

2009 年 9 月 23 日

A
持有

000951.SZ – 人民币 25.29

目标价格: 人民币 25.00

王玉笙

+8621 6860 4866 分机 8523

Yusheng.wang@bocigroup.com

胡文洲, CFA

+8621 6860 4866 分机 8520

Eric.hu@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	99	14	17	30
相对新华富时 A50 指数 (%)	38	19	20	1

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	419
流通股 (%)	36
流通股市值 (人民币 百万)	3,783
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	114
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
中国重汽香港有限公司	64

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中国重汽

重卡行业转暖

在国家 4 万亿投资的带动下, 重卡的工程车板块最先复苏, 预计随着大量基建项目建设的全面展开和经济景气度的提升, 物流业复苏将带动物流用重卡, 特别是半挂牵引车的需求。中国重汽将持续在行业转暖的大环境中受益。我们预计公司 09-10 年的每股收益分别达到 1.10 元和 1.56 元, 首次给予**持有**评级及 25.00 元的目标价格。

支撑评级的要点

- 预计下半年重汽的工程自卸车板块将维持良好销售。
- 重汽的半挂车和城市物流用车也将从行业的增长中受益。
- 销售费用率和所得税率的逐步降低有利于下半年业绩提升。

评级面临的主要风险

- 重汽的大吨位半挂车从物流业转暖的受益相对较少, 导致市场份额的下滑。
- 原材料成本上升导致毛利率下降。

估值

- 我们认为中国重汽作为重卡行业的龙头企业, 将随着重卡行业的转暖实现稳定增长。基于 2010 年 16 倍市盈率, 我们将公司的目标价格设为 25.00 元, 首次给予**持有**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	17,335	19,193	19,517	21,411	23,495
变动 (%)	74	11	2	10	10
净利润 (人民币 百万)	718	473	463	655	850
全面摊薄每股收益 (人民币)	1.711	1.127	1.104	1.561	2.025
变动 (%)	81.0	(34.1)	(2.1)	41.4	29.8
市场预期每股收益 (人民币)	-	-	1.058	1.375	1.620
核心每股收益 (人民币)	1.713	1.140	1.112	1.569	2.034
变动 (%)	81.9	(33.5)	(2.4)	41.0	29.6
市盈率 (倍)	14.8	22.4	22.9	16.2	12.5
核心市盈率 (倍)	14.8	22.2	22.7	16.1	12.4
每股现金流量 (人民币)	(0.09)	(0.21)	4.57	2.56	3.09
价格/每股现金流量 (倍)	(276.4)	(120.5)	5.5	9.9	8.2
净资产收益率 (%)	5.2	11.0	9.4	7.5	5.7
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.000	0.331	0.468
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	1.3	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

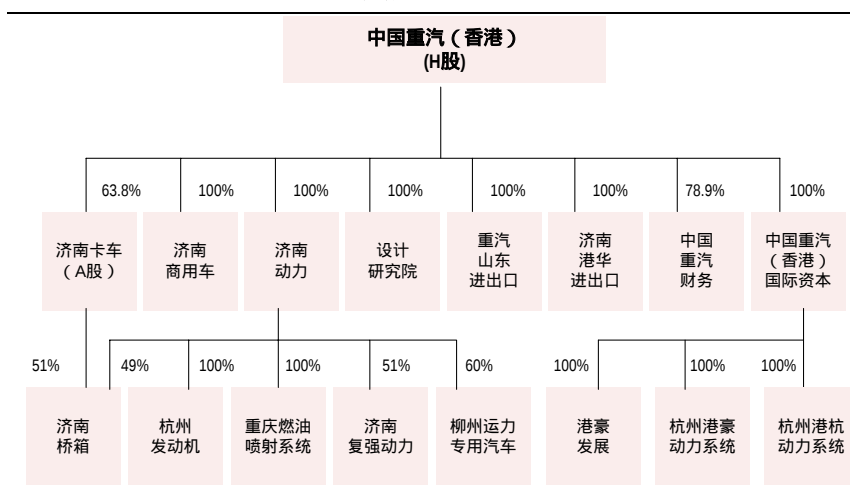
目录

集团核心资产	3
重卡行业逐步回暖	4
市场占有率	7
排放技术	10
与曼的战略合作	12
业绩弹性较大	14
估值	16
研究报告中所提及的有关上市公司	18

集团核心资产

中国重汽 A 股是中国重汽 H 股旗下子公司（持股 63.8%），是整个重汽集团的核心资产。重汽 A 股目前产能约有 10 万台。H 股上市公司除了包含 A 股资产，还包括商用车公司约 5 万台产能、2 个发动机基地约 20 万台产能及其他零部件等。

图表 2.重汽 A 股为集团核心资产



资料来源：公司数据

在 4 万亿投资的带动下，上半年重卡行业最先复苏的是工程用车，工程用车对于基于斯太尔平台生产的中国重汽来说是强项，在上半年中国重汽的市场份额获得很大提升。同时，由于中国重汽自主 EGR 国 III 产品性价比较高，最先为市场接受，协助了市场份额的提升。

下半年，随着公路和港口物流需求的增加，预计物流用重型车的购买，尤其对半挂牵引车的购买会持续回暖。重汽的半挂车产品专注 10L 以上，自重较重，在国家计重收费和限制总重的环境下相对一汽、福田等 8-9L 排量的半挂车产品不占优势。但我们认为重汽的半挂车产品也将随着行业的转暖而实现销量的增长。

