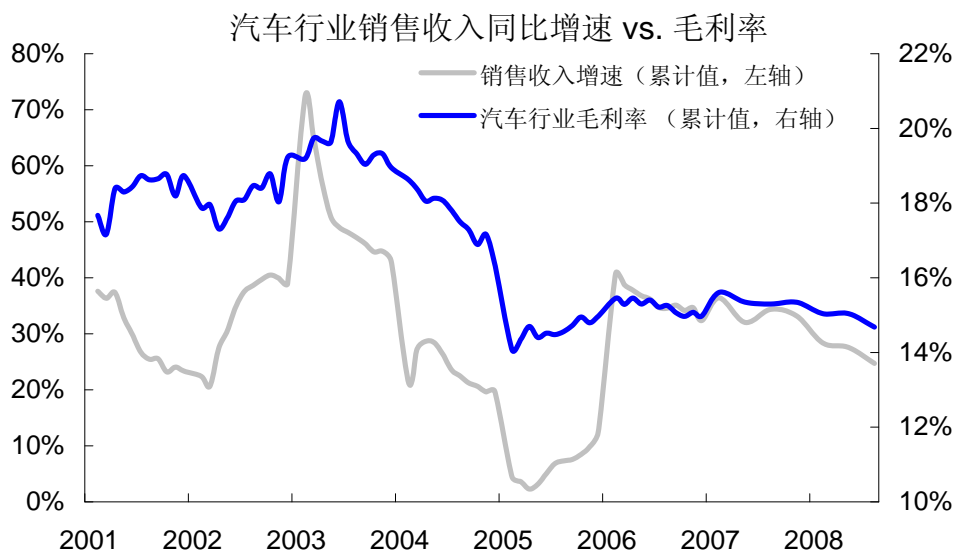
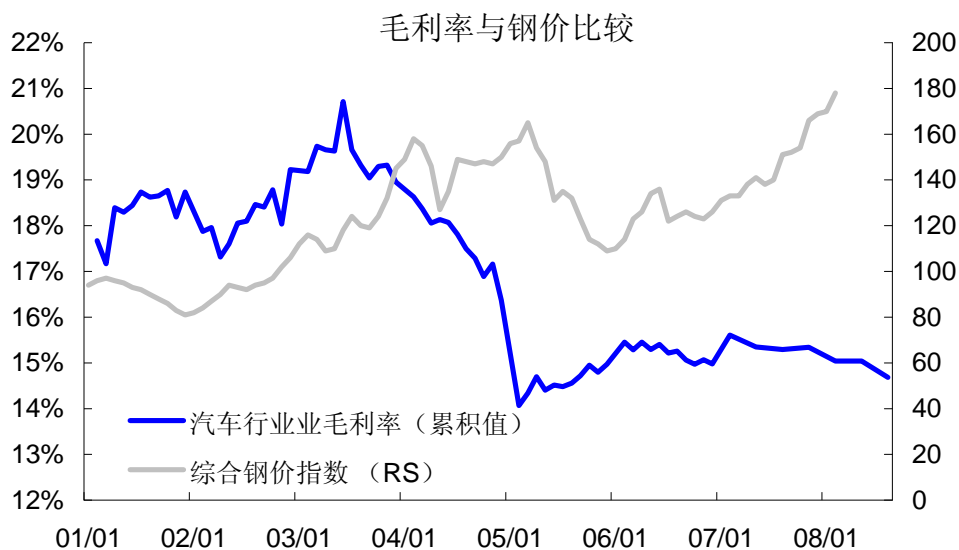
由于连续多月销量低于预期，库存在过去几个月的上升速度加快，但从库存消费比的数据来看供给端的压力要小于 2004 年。降价幅度有望在钢价回落以及经销商资金压力增加的背景下扩大，但重演 2004 年价格战的可能性不大。

供给端的压力已经不是目前汽车市场上的主要问题，厂商可以通过减产主动调整供给端的压力，但是对经济下行造成的需求端放缓则显得无能为力。



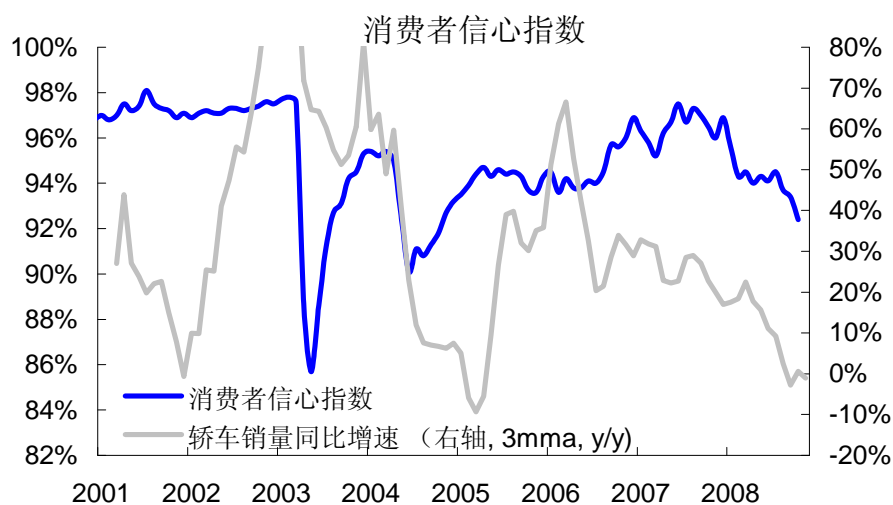
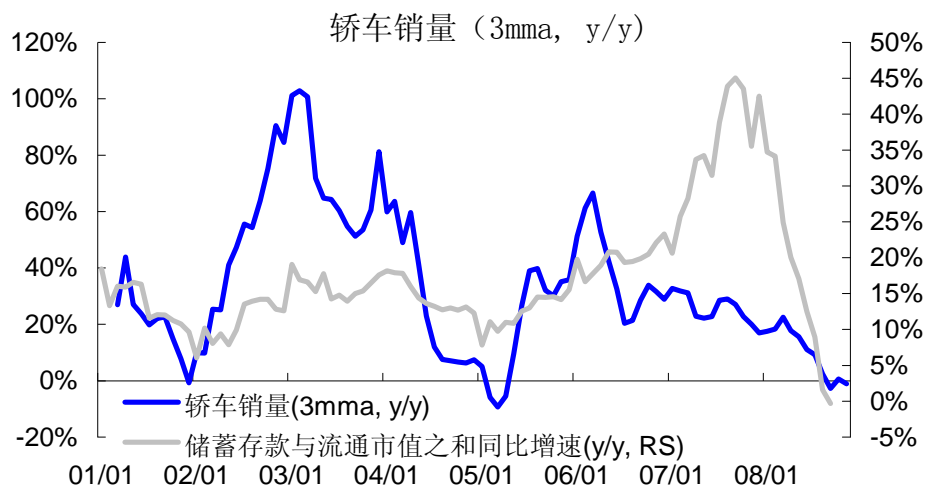
钢价回落但毛利率仍面临下滑压力

