

汽车行业深度分析报告

汽车思考之一：寻底之路，影响卡车股的因素有哪些？

张乐 分析师

电话：021-60750618

eMail: gfzhangle@gf.com.cn

执业编号：S0260512030010

一、引子：卡车股目前的关注点是什么？

上证指数今天盘中跌破2132，验证了5月21日我们深度报告《汽车行业看宏观经济周期与投资策略》中的判断，经济与行业还处于左侧，应以防御为主。下跌以后市场已经普遍相信经济仍处于左侧，继续强调左侧的价值已经不大，目前的关注点应有所变化，主要有两点：**1、何时到右侧的拐点？**我们认为除宏观经济指标之外，行业内两大领先指标，一是配件销售情况，二是运价。**2、未来的销量弹性有多大？2010年的重卡是否是历史大顶？**

二、卡车行业现状：需求底部有所企稳，但没有反转

卡车行业，特别是中重卡行业同比跌幅一直未能如市场预期的收窄，但我们认为卡车行业已经有了明显的企稳迹象，4-6月的环比与06、07年正常的季节性环比类似，基数不大正常的同比是否收窄并不是判断企稳的唯一依据。从终端销量、领先指标配件销售收入与运价来看，反转还没有到来。**市场根据7月上半月重卡行业的产量推断7月销量正增长的逻辑是不够严密的**，因为去年6月底7月前半月，《公路安全保护条例》观望情绪下基数过低。

三、更新需求是未来1-2年影响卡车销量的决定因素

需求弹性的测算有助于我们判断介入的买点。从中、美、日三国的长期趋势看，卡车保有量增速与GDP增速阶段性会相对稳定，我国卡车保有量增速相对GDP的弹性过去几年超过了中长期的平均水平，假设GDP未来几年7.5%的增速，我们认为乐观的话至少需要1-2年的时间消化透支的压力，未来的销量主要依赖更新需求，而目前的更新需求对应着悲观的意愿，若按中性预期、5年折旧的话，2013年重卡可能的销量大约在80万辆左右的水平，对应的销量弹性大约15%。

四、投资逻辑

目前股价的下跌是我们预期利空的释放，我们对股市较上半年反而要乐观。在基本面没有反转，明年可能的弹性一般的假设下，投资的关键考虑点有二：
1) 利空是否释放干净。从时间窗口来看，中报是个关键的窗口，我们估计中报披露后，卡车股的卖方一致预期将普遍下调，释放大部分基本面风险。
2) 安全边际主要看PB，若基本面没有反转，估值接近08年底将提供足够的安全边际。
从个股上看，我们建议投资者关注盈利与卡车品种数量有关、未来受益于监管提高、法规升级的**中国汽研(601965.SH)**。

风险提示

经济及行业出现更多超预期利好及利空。

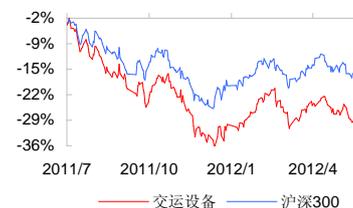
行业评级

持有

前次评级

持有

行业走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
行业指数	-4.06	-9.38	-23.30
沪深300	-2.13	-3.75	-12.53

目录索引

引子：卡车股目前的关注点是什么？	3
卡车行业现状：需求底部有所企稳，但没有反转	4
底部企稳已经有所显现	4
反转并没有来到	7
更新需求是未来 1-2 年卡车销量的主要来源	9
卡车年度销量预测难度较大	9
卡车保有量中长期复合增速与 GDP 复合增速走势较吻合	10
我国卡车保有量可能达到了阶段性的顶部	16
卡车保有量的压力需要经过 1-2 年的消化	17
目前的销量对应着较低意愿的更新需求	18
投资逻辑：等待中报风险释放，寻找 PB 安全边际	19
一轮周期的底部，震幅可能会超过大家的想象	19
买入股票的主要原因是未来期待看到改善	20
没有明显的改善，利空的释放则是一个重要的考虑因素	20
投资思路	21

引子：卡车股目前的关注点是什么？

汽车行业兼具投资与可选消费品属性，又是宏观经济的领先指标，通过跟踪汽车行业可以对宏观经济一叶知秋。市场近期的下跌验证了我们在《汽车行业看宏观经济周期与投资策略》中对经济仍处于左侧下降通道的看法。

华尔街的名言“没有不好的东西，只有不好的价格”。在连续的下跌之后，风险逐渐释放，再去强调经济与行业仍处于左侧的价值变小了。我们开始关注相关股票何时具有投资价值，如何布局的问题。由于股价的波动主要是对未来变化的反映，本报告探讨了汽车行业中投资属性的卡车股未来的一些热点问题，包括但不限于：

- 1、与投资有关的卡车行业目前是底部企稳、等待企稳还是雪崩式下跌？
- 2、100万辆的重卡年销量是否是一个历史大顶？卡车保有量对新增销量的压力何时消除，行业内有良好的领先指标吗？这些领先指标目前表现如何？
- 3、卡车股下阶段的投资逻辑是什么？

我们的观点是明确的：

- 1、卡车行业目前已经出现了明确的底部企稳信号，只是这种企稳并不是市场预期的同比跌幅收窄而是环比企稳，需求是目前压制企业盈利能力的关键变量。
- 2、我们估计目前的卡车保有量是中期的顶部，即使考虑有一定的政策刺激，保有量的压力可能仍需1-2年的时间来消化。不过，目前的年销量对应着极端悲观的更新需求，阶段性的底部已现，销量的弹性主要取决于更新需求的频率，**运价与配件销售收入**是现阶段确定性较好的两个业内短期领先指标，目前并没有发现发转的信号。
- 3、基本面没有出现雪崩式的下降，股价的下跌是前期风险的释放。**相比上半年预期很高、基本面向下、经济离右侧仍有相当的距离，我们对下半年市场的看法较上半年反而要乐观**，股价的波动是对未来变化的反映，不能仅仅因为便宜而买入。

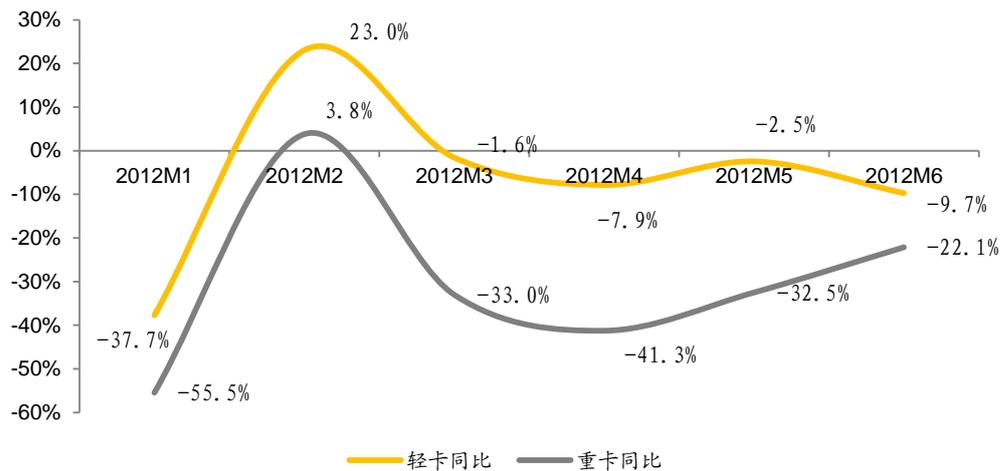
在暂时没有看到反转迹象前，投资的关键考虑变量有两点：**1) 风险释放的程度**。从时间窗口来看，中报是个关键的窗口，我们估计市场在中报披露后，卖方的一致预期普遍将下调，释放风险；**2) 安全边际的问题**。从估值角度来看，由于目前不像08年那样悲观，PB估值接近08年水平或略高于08年的水平将提供足够的安全边际。从目前来看，股价下探正在寻找支撑，**策略的思路仍以防御为主，逐步考虑尝试性布局**。从个股上看，我们建议投资者关注盈利与卡车品种数量有关、未来受益于监管提高、法规升级的**中国汽研（601965.SH）**。