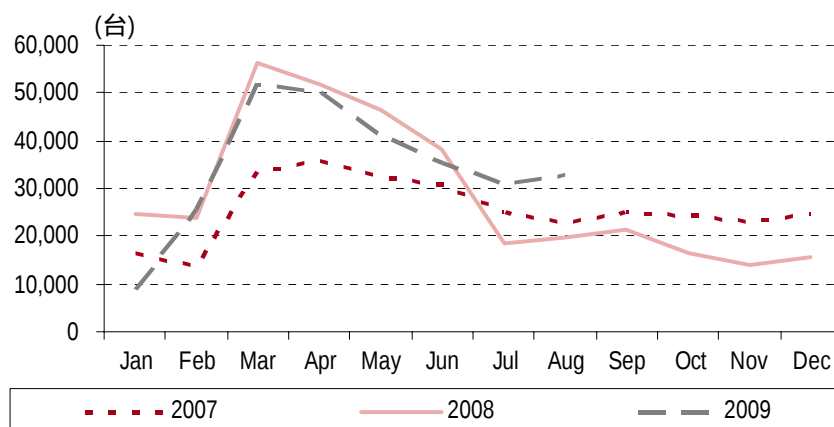
重卡行业逐步回暖

我们根据《中国汽车工业产销快讯》，将重卡车型分为重型货车（含底盘）和半挂牵引车。按照重汽集团重卡的用途分类，主要分为工程、矿山所用的工程自卸车和多为物流运输所用的半挂牵引车。

重型货车（含底盘）

由于国 III 标准的实施，08 年上半年重卡行业的销量井喷透支了下半年的需求，加上下半年宏观经济不景气，08 年重卡行业经历了冰火两重天的尴尬局面。09 年在国家投资政策的带动下，1-8 月产销快讯显示重卡含非完整车辆销量同比下降仅 0.8%；由于下半年同比基数较低，预计全年将实现 18.6% 的同比增长。

图表 3. 重型货车（含非完整车辆）07-09 年单月销量列示

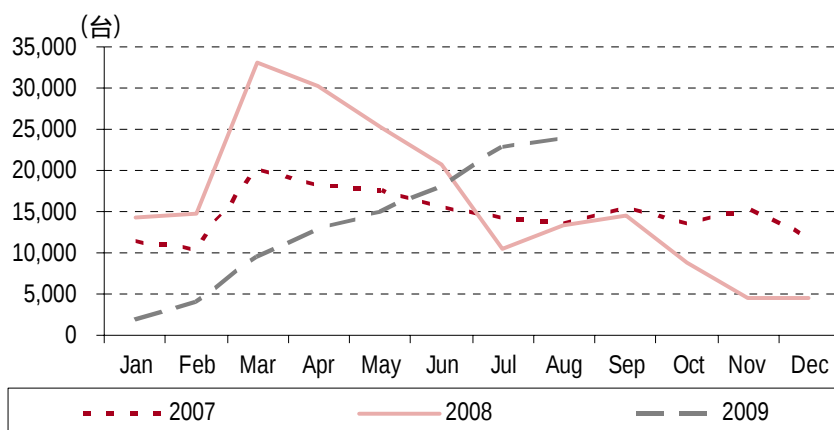


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

半挂牵引车

半挂车方面，08 年底由于公路物流和港口运输业需求急剧萎缩，导致半挂车的需求日渐下降，至 09 年一月份陷入低谷。从 5 月份开始，半挂车销量的恢复性上升“接力”了上半年最先复苏的工程自卸车的销售，并在 7-8 月创下三年来的销量新高，成为市场重要支柱。

图表 4.半挂牵引车 07-09 年单月销量列示

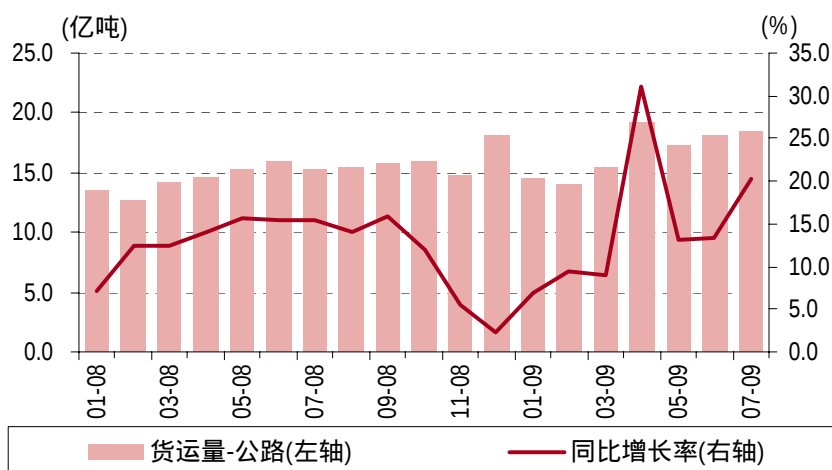


资料来源：《中国汽车工业产销快讯》，中银国际研究

物流运输业复苏

我们参考港口吞吐量、公路货运量等指标，认为物流用重卡下半年将实现恢复性增长。公路货运量指标从 08 年 9 月至 12 月，同比增速降至最低；09 年上半年呈恢复性上升，并在 4 月份大幅飙升，目前增速仍维持较高水平。