年初钢价上涨并没有造成汽车行业的毛利率出现明显下降，倒是需求放缓带来的销售收入增速下降造成了汽车行业的毛利率下滑。虽然目前钢价回落有利于汽车行业的成本压力缓解，但销量增速的放缓仍然是影响汽车行业毛利率主要因素，由于销售收入增速在 2009 年上半年可能继续走低，毛利率仍将面临进一步下滑压力。



乘用车需求走弱——消费者信心回落

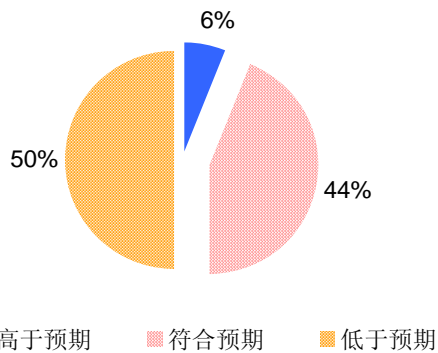
乘用车是需要居民使用存量财富支付的大宗消费品，受到居民存量财富及消费信心变化的影响。我们用居民储蓄和流通市值之和来观察居民财富的变化，发现居民财富的增速与轿车消费的周期存在一致性，存量财富和消费者信心的恢复之前轿车销量增速出现反转的可能性不大。



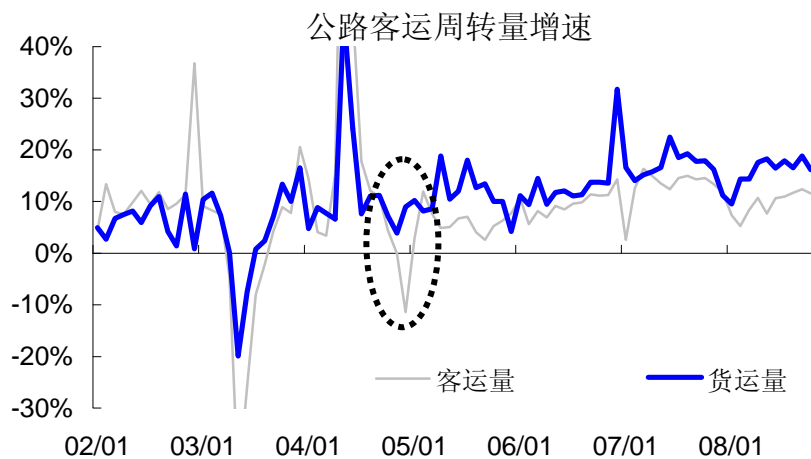
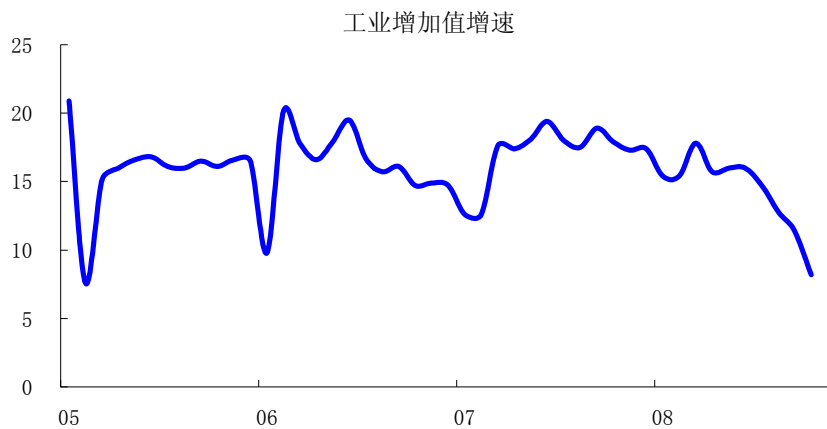
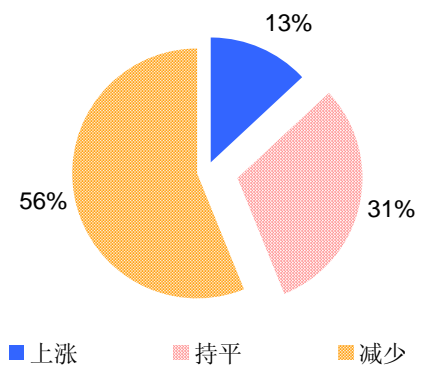
商用车需求转弱——客货运量增速放缓

货运市场的景气下行是近几个月商用车销量明显出现放缓的原因，一向比较平缓的交通运输部公路客货周转量统计数据在 10 月份也出现放缓。从我们的公路货运行业调研和工业生产数据来看，公路运输需求已经受到经济放缓的影响，由于货量减少，我们调研的部分公路货运企业已经开始裁员减薪。

莫尼塔货运公司调研，11月6-10日
10月份货量相比于预期



莫尼塔货运公司调研，11月6-10日
11月公路货运价格预期

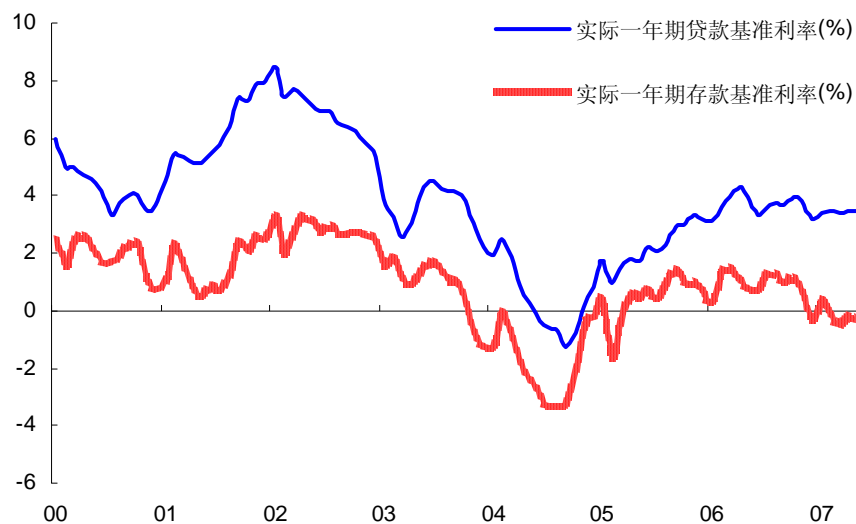


等待经济拐点的来临

商用车和乘用车增长的共同放缓都受到经济下行的影响，从我们宏观研究团队对明年宏观经济走势的分析来看，经济在 2009 年 2 季度可能触底，这意味着负面因素的释放可能要持续到明年 2 季度，之前汽车行业的需求均处于下行过程中。

