

6-12 个月目标价 17.4 元

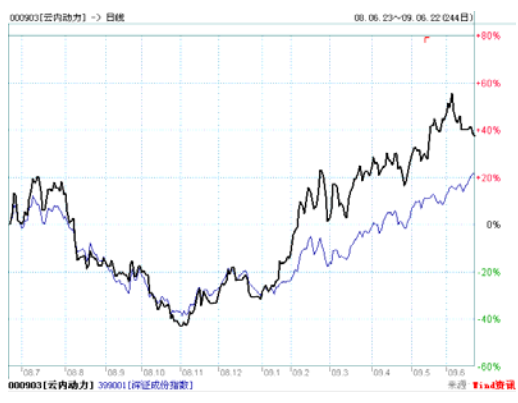
当前股价 9.9 元

投资评级 **买入**

基础数据

上证指数	2880.49
总股本 (百万)	378.20
流通 A 股 (百万股)	236.45
流通 B 股 (百万股)	0
流通 A 股市值 (百万)	749.84
总市值 (百万)	3744.18
每股净资产 (元)	6.65
ROE (09Q1)	1.47%
资产负债率	33.89%
动态市盈率	10
市净率	1.49

近一年股价表现



首席研究员: 帅再先

电话: 010-84802005

研究员: 魏静

电话: 0755-83689717

Email: weijing6982@hotmail.com

报告日期: 2009.6.22

相关报告:

《技术优势带来领先地位 政策鼓励带来业绩提升》2009.3.27

《政策与市场双轮驱动业绩大提升》2009.4.8

《单价下滑拉低利润 柴轿市场仍然值得期待》2009.4.20

投资要点:

- 柴油乘用车的市场认可度超过了我们的预期。一季度柴油 SUV 行业产销同比增长 32.8%，包括江铃陆风、华泰新圣达菲、长城汽车、江淮汽车、郑州日产都推出了柴油车型。其中圣达菲柴油版市场反应良好。从 1-5 月的数据可以看出，华泰圣达菲销售增长达到 349%，其中 50% 是柴油版。圣达菲德柴油版热销，说明柴油的供应瓶颈被突破，不再制约柴轿的发展，圣达菲柴油版的示范效应，我们预计会有更多的厂家推出柴油版，乘用车柴油化率将渐成热点。云内已经标配风行、骏捷、荣威 550 等车，其中风行柴油版 5 月开始促销，市场销售旺盛，预计云内柴油乘用车发动机需求增长可期。
- 随着国际油价的上涨，日前突破了 70 美元/桶，国内成品油价格屡次上调。用车成本在不断上升。对于每年行驶 20000 公里的一台 2.0 排量轿车，汽油发动机实际油耗约为 10 升/百公里，同等排量的柴油轿车较汽油轿车节油 30%-40%，柴油发动机实际油耗约为 6 升/百公里。则汽油使用量为 2 千升，柴油用量 1200 升，1 年节省油费 4208 元上。油价愈涨，使用费用差距愈发明显。消费者的节油意愿愈强。
- 在 1-5 月，尽管轻型载货车总体累计同比仅增长 7%，但扬动的破产使得订单分流，我们了解到公司在 6 月前产能都处于满负荷运转状态。随着年中淡季到来，公司的满负荷运转情况有所缓解。公司轻型载货车结构有所调整，高端发动机比例有所上升，发动机单价有所提升，我们预计上半全年的载货车发动机的销售增长在 20% 左右。随着国家补贴轻型载货车范围扩大，全年预计将保持较高的增长。
- 我们继续看好公司的柴油轿车发动机业务，假设公司 2009 年柴轿发动机在生产爬坡阶段出货 1 万台，2010 年 6.5 万台，2011 年生产 10 万台；传统业务未来以比较保守的增长速度估算，加上成都卖地收益，未来三年预计公司的每股收益为 1.05 元，0.87 元，1.27 元，相对 22 号股票价格的市盈率分别为 10，12，8。维持买入评级。

财务数据与估值

盈利预测	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	179187.7	259822.22	389733.33	584600
(+/-%)	-8	45	50	50
净利润 (百万元)	13556.68	39841.88	32886.093	48020.533
(+/-%)	-32.7	176	-17.46	46
EPS (元)	0.38	1.05	0.87	1.27
P/E (倍)	27.65	10	12	8