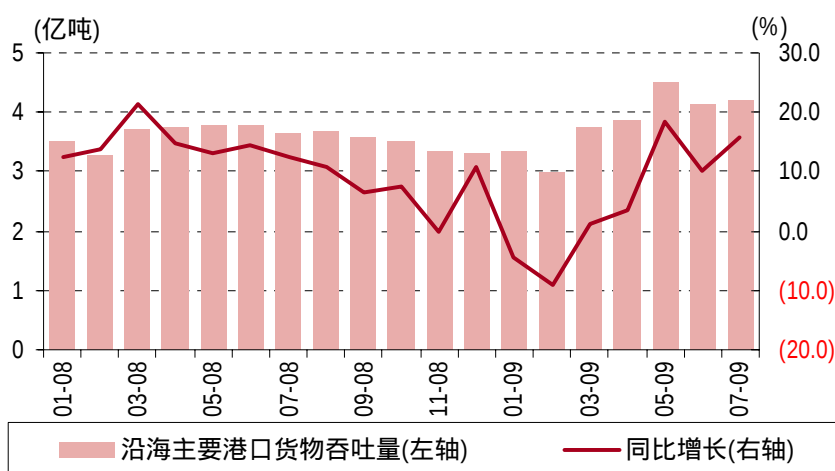
图表 5.公路货运量 08-09 年分月度列示及增长率



资料来源：万德资讯，中银国际研究

我们认为港口货运吞吐量的趋势将能体现港口物流需求和出口趋势。自 08 年下半年，沿海主要港口货物吞吐量的绝对额出现下降，09 年初出现负增长，2 月跌入谷底。自 09 年 3 月，该指标出现正增长，增长率节节攀升，目前恢复到 08 年上半年水平。我们认为随着宏观经济的复苏，下半年物流用重卡的需求将会有所上升。

图表 6.沿海主要港口货物吞吐量 06-09 年分月列示



资料来源：万德资讯，中银国际研究预测

政策支持

从政策方面来看，我们认为未来半挂车前景乐观。

首先，由于原先养路费是按照载重吨位数核定的，对于半挂牵引车来说，由于上户吨位通常比载货车高，每年养路费的数额相比大吨位的载货车要高出许多，所以养路费的取消对半挂车来说受益更大。

第二，治理超载、计重收费对重卡满载总重量进行限制，由于半挂车自重较同载重级别的载货车轻，故在限制总重的情况下能够运送更多的货物从而显示出更强的经济效应。

第三，二级公路收费站的撤销将使得整个重卡行业受益。据悉，我国目前江苏、山东等 12 个省全部取消了政府还贷二级公路的收费，共撤销站点近 1,300 个，占全国政府还贷二级公路收费站总量的 65%。通行费的减少将大大减轻公路运输车辆负担。

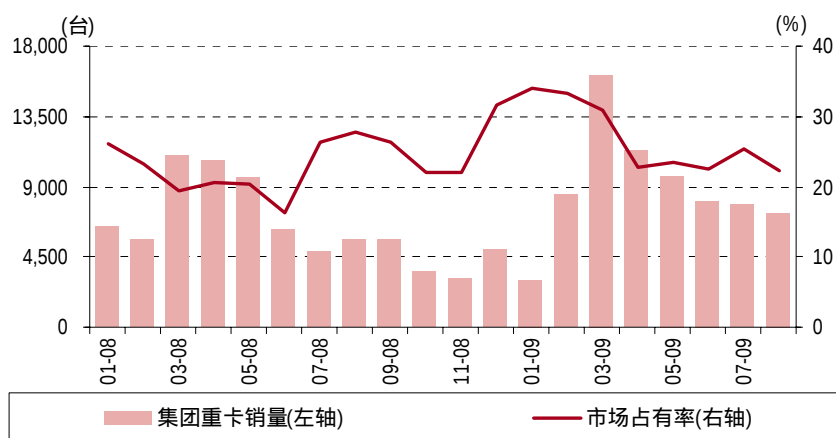
市场占有率

自卸车占有率维持高位

重汽 A 股大概占重汽集团销量的 70%, 由于 A 股披露的产销数据较为笼统, 我们考察重汽集团在各细分市场的数据情况对公司的市场占有率进行评估。

08 年 6 月底我国实施国 II 到国 III 排放标准的切换, 导致下半年重卡销量的急剧萎缩, 但中国重汽却在此期间占据优势, 市场份额在 08 下半年和 09 年 1 季度得到极大的提升。原因主要有二: 首先, 由于重汽 EGR 国 III 产品价格优势明显, 对国内油品状况适应性强, 其国 III 产品最先被市场接受; 第二, 由于最先复苏的是工程自卸车, 故 1 季度以自卸车制造见长的重汽、陕汽、红岩在竞争中将以半挂车制造见长的东风、一汽等抛在身后。