卡车行业现状：需求底部有所企稳，但没有反转

底部企稳已经有所显现

市场通常拿销量的同比增速收窄作为是否企稳的一个标志。今年1季度末期市场就曾预期重卡的跌幅将快速收窄，但实际一直低于预期，于是悲观的言论认为，卡车尤其是重卡需求还未企稳。我们认为，其实目前底部企稳的迹象已经很明显。

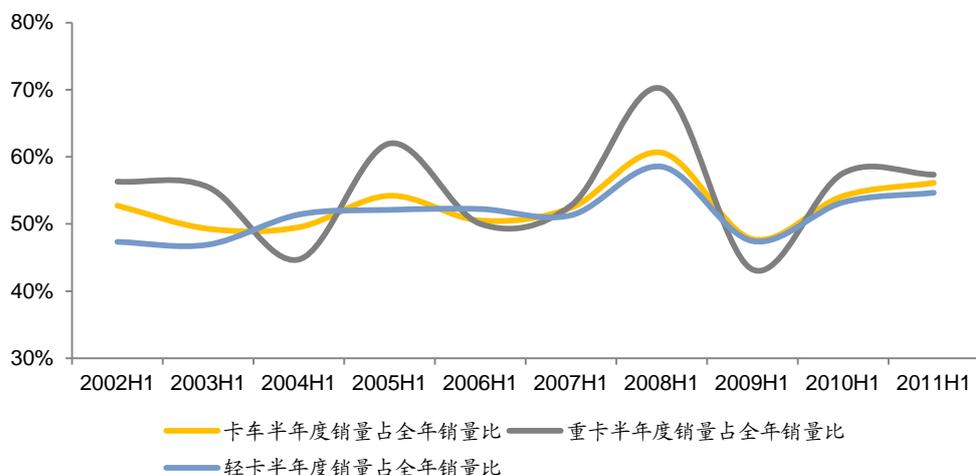
图 1：2012年1-6月轻卡和重卡同比增速



数据来源：产销快讯、广发证券发展研究中心

卡车行业上、下半年的销量比重波动较大，尤其是近年来政策的扰动对基数产生了较大的影响。仅仅看销量的同比增速，会导致结论有偏差。以重卡为例，过去十年上半年销量占全年销量的比重平均是55%，但个别年份差别很大，过去2年上半年销量占比是略高于平均水平的。以轻卡为例，过去2年的上半年轻卡销量占比约53-54%，高于02-07年50%左右的平均水平。

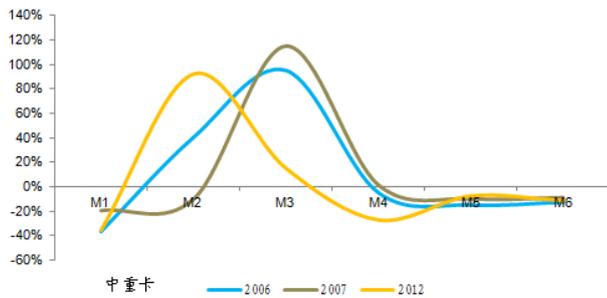
图 2：卡车行业02-11年上半年销量占比波动较大



数据来源：产销快讯、广发证券发展研究中心

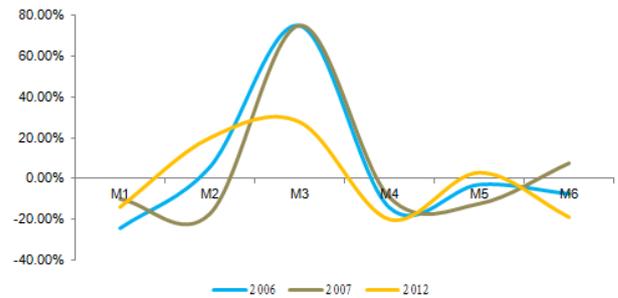
我们认为，卡车没有出现08年那样的雪崩式下降，企稳的主要表现为4-6月的月度销量呈现低位的季节性环比变化，不过这种企稳与市场预期的同比跌幅收窄有所不同，没有被市场所重视。

图 3: 上半年中重卡销量环比增速对比



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 4: 上半年轻微卡销量环比增速对比

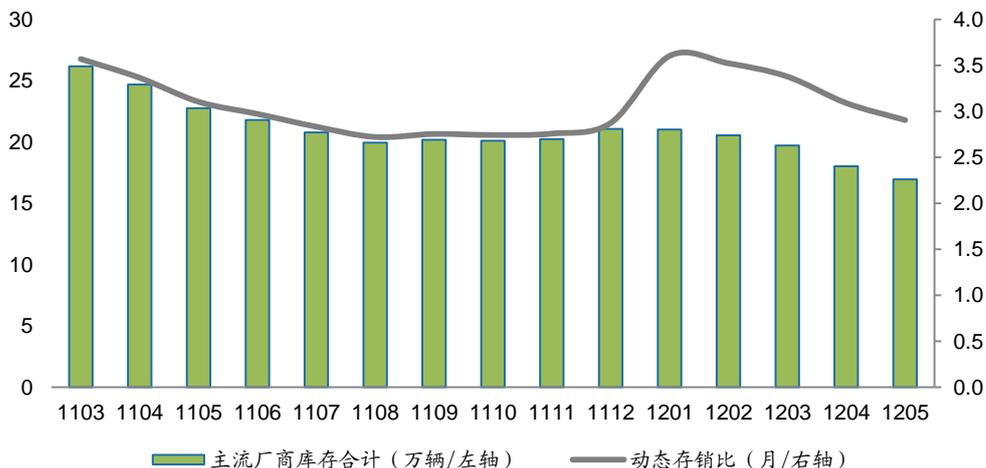


数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

在库存、产能扩张速度、材料成本、优惠幅度、收入增速等几个因素中，需求是目前压制行业盈利的主要因素。

从重卡子领域库存的角度来看，尽管动态存销比仍较高，但存货总量已经大幅下降，风险已经有所释放，未来如果需求有所上升，库存就不会再是压制行业盈利的主要因素。

图 5: 主流厂商库存及动态存销比



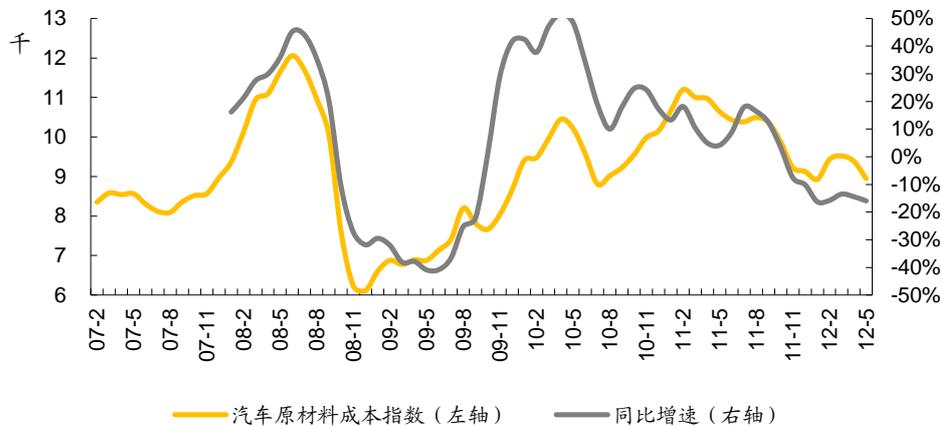
数据来源：专家访谈、广发证券发展中心

从轻卡行业来看，根据与业内专家交流，目前库存较去年同期反而有所上升，目前整体存销比大约在2.5-3倍，较正常的0.8-1.5要高，但轻卡因为品种少于重卡，对价格的影响要逊于重卡。