莫尼塔 2009 宏观经济预测

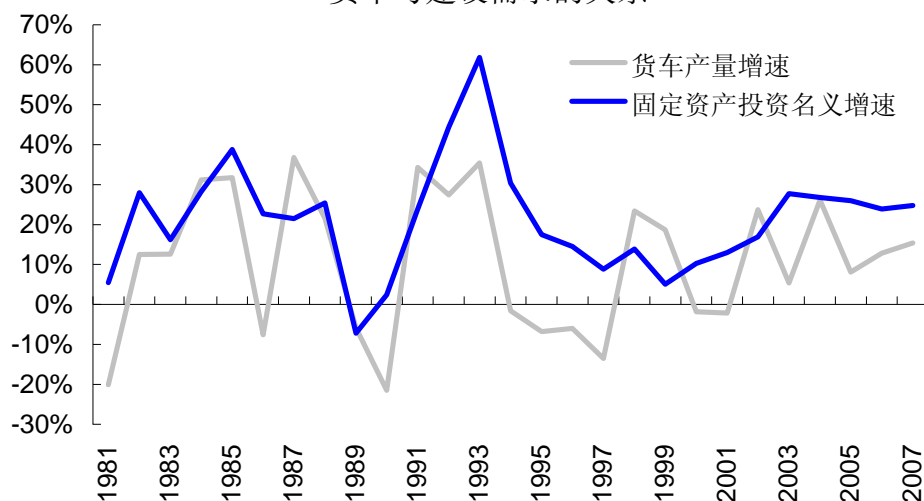
| | 3Q08 | 4Q08 | 1Q09 | 2Q09 | 3Q09 | 4Q09 | Y2009 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 城镇固定资产投资当季同比增速(%) | 29.3 | 25.0 | 16.0 | 14.0 | 12.0 | 16.0 | 15.0 |
| 出口增长(美元计, %) | 23.0 | 16.0 | 8.9 | -1.5 | -1.2 | 4.5 | 2.4 |
| 进口增长(美元计, %) | 25.7 | 10.0 | 4.0 | -4.0 | 6.0 | 10.0 | 4.0 |
| 社会消费品零售总额增速(%) | 24.6 | 18.2 | 11.9 | 9.3 | 9.4 | 12.3 | 10.7 |
| 工业增加值增速(%) | 13.0 | 7.6 | 7.0 | 8.0 | 10.0 | 12.0 | 9.3 |
| CPI(%) | 5.3 | 3.2 | 0.9 | 0.3 | 0.4 | 1.3 | 0.7 |
| PPI(%) | 9.7 | 3.7 | -1.0 | -3.0 | -4.0 | 0.0 | -2.0 |
| 1 年期贷款利率(期末值, %) | 7.20 | 5.85 | 4.23 | 3.69 | 3.69 | 3.69 | 3.69 |
| 1 年期贷款利率下调幅度(0.27%×) | 1 | 5 | 6 | 2 | 0 | 0 | 8 |
| 1 年期存款利率(期末值, %) | 4.14 | 3.06 | 2.25 | 1.98 | 1.98 | 1.98 | 1.98 |
| 1 年期存款利率下调幅度(0.27%×) | 0 | 4 | 3 | 1 | 0 | 0 | 4 |
| RMB/USD(期末值) | 6.82 | 6.80 | 6.80 | 6.80 | 6.80 | 6.80 | 6.80 |
| 实际 GDP 增速(%) | 9.0 | 7.5 | 7.0 | 7.3 | 8.3 | 8.6 | 7.8 |



重卡可能最先感受经济复苏

从长时间序列来看，货车需求与投资需求增长存在比较好的一致性，从中国的经济结构特点来看，投资可能成为政府再次启动经济增长的抓手，近期政府公布的 4 万亿计划也主要针对投资，因此经济恢复的路径可能更有利于作为投资品的重卡先感受到需求的恢复。

货车与建设需求的关系

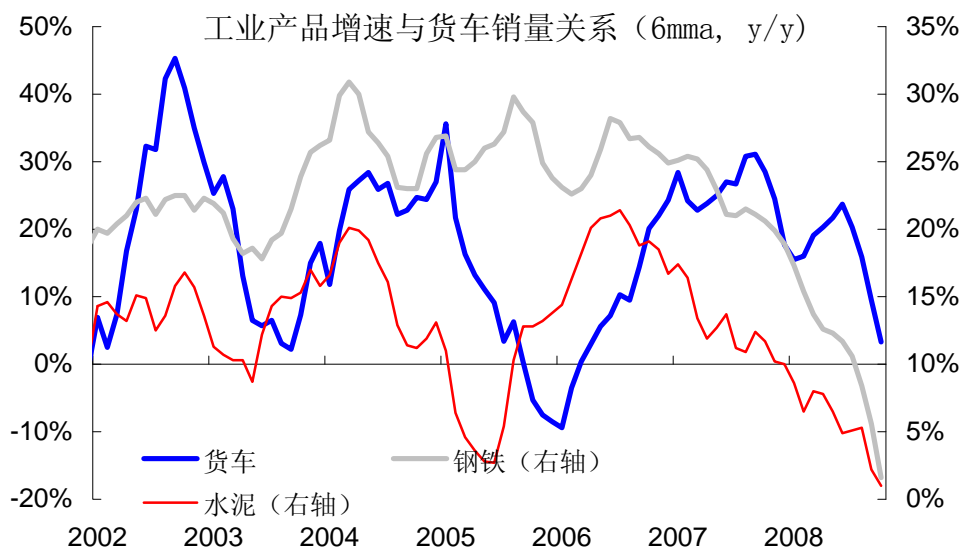
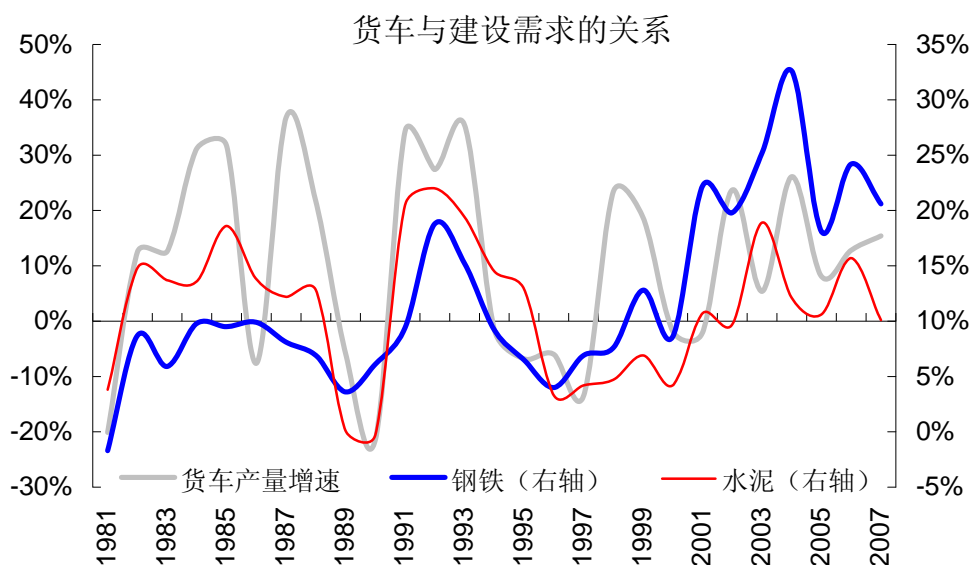