图表 7.重汽集团重卡（含底盘）及市场占有率分月度列示



资料来源: 公司数据, 中银国际研究预测

二季度, 随着各个汽车企业及发动机企业都相继推出了 EGR 产品并相应降低共轨产品价格, 重汽的市场份额有所下滑, 预计将逐步回复到以前年度水平。

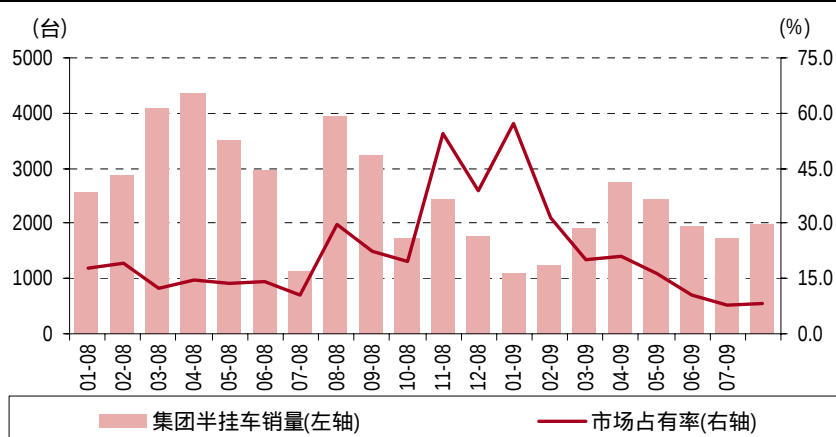
图表 8.货车（含底盘）销量及市场占有率

货车（含底盘）	07 年 市场份额(%)	08 年 市场份额(%)	09 年 1-8 月 市场份额(%)	09 年 1-8 月 销量(台)	09 年 1-8 月 同比增长(%)
重汽：豪沃、斯太尔、黄河等	21.6	22.2	25.9	71,741	20.2
东风：天龙 大力神 乘龙等	20.2	21.9	17.2	47,616	(23.8)
一汽：奥威 捍威力 J6 等	15.6	16.3	15.1	41,848	(14.9)
陕汽：德龙 奥龙等	9.3	9.5	11.8	32,707	27.7
福田：欧曼	9.0	7.1	8.4	23,206	20.5
上汽依维柯红岩：红岩 斯达-斯太尔等	6.9	5.9	4.9	13,686	(21.6)
北奔重型：北奔	3.6	4.8	4.9	13,437	5.1
华菱	2.8	2.9	3.3	9,138	29.5
江淮：格尔发	3.3	3.1	2.8	7,743	(12.5)
重型货车总计	100	100	100	276,719	(0.8)

资料来源：中国汽车工业产销快讯、中银国际研究

半挂车占有率回落

物流用车行业的需求（以半挂牵引车为代表）从 08 年下半年到 09 年 2 季度出现了大幅下滑，我们认为重汽也是凭借国 III 产品的价格优势，在这一期间市场占有率获得大幅提升。

图表 9.集团半挂车销量及市场占有率分月度列示


资料来源：公司数据，中银国际研究预测

半挂车的销量水平，如前所述正逐月恢复，目前已达到三年来的新高，但我们看到一汽、东风、福田等半挂车产品，由于自重较轻，更适合国内的公路运输，从 5 月开始销量大幅提升，重汽在半挂车市场的份额逐渐回落至 10% 以内。由于各企业的制造各有所长，所以我们认为重汽半挂车产品市场份额的回落符合预期。我们看到重汽半挂车销售的同比恢复程度仍然维持在较好水平。

图表 10.货车（含底盘）销量及市场占有率

半挂牵引车	07 年 市场份额(%)	08 年 市场份额(%)	09 年 1-8 月 市场份额(%)	09 年 1-8 月 销量 (台)	09 年 1-8 月 同比增长(%)
25t<准拖挂车总质量≤40t	100.0	100.0	100.0	99,340	(30.4)
一汽：奥威 捍威力 J6 等	27.3	25.1	32.6	32,434	(15.7)
福田：欧曼	19.7	19.2	25.2	25,018	(5.4)
重汽：豪沃、斯太尔、黄河等	11.4	12.3	11.7	11,588	(25.8)
东风：天龙 大力神 乘龙等	17.3	17.9	13.6	13,559	(49.1)
陕汽：德龙 奥龙等	17.8	17.9	10.8	10,736	(57.8)
包头北奔	2.6	4.8	5.0	4,994	(18.1)
上汽依维柯红岩：红岩 斯达-斯太尔等	1.5	1.0	0.4	397	(72.0)
40t<准拖挂车总质量	100.0	100.0	100.0	6,115	(68.2)
重汽：豪沃、斯太尔、黄河等	55.0	56.5	57.4	3,509	(64.0)
一汽：奥威 捍威力 J6 等	24.7	33.0	33.0	2,016	(71.8)
上汽依维柯红岩：红岩 斯达-斯太尔等	1.4	0.8	3.7	224	35.8
包头北奔	1.0	1.7	3.3	204	0.5
陕汽：德龙 奥龙等	17.6	8.0	2.6	162	(91.7)

资料来源：中国汽车工业产销快讯、中银国际研究

我们认为下半年半挂车的市场的复苏将接力上半年自卸车的销售旺势。虽然中国重汽在半挂车市场竞争中优势不明显，但也将随着行业的转暖受益。自卸车方面，我们认为对自卸车的需求不会迅速萎缩，由于去年同比基数前高后低，预计中国重汽全年销量将与去年基本持平。

排放技术

国 III 技术

目前国内外主要有 4 种国 III 的技术路线，分别是：电控泵喷嘴技术（EUI）、高压共轨技术（Common Rail）、电控单体泵技术（EUP）和电控直列泵（EIL）+EGR 技术。