从材料成本角度来看，大约比去年同期下降了10-15%，对应整车毛利率理论上可

以增厚2-3%。

图 6: 汽车行业原材料成本指数及同比增速



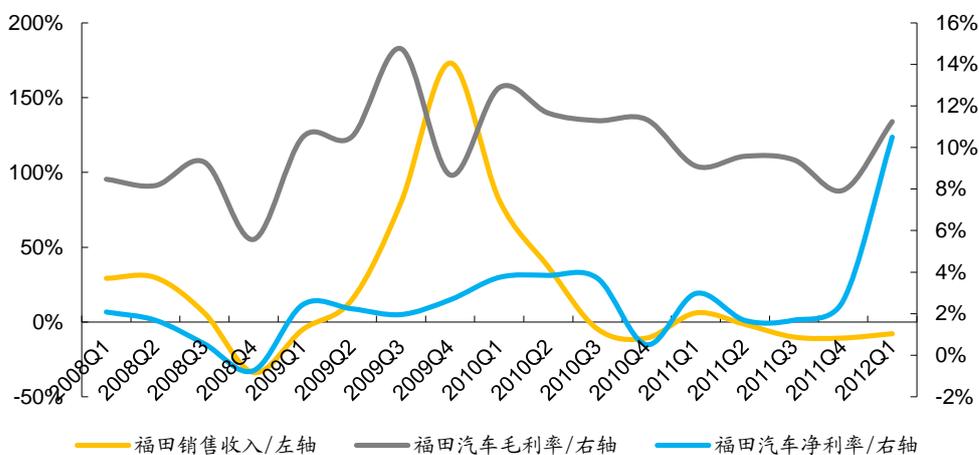
数据来源: 广发证券发展研究中心

优惠幅度不是很好统计,但可以做一个大致的判断:投资品属性的卡车在需求大幅下降时,用户价格的弹性会下降,厂商促销的意愿也出现衰减,只有一些老旧库存需要极大的促销幅度来折让。年初我们草根调研时就已经发现,中国重汽一些严重超期的库存车优惠幅度可能达到7-8折,而一些新产品的优惠幅度则出现了收窄。轻卡行业也有类似的情况,今年以来,一些厂商的促销意愿出现了下降,比如东风汽车。

从产能扩张来看,主流重卡厂商的高扩张已经告一段落,2012年重卡前七家厂商产能扩张速度大约5-10%,产能扩张较多的是华菱星马从销量上看,2011年销量仅排名行业第九,份额为2.9%,产能难以有效释放。

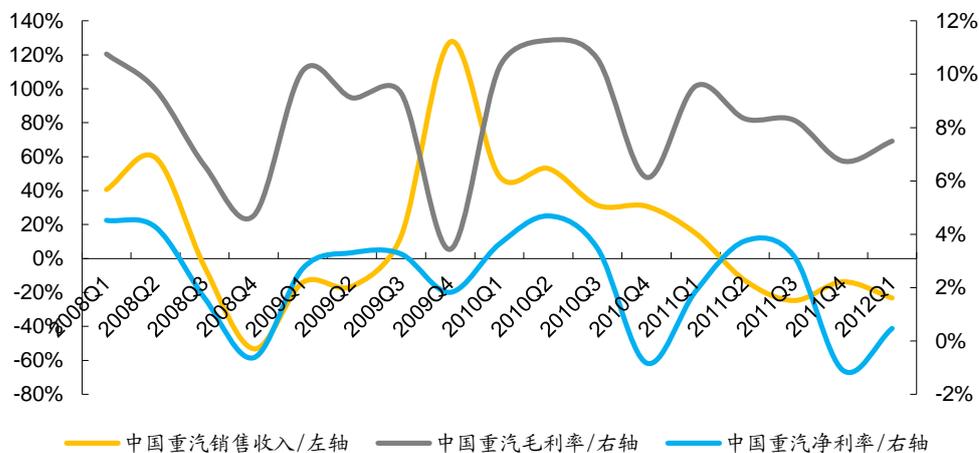
由于材料成本、存货、优惠幅度等多个因素多趋于好转,需求的变化是未来影响盈利的关键要素,从过去4年来看,卡车股的代表企业福田汽车、中国重汽毛利率、净利率与销售收入基本保持了同向的变化。

图 7: 福田汽车毛利率、净利率和销售收入的关系



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图 8: 中国重汽毛利率、净利率和销售收入的关系



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

反转并没有来到

市场有预期7月重卡销量同比增速能够转正，主要是根据上半月重卡产量测算的。我们认为，这种测算逻辑有一定的疏忽，主要原因在于2011年7月1日要实施《公路安全保护条例》，用户观望情绪严重，6月20日-7月10日是2011年重卡行业最困难的一段时间，订单月度化仅3万辆左右的水平，导致去年同期产量的基数失真。

我们认为行业内较好的领先指标是运价与配件的销售收入，配件的销售收入是之前被市场忽视、而目前比较有效的指标。因为用户如果盈利好，存量的使用率必然提高，配件的购买也会提升。运价也是影响用户盈利的关键指标，但这一指标是较难跟踪的，需要专业和持续的跟踪。

✓ 运价

运价是反映卡车终端需求的重要领先指标。其中，由中国物流与采购联合会发布的全国范围内的普通公路货物运输价格指数已于2011年6月停止发布；由义乌市物流网发布的义乌公路货物运输价格指数于2012年1月开始发布。根据我们以往研究，义乌的运价指数能够反映日用百货运价的变化情况，日用百货轻抛货较多，与重卡中的平板车（约占重卡销量的20%）用户的盈利关联度较大。

图 32: 义乌公路货物运输价格指数



数据来源：义乌物流网、广发证券发展研究中心

配件销售收入主要与目前卡车存量的出勤率有关，只有存量车的出勤率保持较高的幅度，且有一定的盈利，车主才有可能更换新车。因此配件销售收入在有望成为卡车行业内的领先指标，这一指标在过去十年应该也是领先指标，但过去因为有其他更明确的领先指标而一直并不为人所重视。

✓ 配件收入

我们近期的跟踪结果表明，目前配件销售收入也没有出现反转的迹象。

西安地区经销商

主要是质保，不过配件销售收入还是下降的，往年一个月上百万，现在每个月20万，主要与新车相关，但保外业务也有。用户原来多的时候每个月跑1万5公里，少的时候5千公里，现在每个月都跑5千公里。

成都地区经销商

配件的销售收入今年有所上升，不是市场需求上升，而是市场区域扩大了，整体应该是下降的，往年配件销售主要是3月和10-11月。去年配件库存800万，今年库存2200万。库存警戒线是1500万，每个月销售800-1000万。

重庆地区经销商

配件的销售收入同比下降30-40%，近期没有反转的迹象。

山东地区经销商

配件销售环比出现了下降，没有反转迹象。

从全国多个区域来看，配件的销售收入也没有出现反转，配件反映的是存量的出勤率，如果这一个指标没有反转的话，至少一个月内难以出现终端的牛市。

更新需求是未来1-2年卡车销量的主要来源

卡车年度销量预测难度较大

5月21日深度报告《汽车行业看宏观经济周期与投资策略》中，我们研究了汽车行业的领先指标，根据其变化趋势与汽车行业相验证来判断经济所处的阶段。这样的研究思路对于确认边界很强的参考，但我们并没有对未来整体的销售规模做深入的讨论，而这涉及到弹性与收益，在目前是市场关注的焦点。对于未来可能的弹性预期不同，将导致投资的介入点会有所不同。

4万亿让整个与投资有关的产业链都出现了产销的大幅增长，未来的弹性还有多大？2010年100万辆重卡的年销量是否是一个历史的大顶呢？

卡车行业的销量受宏观经济与行业内的政策的双重影响，为预测加大了难度。卡车是汽车行业各子领域中最难预测的，尤其是中重卡的销量，与各种指标的相关性并不高。之前有研究报告表明：我国中重卡的销量增速从长期看大约是GDP增速的1.3-1.5倍，但短期的波动太大，可预测性较差。