政府近期宣布的投资计划

| | 总量 (万亿) | 投资期 (年) |
|------|---------|---------|
| 公路交通 | 2 | 2 |
| 铁路 | 3.5 | 3 |
| 住房 | 0.9 | 3 |
| 灾后重建 | 1 | 3 |
| 电网 | 1.16 | 3 |
| 能源 | 0.5 | N/A |

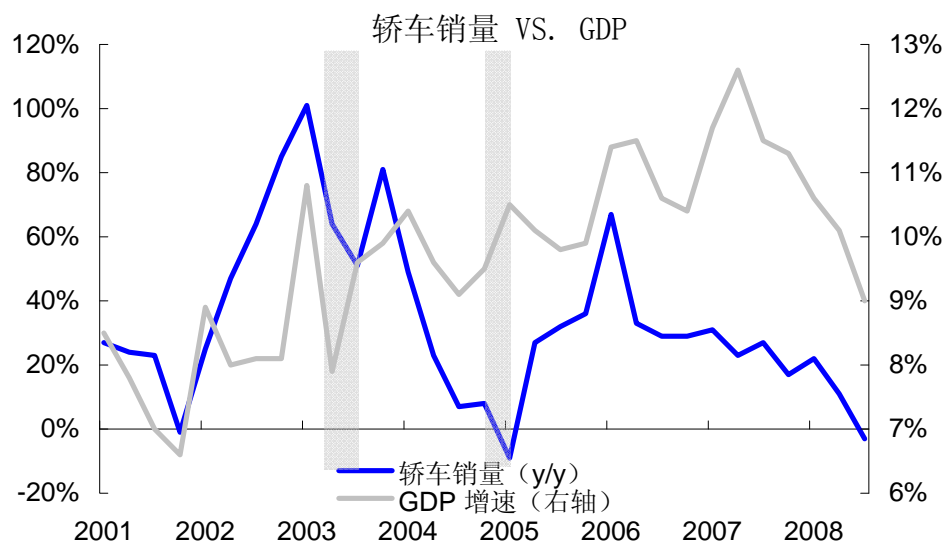
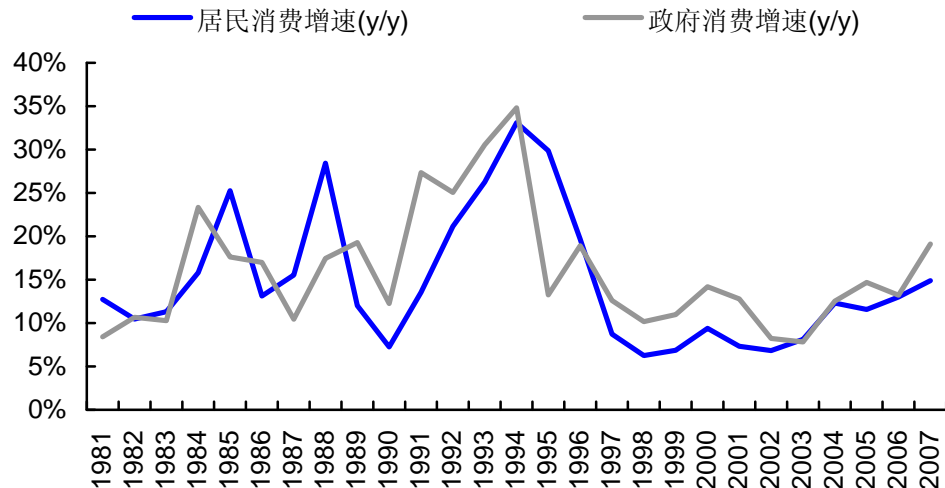
工业品产量为观察重卡需求恢复提供参考指标

钢铁、水泥等工业品的产量是反映投资建设增长情况的具体指标，从历史上来看这些工业品的产量也与卡车销量走势表现出一致性。2003和2006年水泥和钢铁产量的走高领先于货车销量增速的上升，目前这些工业品产量增速均出现明显回落，观察工业品产量增速是否出现回升可以有助于帮助观察货车需求的反转。