目前，博世和电装在中国主推高压共轨系统；德尔福对中轻型车主推高压共轨系统，对重型车采用泵喷嘴和单体泵技术；中国重汽则采用了电控直列泵和 EGR 技术。

目前，除了重汽拥有国家工信部与环保部认可的电控直列泵+EGR 技术发动机，一汽锡柴、玉柴、上柴、潍柴、康明斯等也都提供了此类发动机，尚未得到环保部的认可。但据悉，09 年 1 季度装配 EGR 的东风商用车、东风柳汽和一汽解放 J5 等各家重卡产品已经在终端市场上投放和运营。

未来，我们认为用户对国 III 发动机产品的选择将更加理性，预计工程自卸车将可能更多的选择价格低廉的 EGR 产品，而共轨产品由于油耗低、故障率低等优势将更多的被长途物流用车，半挂牵引车所青睐。

图表 11.国内主流发动机国 III 排放技术路线

发动机厂家	EGR 机型	EGR 形式	采取的路线
玉柴	6J(6105)、6A(6108)、 6L(6113)、6M(6120)	内置 EGR	电控共轨系统、单体泵系统、直列泵+EGR
一汽锡柴	6DF、6DL	内置 EGR	电控共轨系统、单体泵系统、直列泵+EGR
一汽道依茨大柴	6DE	外置 EGR	电控共轨系统、单体泵系统、直列泵+EGR
潍柴	WD615	外置 EGR、内置 EGR	电控共轨系统、直列泵+EGR
重汽	WD615	外置 EGR	电控共轨系统、直列泵+EGR
东风康明斯	L 系列	内置 EGR	电控共轨系统、单体泵系统、泵喷嘴系统、直列泵+EGR

资料来源：商用车、中银国际研究

国 IV 技术

我们认为国 IV 之前，柴油机排放可以通过机内净化技术来解决污染物的排放控制，但从国 IV 开始，除了改进燃油喷射系统、优化燃烧过程等还必须增加装置才能达标。

目前欧洲主要采用 SCR(选择性催化还原)途径用于长途载货车，短途运输和公交通常采用 EGR+DPF。采用 SCR 路线主要有康明斯、戴姆勒等。

在北美市场上主要适用的是 EGR+DPF/DOC (废弃再循环+微粒捕集器/氧化催化转换器)技术路线。主要使用者有曼、康明斯、斯堪尼亚等。基于与曼的合作，我们预计重汽未来将采用 EGR+DPF 技术达到国 IV 标准。

图表 12. 国内国 IV 柴油机采用路线表

生产企业	机型	预计达到国 IV 所采取路线
道依茨一汽大柴	TCD2013L04 柴油机：	采用 SCR 技术
一汽锡柴	CA6SF2 CNG 发动机；7.13L，132 ~ 148kW, 630 ~ 690Nm，6DL1 系列发动机：7.7L，203 ~ 239kW，1050 ~ 1250Nm	EGR+DPF/DOC
	6DN1 系列发动机：12.53L, 300 ~ 351kW, 1750 ~ 2100Nm	采用 SCR 技术
东风康明斯	ISLe 柴油机：8.9L	采用 SCR 技术
玉柴	YC6L:8.424L, 260kW, 1100Nm, 采用德尔福单体泵	采用 SCR 技术
上柴	SC9DF:9L, 采用日本电装共轨电喷技术	采用 SCR 技术
重汽杭发	D10, 采用日本电装共轨电喷技术	EGR+DPF
潍柴	WP10、WP12 系列	采用 SCR 技术

资料来源：商用车、中银国际研究

与曼的战略合作

合作条款

重汽与曼的合作解答了重汽未来如何适应更高的排放标准的问题，从这一点上来看，这一战略合作将为重汽的前景加分。香港重汽 09 年 7 月与德国 MAN SE 公司建立战略合作关系。MAN SE 将在资本层面通过认购可转债和购买已发行股份方式参股重汽香港 25%+1 股。重汽香港将引进 MAN SE 相关附属公司的先进卡车整车、发动机和核心零部件技术。双方合作开展新的技术提升型卡车的制造和销售等合作。香港重汽也将适当引入 MAN SE 参与经营和管理。

A 股上市公司未来将无偿获得以下授权：1. 装配包含引进技术的技术提升型重卡；2. 济南桥箱有限公司将能使用引进技术生产车桥等合同产品；3. 能够国产化并使用 D20 等三款涵盖符合欧三至欧五排放标准的发动机。我们认为短期内对 A 股公司的影响不大，中期来看，有了曼的技术支持，对重汽后续提升技术和竞争力是有力的支撑。我们认为共轨产品正越来越多被市场所接受，EGR 产品的优势正逐渐减退，未来曼的新产品的国产化将显得尤为重要。

图表 13. 国际主流发动机欧 III 及以上电喷系统（中重卡发动机）

发动机厂家	型号	排量(L)	类型
PACCAR	PX 6	6.7	共轨
	PX 8	8.3	共轨
	PR	9.2	单体泵
	MX	12.9	单体泵
NAVISTAR	MAXXFORCE7	6.4	共轨
	MAXXFORCE13	12.4	共轨
MAN(曼)	D20	6.9	共轨
	D28	10	共轨
CUMMINS(康明斯)	ISB	6.7	共轨
	ISL	8.9	共轨
	ISM	10.8	泵喷嘴
SCANIA(斯堪尼亚)	DC13	9.3	共轨
IVECO(依维柯)	CURS0R13	13	泵喷嘴
	CURS0R9	8.7	泵喷嘴
MERCEDES	OM906A	6.37	泵喷嘴
	OM926LA	7.2	泵喷嘴
	OM442LA	15.92	单体泵
CAT.	C9	9.3	共轨
	C15	15.2	泵喷嘴
HINO(日野)	J08C	7.98	共轨
	J13C	12.9	共轨
Renault (雷诺)	DCI11	11	共轨
BENZ(奔驰)	1833LL	7.2	泵喷嘴