一、柴油 SUV 一季度增幅超三成，乘用车柴油化渐成热点

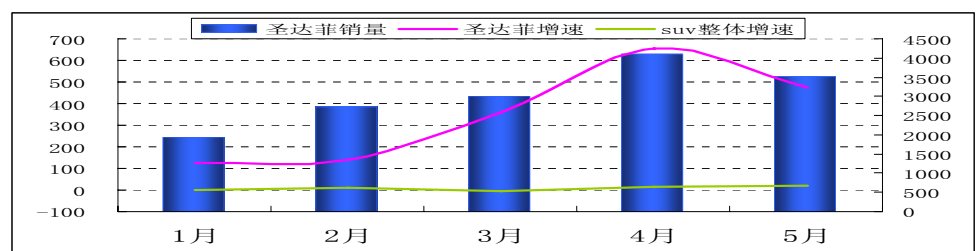
柴油乘用车的市场认可度超过了我们的预期。一季度柴油 SUV 行业产销同比增长 32.8%，柴油车在国内 SUV 总销量中占 15% 左右，包括江铃陆风、华泰新圣达菲、长城汽车、江淮汽车、郑州日产都推出了柴油车型。华泰圣达菲的基本测试标准与云内差不多，是华泰汽车与意大利 VM 发动机公司和德国 ZF（采埃福）变速器公司合作，通过买断技术的方式实现的发动机和变速箱的自主生产。华泰汽车今年的圣达菲柴油版市场反应良好。从 1-5 月的数据可以看出，华泰圣达菲销售增长达到 349.43%，其中 50% 是柴油版。圣达菲德增长远远超过行业增幅，柴油版热销说明市场对柴油乘用车认可度提升，反映了原来柴油供应瓶颈被突破，不再成为制约柴油发展的因素。柴油带来的节油示范效应，我们预计会有更多的厂家推出柴油版。

表 1 前 6 名品牌 SUV 销售情况

品牌	5 月	本年累计	同期止累计	环比增长 (%)	同比增长 (%)	累计同比 (%)	所占比重 (%)
狮跑	4001	11016	11661	25.82	54.72	-5.53	5.55
CRV	8330	40044	31840	-2.09	11.62	25.77	20.18
途胜	3856	17488	21692	-4.79	0.55	-19.38	8.81
圣达菲	3518	14602	3249	2.57	690.56	349.43	7.36
瑞鹰	1071	4029	5799	4.49	8.4	-30.52	2.03
哈弗	4231	22883	23766	-8.79	2.35	-3.72	11.53
合计	47661	198401	179182	-1.48	25.79	10.73	100

资料来源：江南金融研究所

图 1 圣达菲销量及增速



资料来源：江南金融研究所

云内标配的柴油乘用车目前销售较多的是瑞鹰及风行,骏捷柴油版在个别省会城市的出租车上有所使用。下表是排名较前的品牌的 MPV 的销售情况。尽管风行总体销量下滑,但据我们了解,在 5 月份风行柴油版开始实施大规模促销活动,以“柴油旋风,绿色商务风,节油新动力”为卖点,云内配套的风行菱智柴油版销售旺盛。

表 2 前 6 名品牌 MPV1-5 月销售情况

品牌	5 月	本期止累计	同期止累计	环比增长 (%)	同比增长 (%)	累计同比增长 (%)	比重
别克 GL8	2861	12207	16545	-3.7	-18.23	-26.22	14.59
途安	743	5570	5498	-54.39	101.36	1.31	6.66
奥德赛	2174	10859	13744	-9.34	-29.6	-20.99	12.98
风行	1224	5963	7083	-7.62	-2.16	-15.81	7.13
江淮瑞风	4035	18126	16930	2.33	32.51	7.06	21.66
阁瑞斯	888	5215	5036	-46.05	19.03	3.55	6.23
合计	17500	83678	93233	-10.08	-1.11	-10.25	100

资料来源:江南金融研究所

云内动力已经标配的车型的销售情况如下。据我们与公司沟通,目前开始销售的有瑞鹰、风行、骏捷。随着阁瑞斯、荣威 550 等车完成标配,对新车型的营销活动加强,对云内轿车柴油发动机需求增长,将带来云内业绩的提升。