表 1: 驱动汽车行业规模增长的要素

子行业	需求影响指标	相关系数	子行业	需求影响指标	相关系数
狭义乘用车	城镇人均可支配收入	0.82	轻微客	工业增加值	0.43
	沪深 300 指数	0.48		城镇固定资产投资完成额	0.38
	商品房销售面积同比增速	0.68		公路运输旅客数量	0.72
	M2	0.73		公路运输货物数量	0.42
	汽油价格指数	0.02		农村人均现金收入	0.40
	消费者信心指数	0.36		城镇居民可支配收入	0.20
				消费者信心指数	0.50
轻微卡	农村人均纯收入	0.94	大中客	财政支出	0.66
	城镇居民可支配收入	0.81		商品房销售面积同比增速	0.36
	城市化率	0.95		城镇化率	0.96
	公路里程数	0.95		公路客运量	0.50
	公路货运量	0.45		铁路投资完成额	0.70
中重卡	房地产投资额度增长率	0.46		公路保有量	0.07
	房地产新开工面积增长率	0.67		城镇居民可支配收入	0.69
	中长期消费性贷款增加额增长率	0.43		城市人均拥有道路的面积	0.87
	公路货运量同比	0.52		人均国内旅游花费	0.95
	内河和沿海港口货运吞吐量增长率	0.76		石油国 GDP	0.98

数据来源：中汽协，CIEC，Wind，Bloomberg等，广发证券发展研究中心

但对投资来说，则需要化繁为简，我们可以换个角度，从卡车保有量来入手解决问题，保有量的长期增速会相对稳定，根据保有量的情况，反过来推导出卡车的销量。

卡车的年销量包括两个部分，一部分是更新需求，一部分是新增需求。其销量应该

等于保有量的变化加上当年的报废量。

卡车销量（更新需求+新增需求） = 社会总需求保有量的变化+当年报废量

卡车保有量的变化与公路货物周转总量或GDP的变化有关，供需如果失衡会通过市场的调整机制来平衡。比如当物流需求量大，卡车订单会大增，而如果运力过剩严重，会表现为运价下行，用户购车意愿低迷。

为了简化研究的逻辑，本篇报告我们以GDP作为影响保有量的主要宏观经济变量，公路货物周转量、固定资产投资增速等指标对保有量的影响我们放在后续的研究中探讨。

卡车保有量中长期复合增速与GDP复合增速走势较吻合

✓ 从较长的时间范围来看，卡车保有量复合增速快于实际GDP复合增速，大约高出1-2个百分点；

通过对日、美、中三国的卡车保有量增速的观察，我们可以得到以下结论：假设实际GDP复合增速均为1%，日本和美国的卡车保有量复合增速分别为1.78%和1.34%，中国1986-2011年仅为0.83%。

表 2：日、美、中三国卡车保有量和实际GDP年复合增长率

	日本 1955-2010	美国 1929-2010	中国 1986-2011
卡车保有量年复合增长率	7.61%	4.36%	8.25%
实际 GDP 年复合增长率	4.27%	3.26%	9.95%
两者比值	1.78	1.34	0.83

数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

✓ **经济景气度会影响卡车保有量增速相对实际GDP增速的弹性。**

分不同经济阶段来看，美、日、中卡车保有量年复合增速震荡幅度均高于实际GDP的年复合增速。通常当经济处于较高增长时，卡车保有量的复合增速与实际GDP的复合增速的比值高于历年平均值；而当经济处于较低增长或负增长时，该比值低于平均值。

日本分阶段来看，在1955-1973长达18年的经济高速增长时期，卡车保有量年复合增速为22.6%，实际GDP年复合增速为9.2%，两者比值高达2.44；在1973-1986稳定增长时期，卡车保有量复合增速为4.8%，实际GDP年复合增速为3.0%，两者比值1.62，接近长期平均值1.78；在1986-1997期间，日本经历了泡沫经济的膨胀和破灭，实际GDP年复合增速为2.9%，而卡车保有量的年复合增速仅为0.7%，两者比值0.26，严重低于历年的均值水平；1997年亚洲金融危机以来的十多年中，卡车保有量的年复合增速出现负值，仅为-1.9%，实际GDP仍保持微幅的上涨，年复合增速为0.4%，两者比值为-4.73。

表 3：日本不同经济发展阶段卡车保有量和实际GDP年复合增长率

	合计 1955-2010	高速增长期 1955-1973	稳定增长期 1973-1986	泡沫经济的膨胀与破 灭 1986-1997	经济萧条期 1997-2010
卡车保有量年复合增长率	7.61%	22.6%	4.8%	0.7%	-1.9%
实际 GDP 年复合增长率	4.27%	9.2%	3.0%	2.9%	0.4%

上述两项比值	1.78	2.44	1.62	0.26	-4.73
(卡车保有量/实际GDP)平均值	38.01	27.14	47.53	48.54	35.77

数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

美国分阶段来看，1929-1945是经济大危机爆发、罗斯福新政和第二次世界大战时期，卡车保有量年复合增长率为2.2%，实际GDP年复合增长率为4.6%，两者比值为0.48，仅有这一时期低于历史的平均值1.34。

1945-1969战后25年间是称霸世界经济鼎盛时期，卡车保有量年复合增速为5.4%，实际GDP复合增速为3.2%，两者比值为1.69。

自1970以来，虽然经历了经济滞胀期和1979-1982、1990-1992年的三次经济危机，但是整体来看美国经济仍然在发展，而且80年代中期和1992年以来经济发展出现少有的好势头。卡车保有量复合增速与实际GDP复合增速的比值在1969-1990和1990-2010分别是1.82和1.46。

表 4：美国不同经济发展阶段卡车保有量和实际GDP年复合增长率

	合计 1929-2010	经济大危机、罗斯福新政和第二次世界大战时期 1929-1945	战后最初25年称霸资本世界的鼎盛时期 1945-1969	面对危机与“通胀”，经过调整，80年代中期以后，经济形势好转，但债务负担沉重； 1969--1990	新经济时期 1990-2010
卡车保有量年复合增长率	4.36%	2.20%	5.37%	5.58%	3.61%
实际GDP年复合增长率	3.26%	4.62%	3.18%	3.06%	2.47%
上述两项比值	1.34	0.48	1.69	1.82	1.46
(卡车保有量/实际GDP)平均值	522.90	371.53	386.77	538.68	778.18

数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

中国分阶段来看，1986-1993年是改革提速期，卡车保有量复合增速10.66%，高于历史均值8.25%，卡车保有量复合增速与实际GDP复合增速比值为1.10，高于历史均值0.83。

在经济软着陆周期1993-1997和经济回调时期1997-2001，卡车保有量与实际GDP的复合增速比值分别为0.43和0.77，均低于历史均值，后者开始逐渐接近均值。

2001-2011是经济高速增长期，卡车保有量年复合增速为8.86%，卡车保有量与实际GDP的年复合增速比值为0.84，高于历史均值。

另外，2008-2011卡车保有量年复合增速为16.66%，同期实际GDP为9.63%，两者比值为1.73，远大于1986-2011的年均复合增速0.83，也远大于2001-2011的年复合增

速0.84，卡车需求应该被提前大幅透支。

表 5: 中国不同经济发展阶段卡车保有量和实际GDP年复合增长率

	合计 1986-2011	改革提速 1986-1993	经济软着陆 1993-1997	经济回调 1997-2001	经济高涨期 2001-2011
卡车保有量年复合增长率	8.25%	10.66%	4.66%	6.22%	8.86%
实际 GDP 年复合增长率	9.95%	9.66%	10.82%	8.05%	10.58%
上述两项比值	0.83	1.10	0.43	0.77	0.84
卡车保有量/实际 GDP 平均值	633.0	791.2	721.7	608.5	500.7

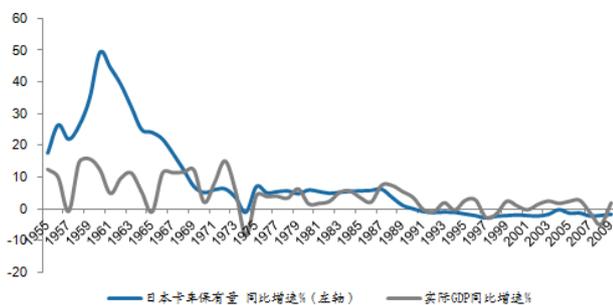
数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