资料来源：商用车、中银国际研究

深度合作

从实际操作方面来看，重汽和曼的合作将在三个层面上分步进行。首先是资本层面的合作。其次是技术层面的合作，重汽将陆续引进曼最先进的整车平台、三款发动机的技术以及自制零部件和车桥技术。第三是商务层面的合作，未来重汽和曼将共用一个整车平台，海外市场，重汽除了欧盟 29 国、巴西以外的市场都可出口整车产品；重汽未来生产的零部件将作为曼未来的采购渠道之一，并且装配到曼生产的整车产品上。

从时间上来看，资本合作预计近期审批能够结束；技术层面的合作预计将在未来的 2 年时间中进行；商务层面的合作将在技术合作成熟后进行。

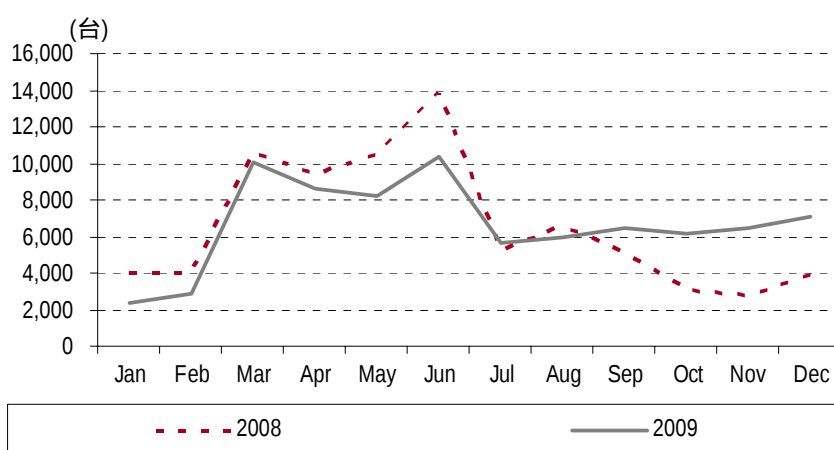
我们认为由于重汽不具有自主生产欧 III 共轨产品的能力，与曼的合作将直接引入欧 III 及以上产品的生产技术，这将大大缩短重汽自主研发的时间和研发成本，令重汽的发展前景更为明朗。

业绩弹性较大

销量与 08 年持平

公司的报表结构相对简洁，没有投资收益等，所以毛利率和费率的变化将引起业绩的较大波动，业绩弹性较大。从全年来看，我们认为下半年物流行业将有所复苏，但由于重汽半挂车产品偏重型，所以预计重汽的半挂车销量将很难出现突破性的增长，自卸车方面则有望继续维持较好的销量水平。我们预计重汽全年的销售将达到 8 万台左右，与去年基本持平，或呈现小幅增长。销售收入方面亦出现小幅增长。

图表 14. 中国重汽 A 股销量及预测



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

销售费用率

公司的盈利对销售费用率敏感。往年公司的销售费用占收入的比重一般控制在 2.7%-2.8%。而 09 年 1 季度这一占比高达 5%，二季度下降至 3.4%，上半年高达 4.0%。原因是由于 08 年下半年销售的颓势，公司年初制定了新的商务政策，增加对经销商的返点，尤其是对改装车厂的返点大幅度增加（预计给改装厂的返点高于普通经销商 3 个百分点左右）。由于重汽的产品中，除了独立公路物流车和半挂牵引车之外都需要进改装厂，而 1 季度 95%左右的车型是工程自卸车等，需要改装，所以 1 季度财务费用大幅上升。2 季度，城市物流车和半挂车销量比重增加，改装车比例下降至 80%左右，销售费用率相应下降。

我们预计从 7 月开始，随着物流业的复苏，公司公路运输车和半挂车的比例将有所上升，自卸车将逐步回复到 65%-70% 左右，与往年销售结构相仿。根据我们对公司全年销量和产品结构的预测，预计全年财务费用率在 3.7% 左右的水平。

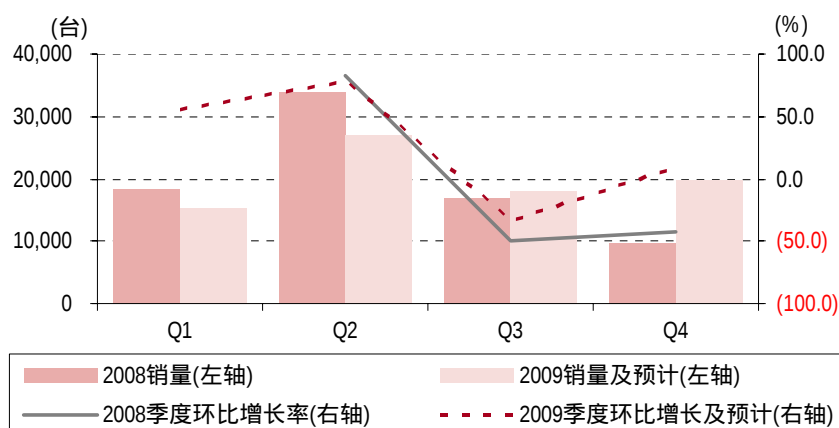
我们认为公司是在年初重卡行业极为低靡的情况下制定了较高的返点政策，这一政策将持续一年。我们预计随着行业景气度的逐渐提升，公司 2010 年将有可能无须沿用如此优惠的商务政策。另一方面，随着改装车的销售占比回落到合理水平，2010 年销售费用率相比 09 年也将有所回落。