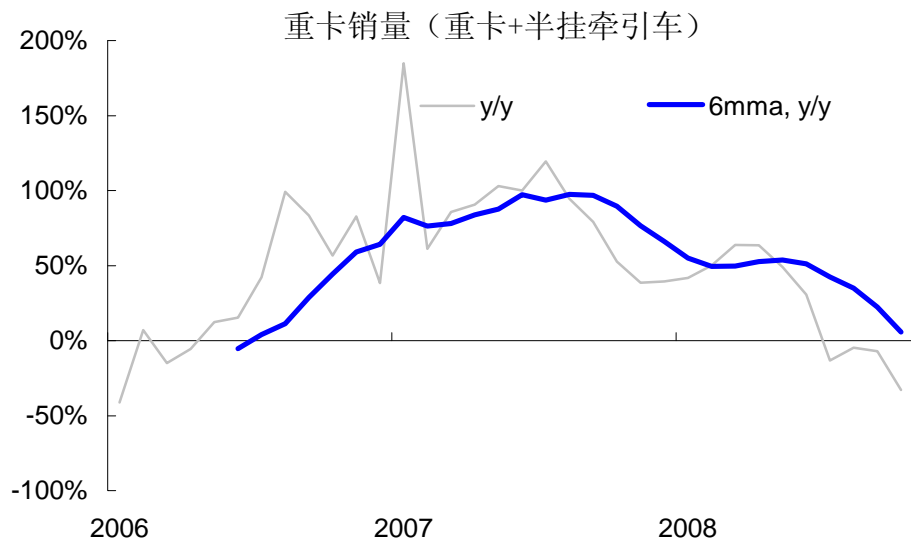
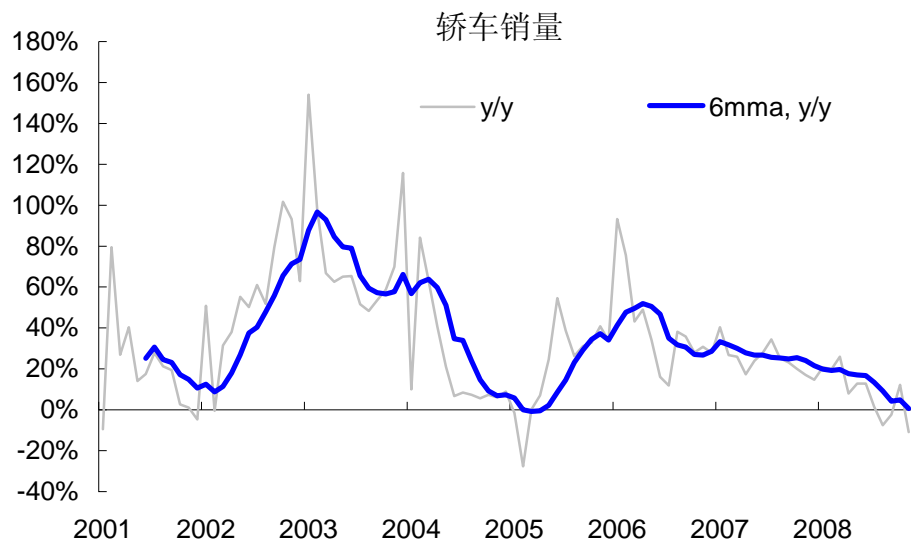
乘用车的需求恢复滞后于经济复苏

从经济增长恢复的路径来看，消费的恢复要滞后于投资的恢复，从过去一轮汽车市场周期的情况来观察，在轿车消费走弱后，经济的复苏并没有能够马上带来轿车销售的复苏。因此乘用车的消费拐点可能滞后于经济增长的拐点。



2009 年上半年销量增速可能跌至负增长

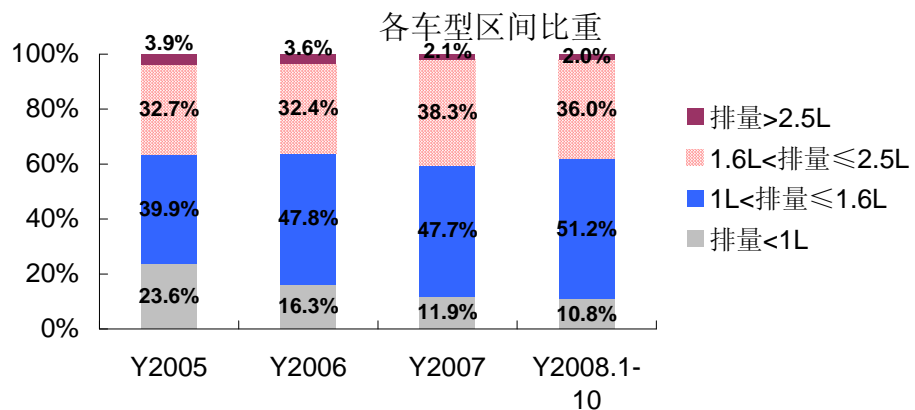
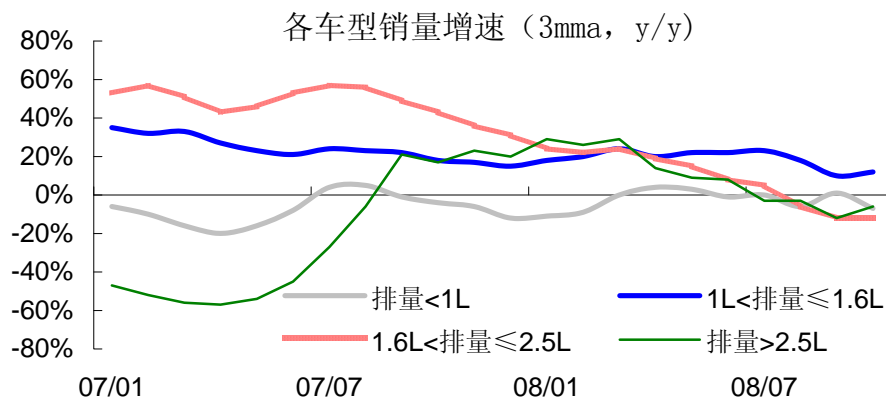
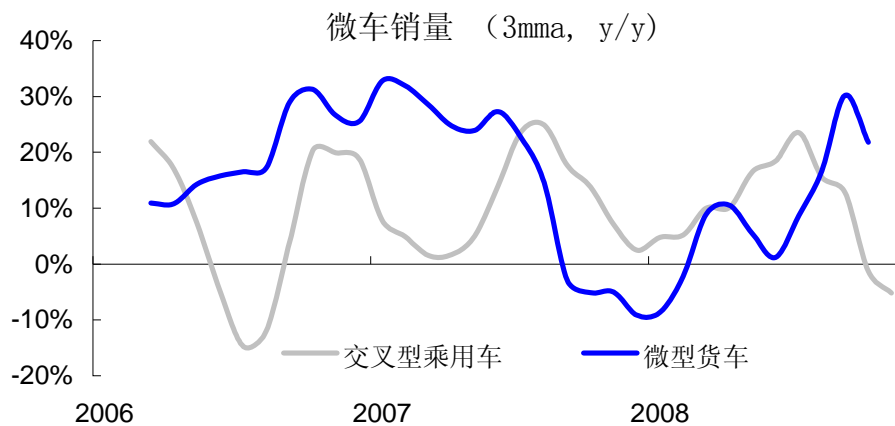
由于经济下行的趋势在 2009 年上半年均难以得到改善，同时消费的不利影响在 2009 年上半年会进一步体现，我们预期 2009 年上半年将处于需求最低潮的时期，其中轿车销量在 2009 年上半年可能下跌 5-10%，而重卡的跌幅由于 2008 年上下半年的销量移位（部分 2008 年下半年销量在上半年释放）会导致 2009 年上半年增速跌至-20%以上。