✓ 影响保有量增速的各国GDP增速拐点

具体分国家来看，

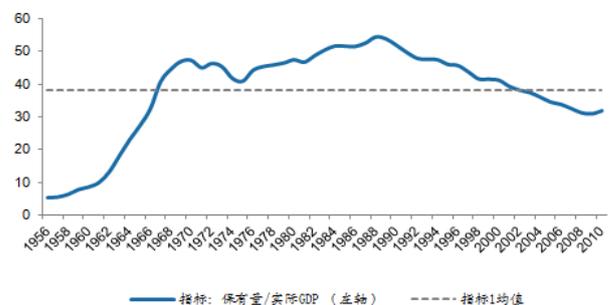
从日本数据来看，GDP增速的临界点值大约是5%，当实际GDP增速高于或等于5%时，卡车保有量/实际GDP指标处于上升的趋势中，一旦低于5%时，该指标开始下降。上世纪六、七十年代，日本经济处于快速增长期，同时，卡车保有量增速也维持在较高的水平，并且明显高于实际GDP的增速。之后的30多年，实际GDP和卡车保有量增速平稳，维持在较低的水平。值得注意的是，从上世纪八十年代末开始，卡车保有量增速长期低于实际GDP的增速，与此同时，保有量/实际GDP达到了历史最高点。

图 9: 日本卡车保有量与实际 GDP 同比增速对比



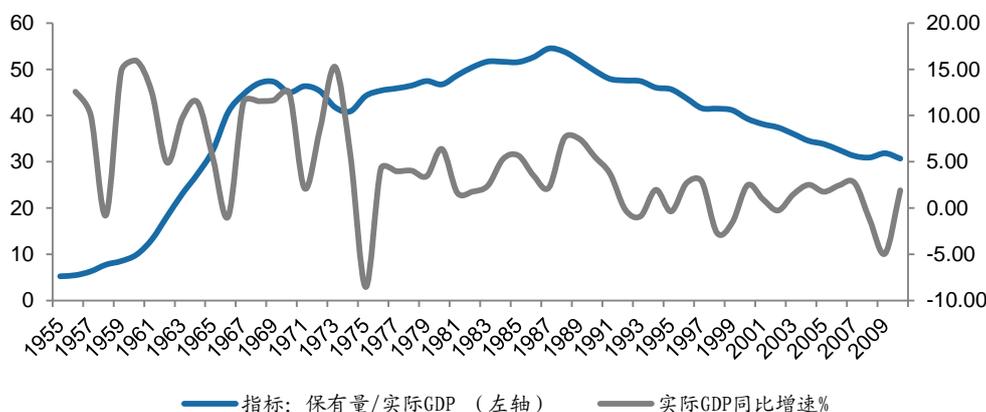
数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

图 10: 日本卡车保有量/实际 GDP 走势图



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

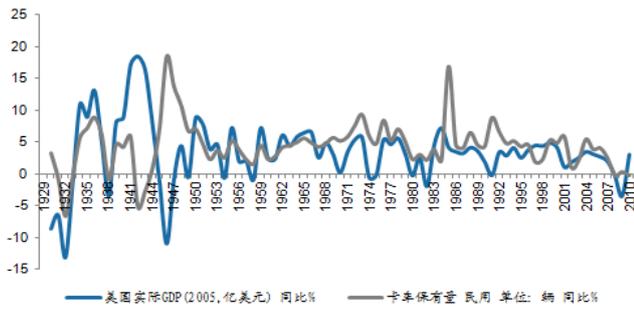
图 11: 日本指标 保有量/实际GDP 与GDP同比增速的对比



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

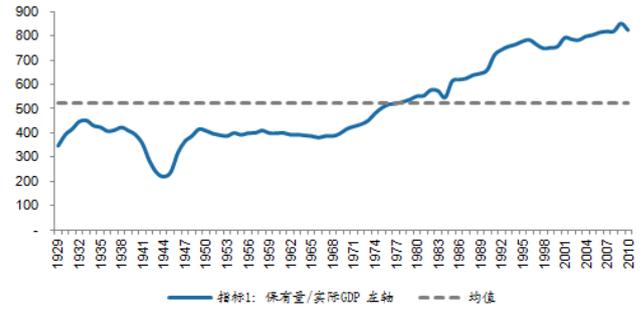
从美国数据来看，由于GDP基数高，2-4%的增速已是比较高的增长，二战之后，GDP的年复合增长率在2-4%之间，卡车保有量/实际GDP保持稳定的增长。自上世纪30年代到70年代中期，美国保有量/实际GDP指标值较为平稳，维持在400辆/亿美元的水平。之后的30年间，卡车保有量增速略高于实际GDP的增速，保有量/实际GDP的指标值一路冲高，并在2009年达到顶点，852辆/亿美元，带动均值上升到522。

图 12: 美国卡车保有量与实际 GDP 同比增速对比



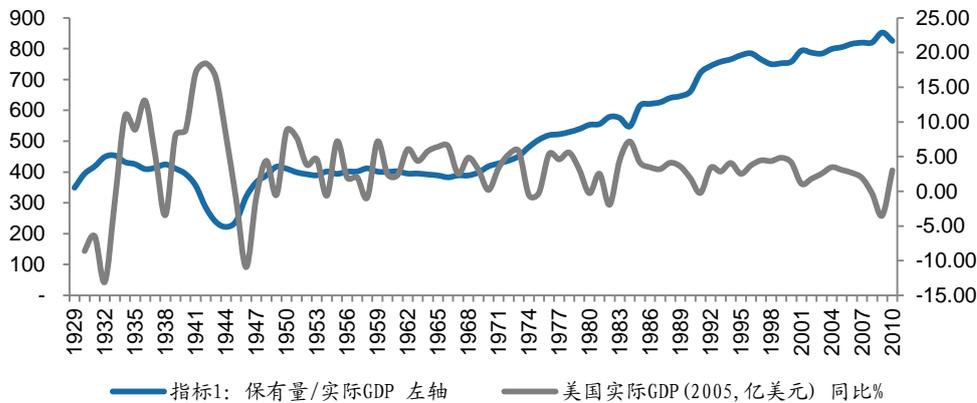
数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

图 13: 美国卡车保有量/实际 GDP 走势图



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

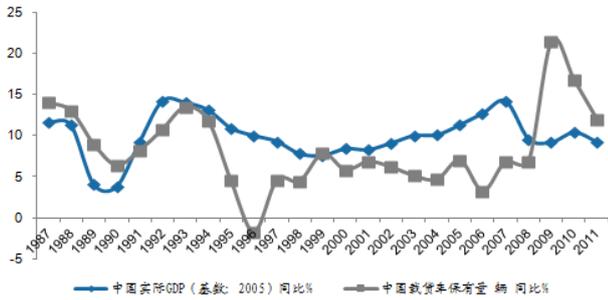
图 14: 美国指标 保有量/实际GDP 与GDP同比增速的对比



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

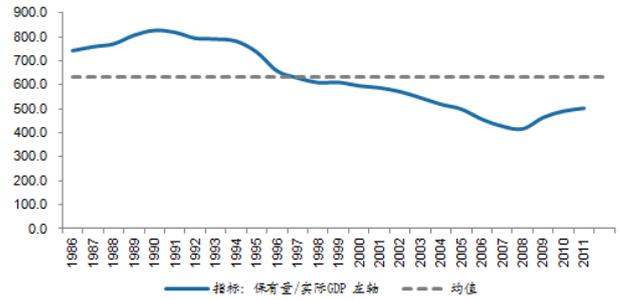
从中国的情况来看，自上世纪80年代中期之后10年的时间里，卡车保有量的同比增速一直高于实际GDP的同比增速，1990年指标(保有量/实际GDP)值达到最高点828.8。此后，指标值开始下滑。1986-2011的26年间，指标平均值为633.0。