盈利预期

重卡的销售旺季在 2 季度，3 季度进入淡季。由于重汽更擅长工程自卸车的制造，在当前物流运输用车复苏的背景下，预计重汽的物流用车及半挂车的销售比例会有所上升，但很难获得突破性增长。

尽管如此，由于 08 年下半年同比基数较低，尤其是 4 季度的销量较小，预计重汽下半年业绩将大幅超越 08 年同期。在我们预计钢材等原材料价格年底前不会显著上升的情况下，预计上半年的毛利水平将能够延续。同时，在销售费用率逐渐降低、所得税率降低的有利条件下，预计 3-4 季度的盈利将大幅超过 1 季度。全年盈利与 08 年相仿。我们预计 09-11 年公司每股收益分别为 1.10、1.56 和 2.03 元，随着重卡行业景气度的提升，呈稳定增长。

图表 15. 公司分季度销量及月度环比增长率列示



资料来源：公司数据，中银国际研究预测

估值

我们认为 A 股汽车行业的平均估值水平将能够成为公司估值的重要参考。从目前来看，A 股汽车行业平均 2009 年和 2010 年市盈率分别是 22.6 倍和 17.5 倍，其中乘用车行业估值水平稍高，商用车由于景气度回升相对缓慢，估值稍低。我们认为中国重汽作为重卡行业的龙头企业，自卸车板块将持续从国家的基建投资中获益，而半挂车板块从物流业的复苏中获益相对较少。基于 2010 年 16 倍市盈率，我们将公司的目标价格设为 25.00 元，首次给予**持有**评级。

图表 16.主要汽车股 09-10 年估值比较

公司名称	评级	每股收益(人民币)		每股收益增长(%)		市盈率(倍)		市净率(倍)		净资产收益率(%)	
		2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E
A 股上市公司											
上海汽车	买入	0.71	1.14	609.0	60.8	28.6	17.8	3.3	2.9	11.7	16.4
潍柴动力-A	买入	2.85	3.34	23.1	17.0	17.7	15.2	4.3	3.5	24.4	23.1
江淮汽车	买入	0.34	0.46	750.0	35.3	23.4	17.3	2.3	2.1	10.0	12.1
福田汽车	买入	0.85	0.92	125.5	8.2	18.7	17.3	3.9	3.2	20.7	18.6
长安汽车	买入	0.60	0.77	5860.0	28.4	17.5	13.6	2.7	2.4	15.6	17.6
一汽轿车	买入	0.81	0.97	20.9	19.8	22.7	19.0	4.2	3.7	18.3	19.3
宇通客车	买入	0.79	0.98	(22.4)	24.0	19.5	15.7	4.5	3.9	23.2	24.9
一汽夏利	持有	0.19	0.29	193.7	56.8	40.3	25.7	3.4	3.1	8.3	12.0
江铃汽车	买入	1.03	1.12	13.2	8.7	18.2	16.7	3.6	3.2	19.8	19.2
福耀玻璃	买入	0.43	0.64	260.8	47.6	24.7	16.7	5.2	4.3	21.1	25.8
宁波华翔	持有	0.53	0.50	82.1	(4.7)	17.5	18.4	3.4	3.0	19.6	16.3
中国重汽-A	持有	1.10	1.56	(2.1)	41.4	22.9	16.2	3.6	3.1	15.7	18.9
行业平均						22.6	17.5	3.7	3.2	17.4	18.7
H 股上市公司											
潍柴动力-H	买入	2.85	3.34	23.2	17.0	12.1	10.3	3.0	2.4	24.5	23.1
东风集团股份	买入	0.57	0.66	21.3	15.8	12.6	10.8	2.5	2.1	19.7	19.6
骏威汽车	买入	0.30	0.32	7.5	6.0	10.1	9.5	1.6	1.4	15.7	14.9
庆铃汽车	买入	0.09	0.10	27.5	15.9	14.7	12.7	0.4	0.4	2.3	2.4
行业平均						12.4	10.8	1.9	1.6	15.6	15.0

资料来源：中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	17,335	19,193	19,517	21,411	23,495
销售成本	(15,202)	(17,538)	(17,704)	(19,374)	(21,101)
经营费用	(611)	(658)	(788)	(826)	(905)
息税折旧前利润	1,521	997	1,026	1,212	1,489
折旧及摊销	(210)	(226)	(260)	(292)	(322)
经营利润 (息税前利润)	1,311	772	765	920	1,167
净利息收入/(费用)	(128)	(24)	(69)	23	62
其他收益/(损失)	5	26	20	20	20
税前利润	1,188	773	717	963	1,249
所得税	(259)	(154)	(129)	(164)	(212)
少数股东权益	(212)	(146)	(125)	(144)	(187)
净利润	718	473	463	655	850
核心净利润	719	478	467	658	853
每股收益(人民币)	1.711	1.127	1.104	1.561	2.025
核心每股收益(人民币)	1.713	1.140	1.112	1.569	2.034
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.331	0.468
收入增长(%)	74	11	2	10	10
息税前利润增长(%)	66	(41)	(1)	20	27
息税折旧前利润增长(%)	83	(34)	3	18	23
每股收益增长(%)	81	(34)	(2)	41	30
核心每股收益增长(%)	82	(33)	(2)	41	30