是否存在独善其身的细分市场

微货的增速在近几个月仍明显高于其他车种，这可能是由于经济的放缓目前对三、四线地区及农村的影响尚未显现出来，但随着经济放缓向三、四线地区的推移以及农村居民务工收入增长的放缓，这部分车型的增速在后期也出现回落。

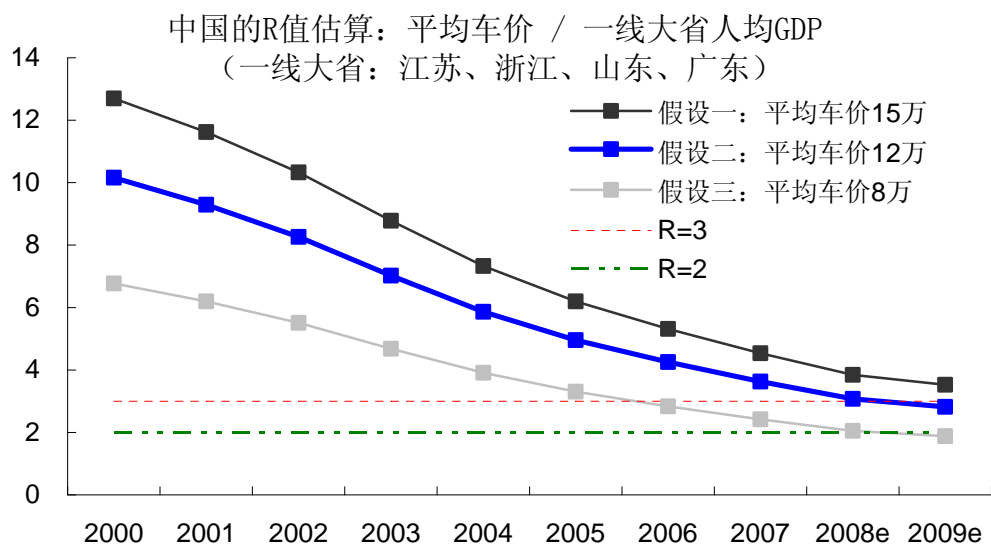
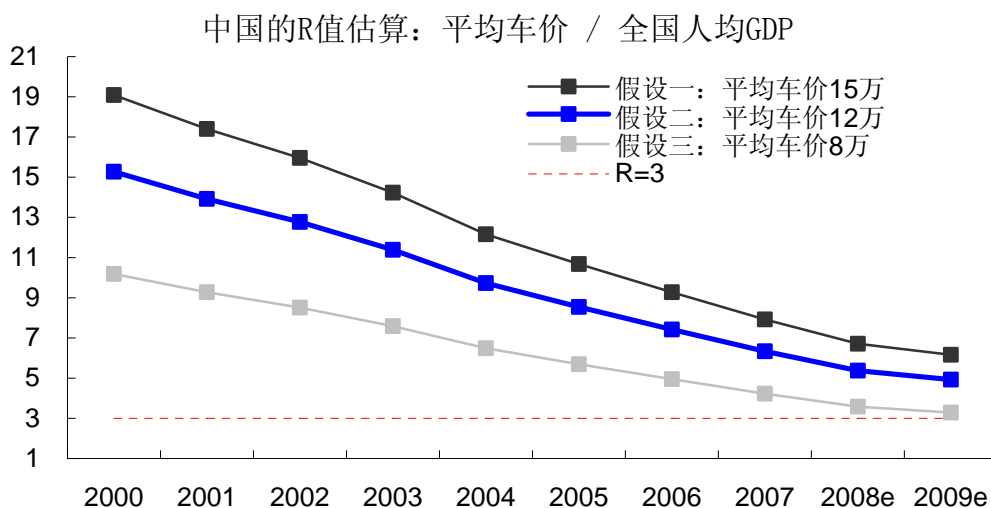
从各排量区间的乘用车销量增速来看均出现走弱，而其中 1.0-1.6 升区间车型的销量增速相对最为平稳，这可能是得益于上下两个排量区间的消费者流入。



R 值理论的实践正在展开

R 值是业内流传的判断汽车市场发展阶段时常用的理论，指一个国家轿车市场的中长期发展趋势由 R 值决定， $R \text{ 值} = \text{车价} / \text{人均 GDP}$ 。R 值为 3 以前保有量提升很慢，当 R 值达到 3 至 2 时汽车千人保有量提升较快。虽然 R 值理论的计算公式简单，但由于人均 GDP 对各地区市场的代表性不强，而平均车价对不同区间车型的解释性不强，使得 R 值的实践意义大打折扣。

如果按照 R 值计算公式进行估算，全国范围内的 8 万元级车型 R 值正接近 3，说明刚进入快速增长期的地区市场主力消费车型可能仍集中在 8 万元左右的区域。而 4 个一线大省份的 8 万元区间车型 R 值已经快跌出 2，这显示 8 万元以下的低端车型在这一地区的消费潜力正在减弱。