图 15: 中国卡车保有量与实际 GDP 同比增速对比



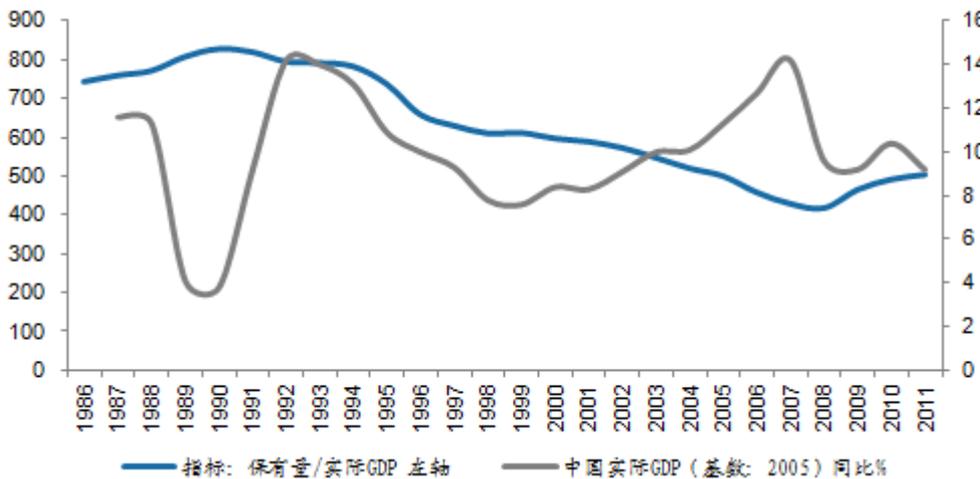
数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

图 16: 中国卡车保有量/实际 GDP 走势图



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

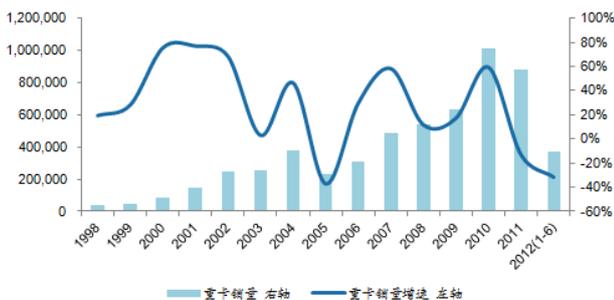
图 17: 中国指标 保有量/实际GDP 与 GDP 同比增速的对比



数据来源: CEIC、广发证券发展研究中心

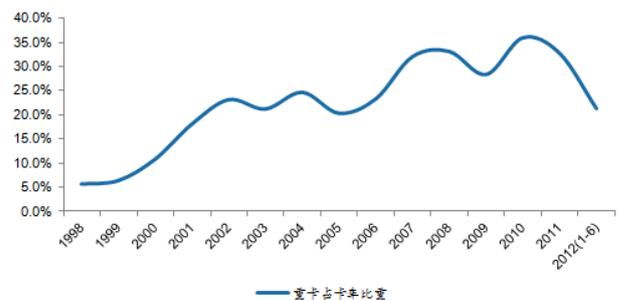
需要特别说明的是, 1998-2007十年间, 实际GDP处于高速增长中, 但卡车保有量/实际GDP指标却继续下降。这种反常的现象, 重要因素是卡车重型化。自90年代后期以来, 重型卡车销量一直保持较高的增速, 重型车保有量占卡车保有量的比重也在逐步上升。

图 18: 1998-2012 (1-6) 重卡销量及同比增速



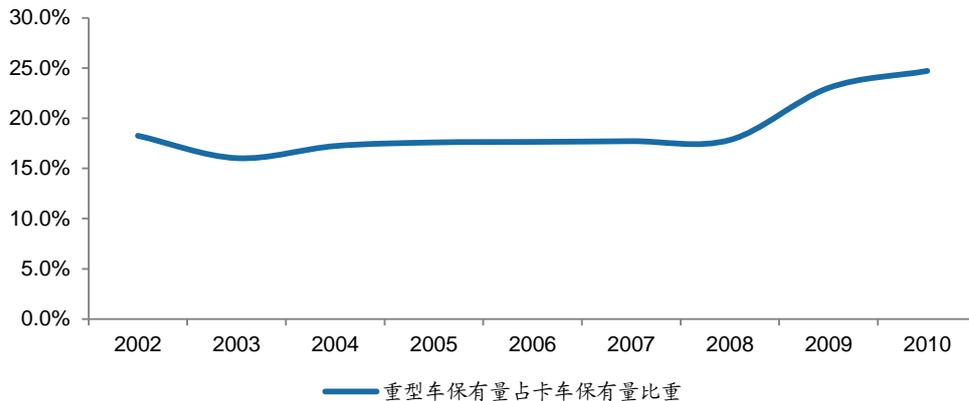
数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图 19: 1998-2012 (1-6) 重卡占卡车销量比重



数据来源: 中汽协、广发证券发展研究中心

图 20: 中国2002-2010重卡保有量占卡车保有量的比重变化

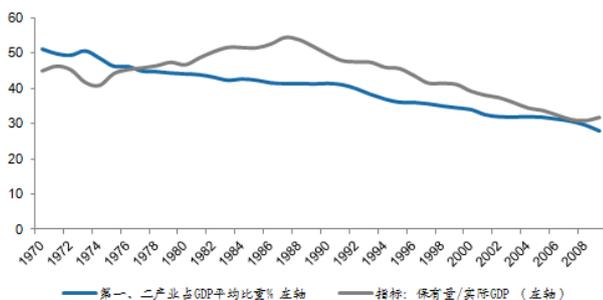


数据来源: CEIC、WIND和广发证券发展研究中心

✓ 第三产业比重可能也会影响保有量增速, 但并不明显

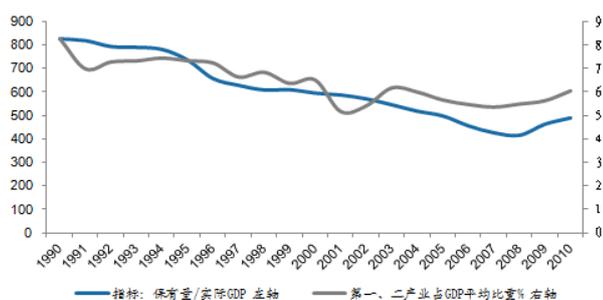
载货车保有量与公路货物周转量存在高度相关性, 而在经济的三大产业中, 主要产生公路货运量和公路货物周转量的是第一产业和第二产业。随着经济的不断发展, 第一、二产业的比重将会不断下降, 第三产业的比重不断上升, 从而载货车需求将会由以绝对的新增需求为主转化到以更新需求为主, 载货车的保有量将会维持在比较稳定的水平。由此推断, 指标值经历高点后下降是大概率事件。

图 21: 日本一二产业占 GDP 比重与卡车保有量



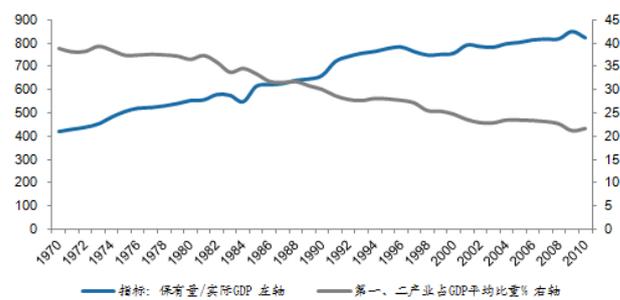
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 23: 中国一二产业占 GDP 比重与卡车保有量



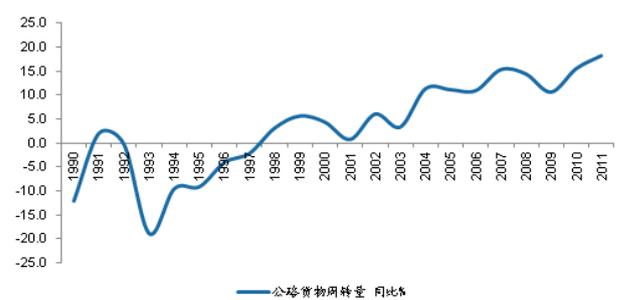
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 22: 美国一二产业占 GDP 比重与卡车保有量



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 24: 1990-2011 中国公路货运周转量同比增速%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