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	2733	4,348	2,760	2,650	3,059
应收帐款	602	952	716	785	861
库存	2,766	2,526	2,679	2,936	3,201
其他流动资产	1888	1,762	850	850	850
流动资产总计	7,989	9,588	7,004	7,221	7,972
固定资产	1,317	1,936	2,102	2,241	2,357
无形资产	299	270	251	231	210
其他长期资产	0	0	0	0	0
长期资产总计	1,616	2,206	2,353	2,472	2,568
总资产	9,605	11,794	9,357	9,693	10,539
应付帐款	4,002	4,092	4,426	4,843	5,275
短期债务	2,132	4,235	1,168	426	0
其他流动负债	225	467	220	220	220
流动负债总计	6,359	8,793	5,814	5,489	5,495
长期借款	656	40	40	40	40
其他长期负债	44	45	0	0	0
股本	323	419	419	419	419
储备	1,695	2,071	2,534	3,050	3,703
股东权益	2,018	2,491	2,954	3,470	4,123
少数股东权益	529	425	549	694	881
总负债及权益	9,605	11,794	9,357	9,693	10,539
每股帐面价值(人民币)	6.25	5.94	7.04	8.27	9.83
每股有形资产(人民币)	5.33	5.29	6.44	7.72	9.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.26)	(0.17)	(3.70)	(5.21)	(7.20)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	1,188	773	717	963	1,249
折旧与摊销	210	226	260	292	322
净利息费用	128	24	69	(23)	(62)
运营资本变动	(1,123)	(1,219)	1,232	344	351
税金	(259)	(154)	(129)	(164)	(212)
其他经营现金流	27	488	29	(48)	(31)
经营活动产生的现金流	(38)	(88)	1,917	1,073	1,296
购买固定资产净值	(372)	(756)	(325)	(325)	(326)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	3	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(369)	(755)	(325)	(325)	(326)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,120	1,755	(3,067)	(742)	(426)
支付股息	(122)	(156)	(69)	(116)	(135)
其他融资现金流	745	820	(45)	0	0
融资活动产生的现金流	1,743	2,418	(3,180)	(858)	(561)
现金变动	1,336	1,575	(1,588)	(110)	409
期初现金	2,182	2,733	4,348	2,760	2,650
公司自由现金流	(407)	(843)	1,593	748	969
权益自由现金流	712	912	(1,474)	6	543

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.8	5.2	5.3	5.7	6.3
息税前利润率(%)	7.6	4.0	3.9	4.3	5.0
税前利润率(%)	6.9	4.0	3.7	4.5	5.3
净利率(%)	4.1	2.5	2.4	3.1	3.6
流动性					
流动比率(倍)	1.3	1.1	1.2	1.3	1.5
利息覆盖率(倍)	10.2	31.9	11.2	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.7	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	14.8	22.4	22.9	16.2	12.5
核心业务市盈率(倍)	14.8	22.2	22.7	16.1	12.4
目标价对应核心业务	14.6	22.2	22.6	16.0	12.3
市盈率(倍)					
市净率(倍)	4.0	4.3	3.6	3.1	2.6
价格/现金流(倍)	(276.4)	(120.5)	5.5	9.9	8.2
企业价值/息税折旧前	5.2	11.0	9.4	7.5	5.7
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	52.5	55.1	53.7	52.9	53.1
应收帐款周转天数	8.1	14.8	15.6	12.8	12.8
应付帐款周转天数	90.1	77.0	79.6	79.0	78.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	21.2	23.1
净资产收益率(%)	43.2	21.0	17.0	20.4	22.4
资产收益率(%)	11.8	5.8	5.9	8.0	9.6
已运用资本收益率(%)	31.4	12.3	12.9	19.7	24.1

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

江铃汽车(000550.SZ/人民币 18.74; 200550.SZ/港币 8.90, 买入)

宁波华翔 (002048.SZ/人民币 9.24, 持有)

福田汽车 (600166.SS/人民币 15.92, 买入)

骏威汽车 (0203.HK/港币 3.41, 买入)

东风集团股份 (0489.HK/港币 8.09, 买入)

一汽轿车 (000800.SZ/人民币 18.40, 买入)

一汽夏利 (000927.SZ/人民币 7.45, 持有)

福耀玻璃 (600660.SS/人民币 10.68, 买入)

江淮汽车 (600418.SS/人民币 7.94, 买入)

庆铃汽车(1122.HK/港币 1.46, 买入)

潍柴动力 (2338.HK/港币 38.90; 000338.SZ/人民币 50.60, 买入)

宇通客车 (600066.SS/人民币 15.45, 买入)

上海汽车 (600104.SS/人民币 20.30 , 买入)

以 2009 年 9 月 22 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。
未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述
指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 21 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371