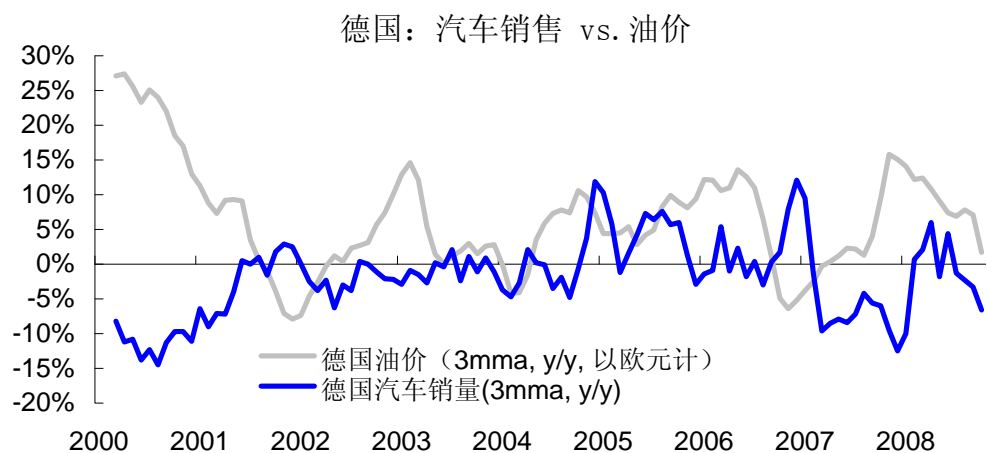
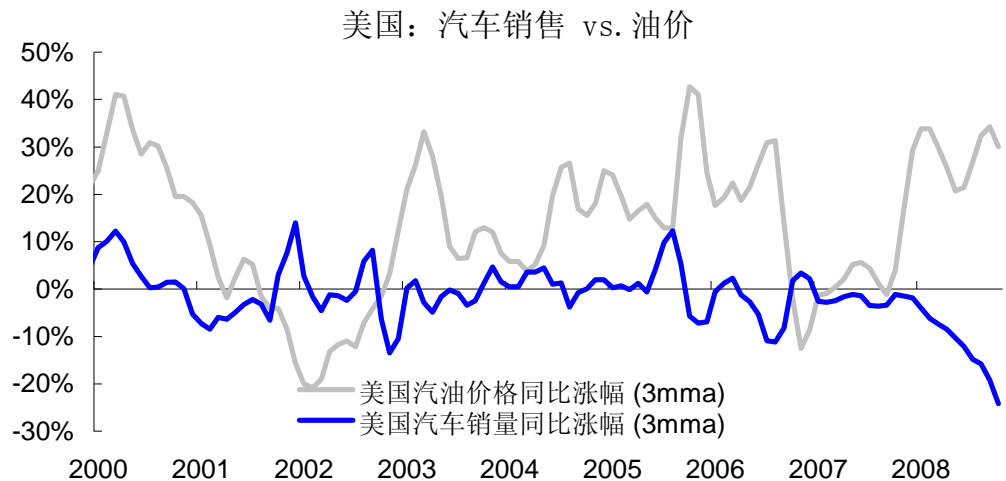
燃油税对汽车销量的解释比重不足

由于影响到汽车销量增长的因素较多，从欧美的汽车销售情况来看燃油价格单一变量对销量总量的解释能力显然不足，燃油税的作用更多是在于对市场结构的影响，成为节能车型销量增长的推动因素。

成品油税收部分占税前油价的百分比（税收部分包含燃油税和 VAT 等）

| | 法国 | 德国 | 意大利 | 英国 | 日本 | 西班牙 | 加拿大 | 美国 |
|----|------|------|------|------|-----|------|-----|-----|
| 汽油 | 163% | 182% | 142% | 167% | 64% | 101% | 43% | 14% |
| 柴油 | 70% | 77% | 65% | 102% | 36% | 47% | 27% | 15% |

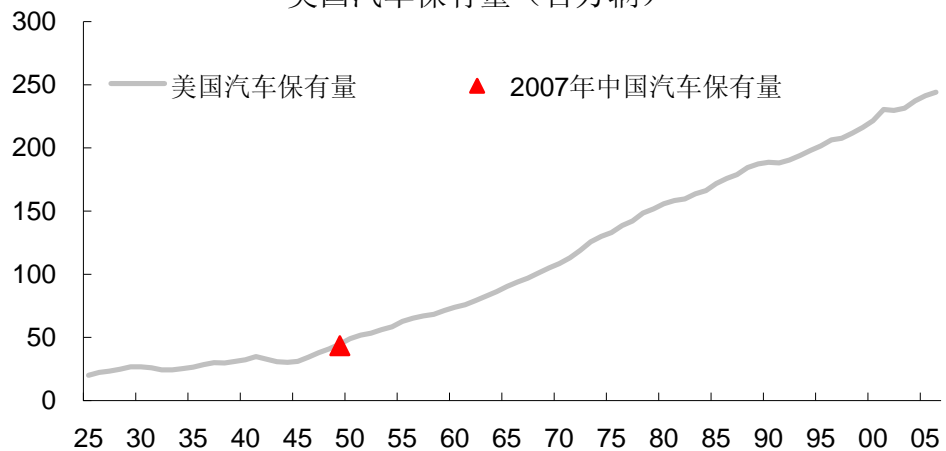
来源：IEA 数据，2008 年 10 月



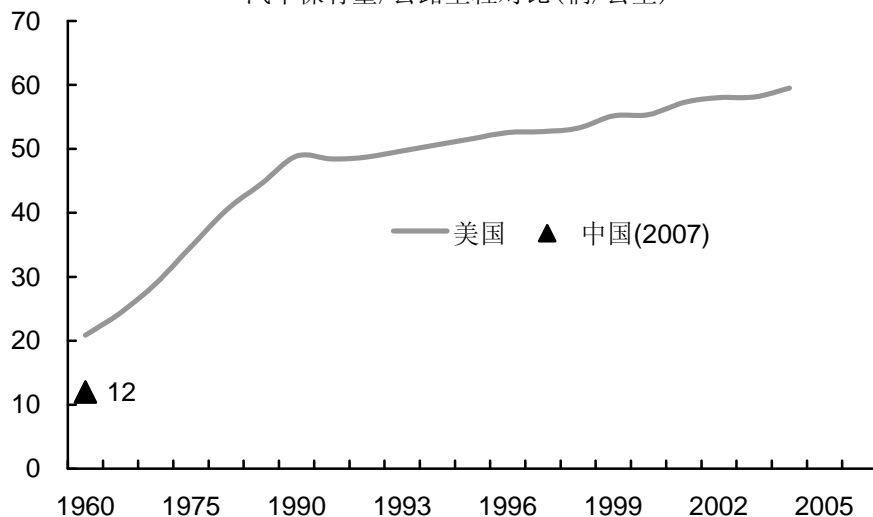
虽然市场下行趋势未改，但成长性特征仍在： 道路基础的增长空间支撑

经过连续几年的汽车销量增长，中国 2007 年的汽车保有量达到 4300 万辆，相当于美国 1949 年的水平。虽然中国人口众多，用千人汽车保有量来估算成长空间并不现实，但从道路建设的支撑条件来看，中国每公里道路汽车保有量仅为 12 辆，也明显低于美国的水平，道路基础提供的未来保有量增长空间仍然较大。