表 3 公司标配车型今年上半年销量及去年同期销量

公司	品牌	1-5月销量	去年1-5月	同比增长
江淮汽车	瑞鹰	4029	5799	-30.52
东风	风行菱智	5963	7083	-15.51
中华轿车	骏捷 尊驰	32353	22915	41.19
海马	马3	3884	2231	74.09
金杯	阁瑞斯	5215	5036	3.55
一汽	自由风	408	449	-9.13
东南	得利卡、富利卡	215	569	-62.21
上汽	荣威550	21898	21898	/
福田汽车	迷迪	1938	0	/
小计		75903	65980	

资料来源：江南金融研究所

汽油较柴油易燃、挥发性强。因此柴油发动机的压缩比要比汽油发动机的高一倍。高压压缩比可以让燃烧更为充分，使得柴油发动机普遍比汽油发动机更省油。柴油发动机扭矩很大，可靠性也非常高。但传统的柴油机通过喷油泵，喷油器和调速器等对柴油发动机进行燃料的供给，由于柴油机混合气形成时间极短，燃烧室各处的混合气成分很不均匀，导致了传统柴油机噪音震动大、污染严重，因此常常只能被一些载货汽车采用。乘用车柴油发动机采用TDI（Turbo Charged Direct Injection）技术，即涡轮增压+电控共轨柴油直喷。用电子泵取代机械泵，用一个油泵就可以实现原来靠几个喷油器实现的整个发动机的供油，靠涡轮叶片的旋转来将燃油泵入燃烧室的，靠电磁阀根据ECU发出的指令来精确控制喷油器，保留了柴油发动机优点的同时，在震动噪音以及动力方面，已经达到甚至超过汽油发动机的性能。涡轮增压技术，使得被压缩的混合气在汽缸内的浓度比自然吸气的发动机要大得多，加上伴随的高温高压，这些混合气可以得到进一步的充分燃烧，从而获得更大的升功率和排放更少的有害气体。目前奔驰、奥迪、路虎都在国内推出了柴油版。

图2 云内发动机

D19TCI 柴油发动机



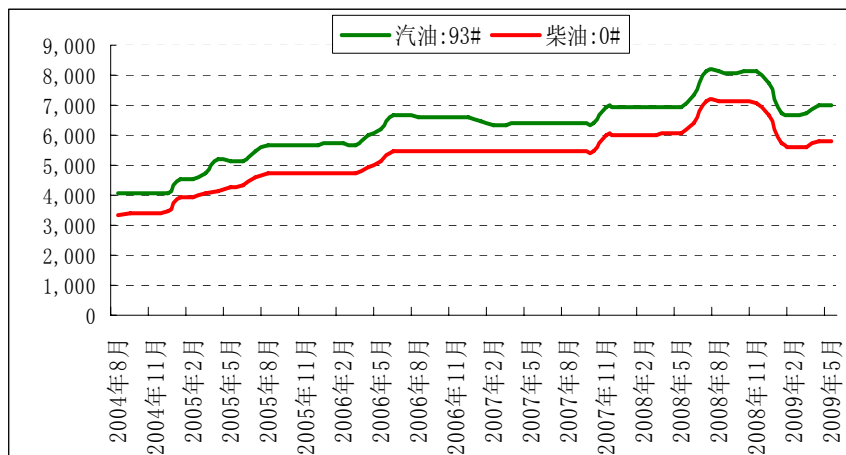
资料来源：江南金融研究所

二、油价上涨，凸现柴油乘用车的节油性能

随着国际油价的上涨，日前突破了 70 美元/桶，国内成品油价格屡次上调。用车成本在不断上升。对于每年行驶 20000 公里的一台 2.0 排量轿车，汽油发动机实际油耗约为 10 升/百公里，同等排量的柴油轿车较汽油轿车节油 30% - 40%，柴油发动机实际油耗约为 6 升/百公里。则汽油使用量为 2 千升，柴油用量 1200 升，1 年节省油费 4208 元上。油价愈涨，使用费用差距愈发明显。