我国卡车保有量可能达到了阶段性的顶部

2008-2011卡车保有量年复合增速为16.66%，同期实际GDP为9.63%，两者比值为1.73，远大于1986-2011的年均复合增速0.83，我们大致推断出2008-2011卡车需求被提前透支，未来需要的一段时间来消化。

单独看中重卡，保有量也达到了阶段性的顶部

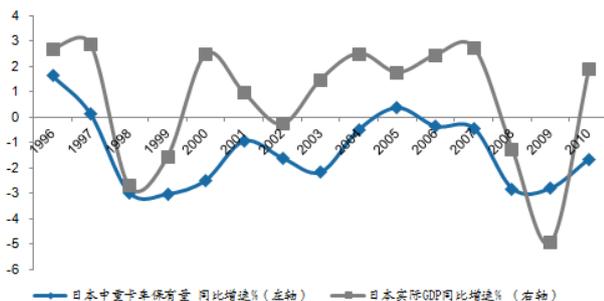
运用以上类似的方法，我们对日本、中国和美国的数据做了简单的分析：

✓ 中重卡保有量的增速与GDP增速应该大体相当，并且前者略低于后者。

中国2002-2010中重卡保有量复合增长率为7.71%，实际GDP的复合增长率为10.93%。日本1993-2010中重卡保有量年均复合增长率为-1.2%，同期实际GDP年均复合增长率为0.7%；美国2003-2010中重卡保有量复合增长率为-4.58%，实际GDP的复合增长率为1.58%（注：美国中重卡保有量是根据OICA 1998-2011中重卡产量数据按5年报废期拟合生成的）。

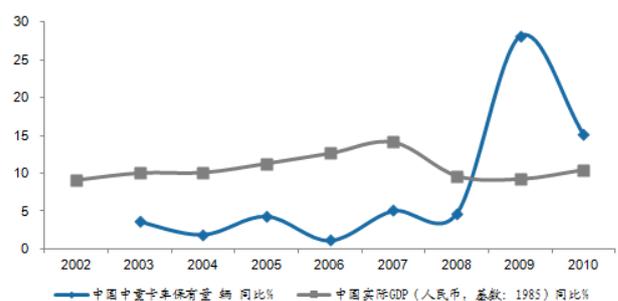
✓ 除个别年份外，实际GDP同比增速高于中重卡保有量同比增速。

图 25：日本中重卡保有量与实际 GDP 同比增速



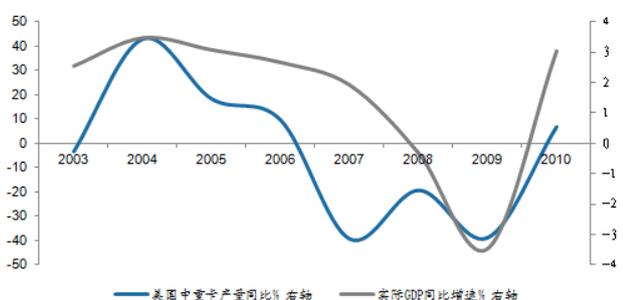
数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 26：中国中重卡保有量与实际 GDP 同比增速



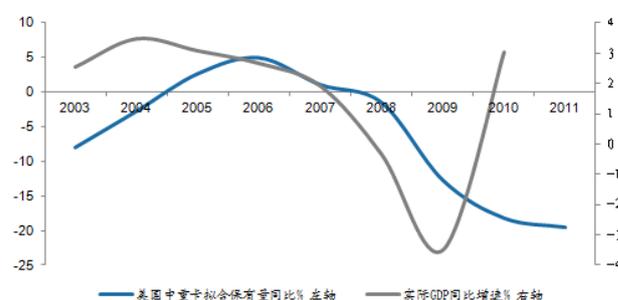
数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 27：美国中重卡产量与实际 GDP 同比增速



数据来源：OICA、CEIC、广发证券发展研究中心

图 28：美国中重卡保有量与实际 GDP 同比增速



数据来源：OICA、CEIC、广发证券发展研究中心

✓ 透支的压力不除，中重卡保有量增速难有所表现。

自2008年以来，中重卡保有量复合增速为21.5%，而实际GDP的复合增速为9.8%。2009-2010年中重卡保有量的同比增速为28.1%和15.1%，分别高于实际GDP9.2%和10.5%的增速，即使假设中重卡保有量的弹性相对GDP增速弹性为1，也是提前透支了

未来的需求。

卡车保有量的压力需要经过1-2年的消化

我们假设未来几年卡车保有量都维持在2011年的1788万辆，实际GDP年度增速保持在7.5%的水平，推算测得卡车保有量的压力也需要经过1-2年的消化。事实上，这样的假设并不悲观，是基于经济保持较高的增速下所作的假设。

表 6: 保有量测算（1986-2011期间比值为0.83，假设2012-2020实际GDP同比增速为7.5%）

年份	实际GDP同比增速	卡车保有量预期同比增速	预期保有量	实际保有量	透支需求
2009	9.20%	7.63%	12,119,327	13,686,008	1,566,681
2010	10.4%	8.62%	13,164,015	15,975,537	2,811,522
2011	9.20%	7.63%	14,167,825	17,880,000	3,712,175
2012E	7.50%	6.22%	15,048,548	17,880,000	
2013E	7.50%	6.22%	15,984,021	17,880,000	
2014E	7.50%	6.22%	16,977,645	17,880,000	
2015E	7.50%	6.22%	18,033,038	17,880,000	
2016E	7.50%	6.22%	19,154,037	17,880,000	
2017E	7.50%	6.22%	20,344,721	17,880,000	
2018E	7.50%	6.22%	21,609,423	17,880,000	
2019E	7.50%	6.22%	22,952,743	17,880,000	
2020E	7.50%	6.22%	24,379,569	17,880,000	

数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

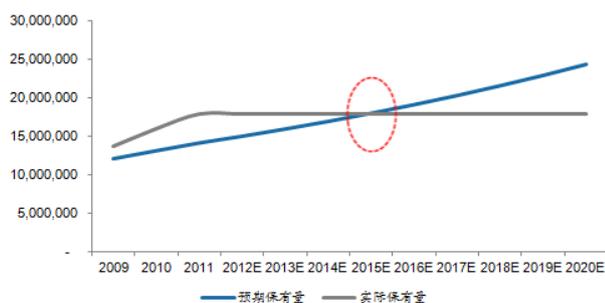
表 7: 保有量测算（2002-2011期间比值为0.85，假设2012-2020实际GDP同比增速为7.5%）

年份	实际GDP同比增速	卡车保有量预期同比增速	预期保有量	实际保有量	透支需求
2009	9.20%	7.85%	12,144,273	13,686,008	1,541,735
2010	10.40%	8.87%	13,221,526	15,975,537	2,754,011
2011	9.20%	7.85%	14,259,012	17,880,000	3,620,988
2012E	7.50%	6.40%	15,171,156	17,880,000	
2013E	7.50%	6.40%	16,141,649	17,880,000	
2014E	7.50%	6.40%	17,174,225	17,880,000	
2015E	7.50%	6.40%	18,272,854	17,880,000	
2016E	7.50%	6.40%	19,441,762	17,880,000	
2017E	7.50%	6.40%	20,685,445	17,880,000	

2018E	7.50%	6.40%	22,008,686	17,880,000
2019E	7.50%	6.40%	23,416,574	17,880,000
2020E	7.50%	6.40%	24,914,524	17,880,000

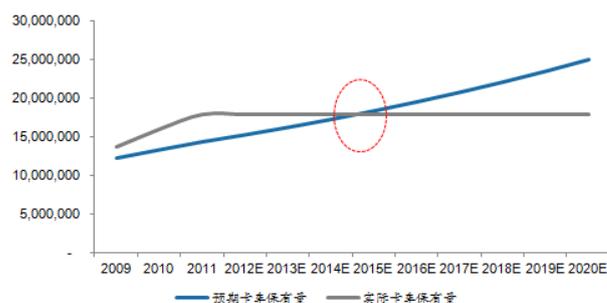
数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 29: 以 1986-2011 卡车保有量的趋势平滑