美国汽车保有量（百万辆）

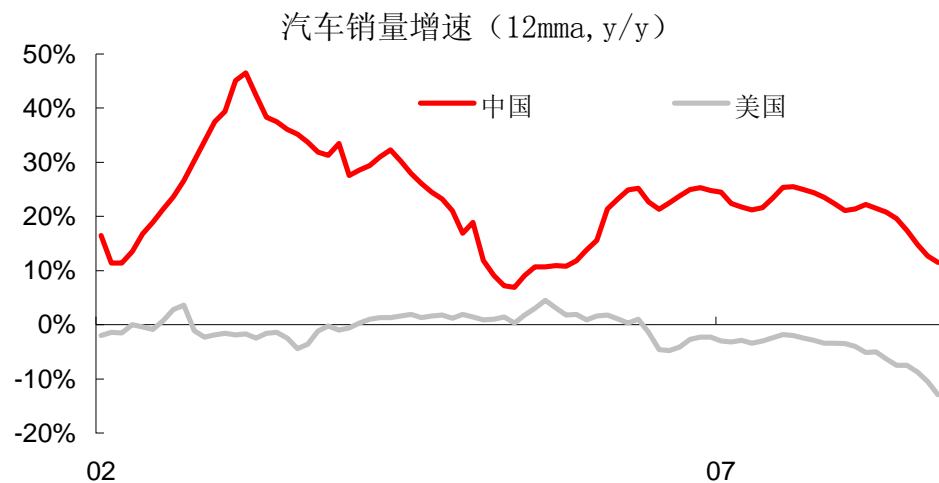
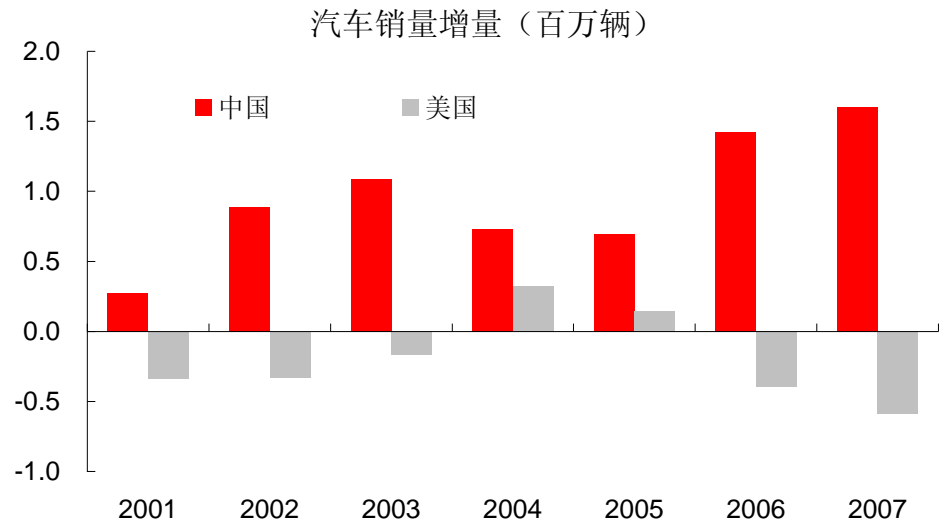


汽车保有量/公路里程对比 (辆/公里)



虽然市场下行趋势未改，但成长性特征仍在： 中美汽车市场的成长性差异比较

随着每年销量规模的扩大，中国汽车市场的增速下降有着基数提高的成分。中国的汽车销量不但在增速高于美国，绝对增量的比较也显示出中国市场的成长性。

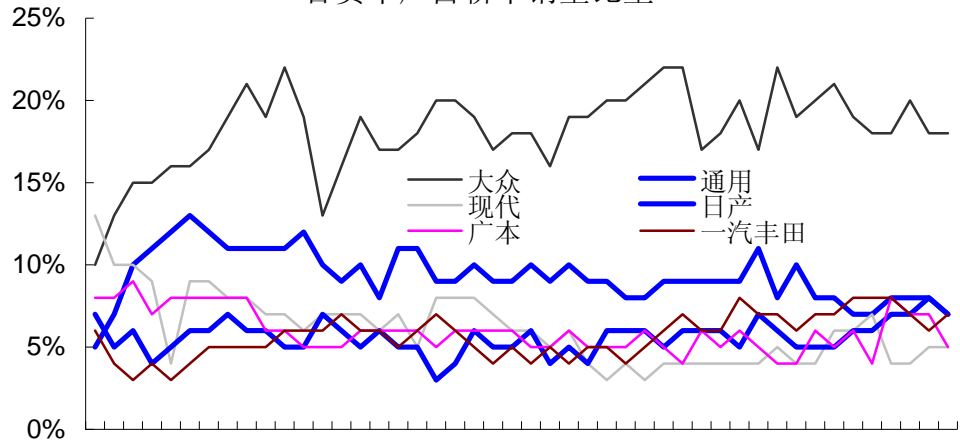


虽然市场下行趋势未改，但长期成长性仍在： 对国内市场的控制力支撑国内厂商的成长性

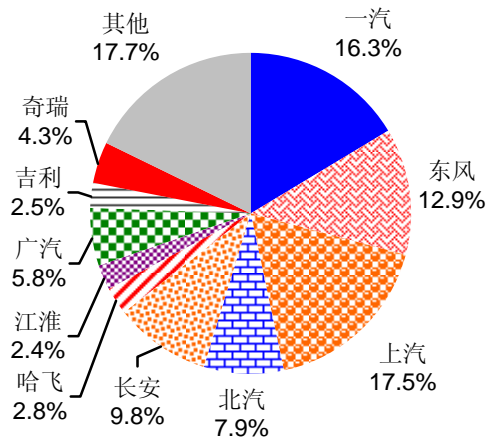
与美国三大车厂在美国国内市场份额节节下降不同，中国的汽车产业政策促使外资品牌只能以合资方式在国内销售汽车。虽然以外资品牌计算的汽车市场份额起起伏伏，但是国内汽车企业仍能凭借合资或自主品牌两条战线分享所有的销量。

成长性上的差异使得美国汽车市场目前所处的糟糕形势对中国汽车市场的参考不强，虽然短期来看汽车市场在上半年还将继续下行，但长期的成长性特征仍然没有改变。

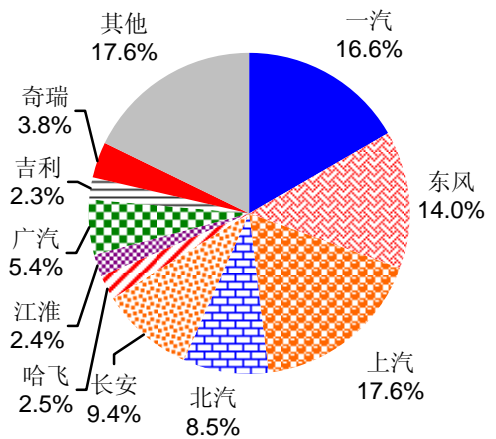
合资车厂占轿车销量比重



汽车销量构成 (Y2007)



汽车销量构成 (Y08. 1-10)



免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。