而且国内成品油柴油比汽油价格低 0.7 元/升左右，1200 升柴油较汽油节省费用 800 元左右。合计柴油车将比汽油车节省费用 5 千元左右。柴油轿车比汽油轿车的售价约贵 10000 元。使用 2 年，节省的燃油费即可覆盖售价差额。

图 3 国内成品油均价



资料来源：江南金融研究所

表4 汽油柴油6月1号提价前后价格

地方	93 号汽油			0 号柴油		
	现在价格	原来价格	涨幅（元）	现在价格	原来价格	涨幅（元）
北京	5.89	5.56	0.33	5.76	5.42	0.34
上海	5.51	5.19	0.32	5.22	4.88	0.34
长春	5.32	5.14	0.18	5.09	4.87	0.22
广东	5.76	5.44	0.32	5.5	5.16	0.34
天津	5.54	5.22	0.32	5.31	4.96	0.35
重庆	5.63	5.32	0.31	未知	4.9	
武汉	5.5	5.2	0.3	5.35	5	0.35
南京	5.47	5.1	0.37	5.26	4.92	0.34

资料来源：江南金融研究所

三、汽车下乡扩大补贴力度，有力刺激轻卡的需求

今年国家财政部在年初推出汽车下乡补贴以旧换新政策后，轻型载货车的总体增长不大，前五个月累计同比增长7.19%。汽车下乡由于农民旧车可以卖到超过补贴的价格，因此淘汰旧车者，把车卖给二手市场更有动力。国家财政部6月10号的《汽车摩托车下乡实施细则》扩大了补贴范围，对农民直接购买轻型载货车给予10%的补贴。我们认为此举将积极促进轻型载货车的需求。

国家“汽车下乡”政策刺激力度持续加大：

- 2009年国务院通过“汽车产业调整振兴规划”，提出：“2009年3月1日至12月31日，农民报废三轮汽车或低速货车并换购轻型载货车，按换购轻型载货

车销售价格的 10%给予补贴，单价 5 万元以上的，每辆定额补贴 5000 元。同时，对报废三轮汽车每辆定额补贴 2000 元，报废低速货车每辆定额补贴 3000 元。”

- 2009 年 6 月 1 日国务院批准了发展改革委等部门《促进扩大内需，鼓励汽车、家电“以旧换新”实施方案》，2009 年在已安排老旧汽车报废更新补贴资金 10 亿元的基础上，中央财政再安排 40 亿元对农民报废三轮车和低速货车换购轻型载货车，以及购买 1.3 升以下排量的微型客车给予补贴。
- 6 月 10 号，《汽车摩托车下乡实施细则》，扩大了补贴范围，从 3 月 1 日至 12 月 31 日，国家安排 50 亿元，对包括农民新购微型客车、微型载货车、轻型载货车等和报废三轮汽车、低速货车并换购微型载货车、轻型载货车进行补贴。

在 1-5 月，尽管轻型载货车总体累计同比增长 7%，云内的下游的 8 大厂商除了福田、江淮、银河销量有所降低的其他厂商销量增幅较大。而且扬动的破产使得订单分流，我们了解到公司在 6 月前产能都处于满负荷运转状态。随着年中淡季到来，公司的满负荷运转情况有所缓和。公司轻型载货车结构有所调整，高端发动机比例有所上升，发动机单价有所提升，我们预计上全年的载货车发动机的销售增长在 20%左右。

表 5：轻卡相关品牌 1-5 月销量

指标名称单位: 辆	本月完成	本期止累计	同期止累计	环比增长%	同比增长%	同比累计增长%
轻型货车总计	124142	576894	538202	-7.87	17.72	7.19
北汽福田汽车股份有限公司	32716	158908	173347	-11.05	3.58	-8.33
安徽江淮汽车股份有限公司	11461	56937	57543	-19.08	-14.46	-1.05
东风汽车公司	11359	51327	44668	4.23	14.9	14.91
南京汽车集团有限公司	4526	24556	20437	-25.08	19.67	20.15
四川南骏汽车有限公司	3159	17190	14357	-18.48	9.84	19.73
重庆力帆汽车有限公司	6636	17173	11057	131.7	114.34	55.31
金杯汽车股份有限公司	4353	14479	11412	28.56	38.32	26.88
重庆长安汽车股份有限公司	2752	13831	11656	-13.43	54.87	18.66
成都王牌汽车股份有限公司	497	2392	1414	-18.12	107.08	69.17
四川银河汽车集团有限责任公司	226	1127	1236	-33.33	55.86	-8.82