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

图 30: 以 2002-2011 卡车保有量的趋势平滑



数据来源：CEIC、广发证券发展研究中心

上面的测算偏重于理论分析，从实证的角度来看，运价与成本波动的方向与幅度能够看出目前公路货运市场运力与需求是否平衡。油价下跌后有经销商向我们反映油价比运价跌的还多反映了短期的供需仍然失衡。

目前的销量对应着较低意愿的更新需求

尽管保有量中期见顶，但我们对于单年销量却相对乐观，因为目前的销量对应着较低意愿的更新需求。从目前情况来看，卡车销量年化约为300-340万辆，对应着5-6年的平均更新需求，略高于2009年的销量；中重卡销量年化约80-93万辆，对应着8年左右的平均更新需求，略高于08年的销量，与09年的销量相当。

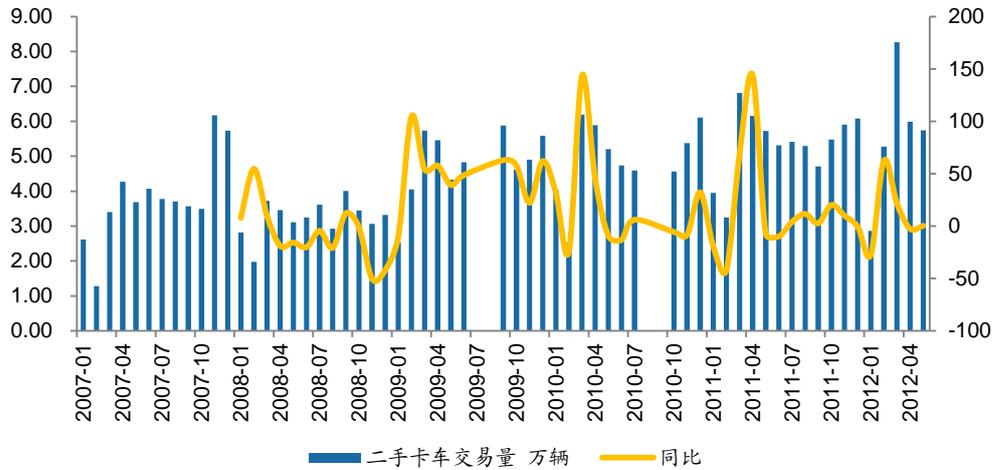
表 8: 2012年预期销量及平均更新需求

年化方法	类型	2012 上半年销量	2002-2011 上半年销量占比	2012 年预期销量	平均更新需求
方法 1:	中重卡	511410	0.55	929836	8.0 年
	卡车	1751465	0.53	3304651	5.4 年
方法 2:	类型	2012 6 月销量	2002-2011 6 月销量占比	2012 年预期销量	平均更新需求
	中重卡	70933	0.087	815322	9.1 年
	卡车	247626	0.082	3019829	6.0 年

数据来源：CEIC、公安部、广发证券发展研究中心

从二手车的成交来看，货车的成交量也呈现出下降的趋势。

图 31： 二手载货车交易量及同比增速

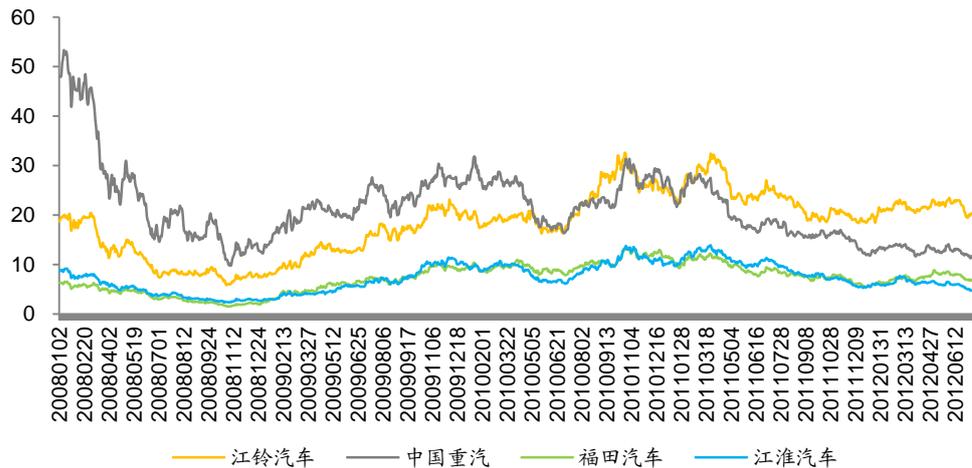


数据来源：中国汽车流通协会、广发证券发展研究中心

如果更新需求能够达到20%，未来1-2年的重卡销量中枢将在80万辆左右，对应销量的弹性大约15%。

投资逻辑：等待中报风险释放，寻找PB安全边际 一轮周期的底部，震幅可能会超过大家的想象

图 33： 2008年底以来主流卡车股票振幅示意图



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

一轮周期的底部，股价的波动非常之大，比如福田汽车为例，该股在08年10-12月间，股价算是中长期的底部，但绝对股价却在3.23-5元之间波动，震幅达到30-50%，不论是做相对收益的公募基金还是绝对收益的保险与私募，如此巨大的股价波动对其管

理人的压力承受能力要求非常高。投资的时机选择非常关键，现在肯定比年初更接近本轮周期的拐点，但现在是否是买入的最佳时机呢？买入的理由是什么？

买入股票的主要原因是未来期待看到改善

我们认为，目前企稳是明显的，但反转还没有看到，7月份的终端销量也并不如人意。8月份业内企业可能会基于年底小旺季加大库存，行业数据可能会有一个表面的繁荣，政策微调的累计效果可能也能看见，但这需要更多的其他数据的配合。

没有明显的改善，利空的释放则是一个重要的考虑因素

目前商用载货车PB水平与2008年下半年较为类似，处于平均估值的下方和最低估值的上方，由于中报后相当多的卡车股将下调盈利预测，股价调整的压力仍在。

图 34: SW商用载货车PB走势图



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

表9: 卡车股利润增长情况

公司名称	中期快报净利润	卖方 12 年净利润增速预测	广发观点
江铃汽车	-24.78%	5.2%	
中国重汽		-16.75%	2 季度可能亏损
东风汽车	-70% ~ -60%	-2.6%	
福田汽车		76.33%	主营净利润-25%
江淮汽车	-37.3%	9.71%	
华菱星马	-50%以下	14.97%	
威孚高科		4%	全年至少-10%
潍柴动力	与一季度跌幅相当	-3.61%	全年-40 至-50%

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

投资思路

目前股价的下跌是我们预期的利空释放，我们对股市较上半年反而要乐观。在基本面没有反转，明年可能的弹性一般的假设下，投资的关键考虑变量有两点：1) 利空是否释放干净。从时间窗口来看，中报是个关键的窗口，我们估计中报披露后，卡车股的卖方一致预期将普遍下调，释放大部分基本面风险；2) 安全边际主要看PB，若基本面没有反转，估值接近08年底将提供足够的安全边际。从个股上看，我们建议投资者关注盈利与卡车品种数量有关、未来受益于监管提高、法规升级的中国汽研(601965.SH)。

广发汽车行业研究小组

张乐，分析师，暨南大学企业管理专业硕士，华中科技大学发动机专业学士，5年半汽车相关产业工作经历，2011年“新财富”最佳汽车行业分析师第七名，2012年加入广发证券发展研究中心。

谭焜元，分析师，上海交通大学工学硕士，浙江大学工学学士，2011年“新财富”最佳汽车行业分析师第七名（团队），2012年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

交运设备行业行业深度分析报告：汽车行业看宏观经济周期与投资策略	张乐、谭焜元	2012-05-22
交运设备行业行业深度分析报告：《国家基本公共服务体系“十二五”规划》对汽车行业总量影响有限	张乐、谭焜元	2012-05-17
交运设备行业行业跟踪分析报告：经济基本面系列跟踪之汽车行业看广交会	张乐、谭焜元	2012-05-11

广发证券—行业投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，行业指数强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。