资料来源：江南金融研究所

四、盈利预测

我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2009 年柴轿发动机在生产爬坡阶段出货 1 万台，2010 年 6.5 万台，2011 年生产 10 万台；传统轻载柴油发动机业务未来以比较保守的增长速度估算，加上成都卖地收益，未来三年预计公司的每股收益为 1.05 元，

0.87 元，1.27 元，相对 19 号股票价格的市盈率分别为 10，12，8。因此维持买入评级。根据我们与公司沟通结果，公司对成都地块的减持将选择地价较高时期，因此卖地收益在今年或明年取得。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2218	1314	1971	2956	营业收入	1792	2598	3897	5846
现金及现金等价物	1206	412	618	927	营业成本、税金	1508	2054	3063	4567
应收帐款净额	681	572	859	1288	营业费用	82	118	177	266
存货净额	544	618	927	1390	管理费用	152	234	348	516
其他流动资产	-214	-289	-433	-649	财务费用	-16	-8	31	40
非流动资产	1541	1919	2366	2896	投资净收益	0	0	0	0
固定资产净额	1324	1708	2160	2695	营业利润	66	104	308	400
无形资产	165	159	154	148	营业外收支净额	78	239	78	78
其它长期资产	52	52	52	52	利润总额	144	439	357	535
资产总计	3760	3233	4336	5852	所得税	30	66	54	80
流动负债	936	1068	1632	2443	少数股东损益	-25	-25	-25	-25
短期借款	147	0	31	40	归属母公司净利润	139	398	329	480
应付账款	658	882	1323	1984	EPS (元)	0.36	1.05	0.87	1.27
其他流动负债	131	186	279	419					
非流动负债	338	48	48	48	现金流量表				单位:百万元
长期借款	290	0	0	0	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
其他非流动负债	48	48	48	48	经营活动现金流	126	595	537	772
负债合计	1274	1116	1681	2491	净利润	110	398	329	480
少数股东权益	30	5	-20	-46	少数股东权益	0	-25	-25	-25
股本	378	378	378	378	折旧及摊销	60	94	119	149
归属母公司股东权益	2455	2112	2676	3406	坏帐准备	3	21	31	44
负债和股东权益	3760	3233	4336	5852	应收帐款的减少/(增加)	85	-173	-286	-429
主要财务比率					存货的减少/(增加)	-88	-74	-309	-463
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	待摊费用和其他流动资产的减少	0	75	144	216
成长能力					投资活动现金流	-385	-472	-566	-679
ROE (%)	5.7%	18.9%	12.3%	14.1%	收回投资与投资收益	13	0	0	0
ROA (%)	3.6%	12.3%	7.6%	8.2%	资本投资	393	472	566	679
					其它	5	0	0	0

偿债能力					筹资活动现金流	-105	-835	266	259
已获利息倍数	-3.17x	-24.32x	10.07x	12.43x	股权融资	0	0	564	73044
资产负债率	33.9%	34.5%	38.8%	42.6%	支付股利	128	398	329	480
流动比率	237.1%	123.0%	120.7%	121.0%	银行贷款的净增加	23	-437	595	740
					其它	0	0	564	73044
固定资产/总资产	35.2%	52.8%	49.8%	46.1%	现金净增加额	-364	-712	237	353

来源：江南金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。

持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。

卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。

中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。

减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使江南证券有限责任公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使江南证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于江南证券。未经江南证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。江南证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而江南证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被江南证券认为可靠，但江南证券并不能担保其准确性或完整性，而江南证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。江南证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表江南证券及关联公司的立场。

江南证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。江南证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测是江南证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于本报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

本报告为派发给江南证券的专业及投资机构客户。如接收人非江南证券的市场专业及机构投资客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

江南证券版权所有，保留一切权利。

江南金融研究所

公司网站：<http://www.scstock.com>

深圳

地址：深圳市深南中路 68 号航空大厦 29 层

邮编，518000

电话：0755-83689524

联系人：毛艳琼

北京

地址：北京市朝阳区安立路甲 56 号

邮编：100012

电话：010-84802003