

深度报告

汽车行业

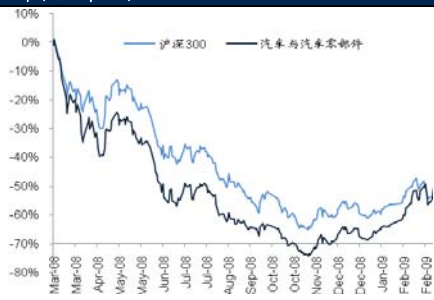
2009 年二季度投资策略

谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 3 月 20 日

一年收益率比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

- 《大农机板块孕育大投资机会》
2009/2/24
- 《并购先行，轮动在后》09 年策略报告
2008/12/9
- 《先导行业先复苏》
2008/12/4
- 《步入下行周期》4Q08 投资策略
2008/10/7
- 《周期向下拐点初现》1H08 投资策略
2008/6/10

汽车与汽配行业资深分析师：

李君

 电话：021-68866235
 E-mail: lijun2@guosen.com.cn

汽车与汽配行业助理分析师：

左涛

 电话：021-68866253
 E-mail: zuotao@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

季度投资策略

三条投资主线的轮动

- 2009 年，我们认为大致有 3 条主线主导汽车股行情，按时间顺序，依次为：

行业整体预期改善：《汽车产业振兴规划》。

轻卡爆发性增长：“国 III 标准推行”、“汽车下乡”双重推动。

重卡“前低后高”，业绩弹性十足：透支效应淡化，新增需求渐起。

- 从投资的时间图谱看：

第一条主线的主要推动力体现在 2008 年 11 月至今，并表现为行业的全面上涨。

第二条主线（轻卡）是 2009 年 3-9 月的投资主题。预计随“汽车下乡”、“国 III 标准”严格执行，轻卡将是汽车细分行业中，增长最为明确的子行业之一。

第三条主线（重卡）2Q09 是最佳买点。预计 2009 年 1-4 月是重卡行业景气低点，2H09，重卡将从行业性亏损走向盈利。

- 行业整体预期改善

汽车产业振兴规划的提出，显著改善了对汽车销量、企业盈利的预期，是推动汽车股 2008 年 11 月以来显著跑赢市场的主因。相关政策中，降低小排量乘用车购置税、汽车下乡政策最具实质性力度，分别对小排量乘用车、低端轻卡（及微客）具备较大的销售刺激效应。这一投资主线，表现为行业的全面受益，一汽系公司（一汽轿车、一汽富维、一汽夏利）是我们推荐的投资组合，其中，一汽轿车具备“确定性的增长”+“较明确的并购预期”，有更高的安全边际。

- 轻卡爆发性增长

低端货车（低端轻卡、微卡）和微客是 2009 年增长最为明确的细分子行业，其中，轻卡的受益程度将高于微客和微卡，预计销量有望同比增长 30-50%。原因有二：【1】“国 III 标准切换”。7 月 1 日，3.5 吨以下柴油机将全面执行国 III 排放标准，将会导致轻卡出现与重卡类似的透支消费情形；【2】“汽车下乡”轻卡受益程度最大。并且，这一政策将会使得轻卡行业的景气度延续到全年。这一主线下的投资选择是：福田汽车、银轮股份、云内动力。

- 重卡“前低后高”，业绩弹性十足

“前低”，预计 2009 年 1-4 月是重卡行业景气低点，原因在于：1H08 重卡透支性消费继续抑制 1Q09 的更新需求、外需减弱导致物流用牵引车需求下降。“后高”：2Q09 起，更新需求将逐步回复，从企业观察到的数据来看，受基建需求拉动，2 月以来自卸车订单大幅反弹，占全部重卡订单比例达 70-80%，2H09，物流牵引车需求能否明显回升，具不确定性，但即使保守假设未见好转，2H09，行业销量、景气度在更新需求、自卸车需求双重拉动下，也会显著回升。重卡行业销量的高波动性，将体现为企业盈利的较高弹性，对这样一个强周期性行业，在底部配置是最佳选择。这一主线下的投资选择是：潍柴动力、银轮股份。

目录

引言：三条投资主线.....	3
行业整体预期改善.....	4
1、降低 1.6L 以下乘用车购置税.....	5
2、“汽车下乡”刺激轻卡、微卡、微客需求.....	5
轻卡爆发性增长.....	8
1、“国 III 标准切换”助力轻卡销量增长.....	8
2、“汽车下乡”轻卡行业受益程度最大.....	8
重卡“前低后高”、业绩弹性十足.....	11
“前低”：多重负面因素形成向下合力.....	11
“后高”：透支效应淡化，新增需求渐起.....	13
重点公司盈利预测及估值表.....	16

图表

图 1：2009 年汽车行业三条投资主线时间图谱.....	3
图 2：轿车月销量及同比增速（2008.1-2009.1）.....	5
图 3：轿车分排量月销量同比增速（2009.1）.....	5
图 4：轻卡年销量及同比增速（2001-2009E）.....	6
图 5：微客年销量及同比增速.....	6
图 6：微卡年销量及同比增速（2001 - 2009E）.....	6
图 7：国 III 切换使 1H08 销量形成透支.....	11
图 8：重卡更新换代需求主要集中在 2008 上半年.....	12
图 9：重卡销量构成（2008）.....	12
图 10：半挂牵引车月销量及同比增速（2008.1-2009.1）.....	12
图 11：公路货运周转量及同比增速（2008.1-2009.1）.....	13
图 12：重卡月出口量及同比增速（2008.1-2008.12）.....	13
图 13：重卡年销量及同比增速（1994-2010E）.....	13
图 14：重工业化推动重卡消费.....	14
图 15：重卡替代中卡.....	15
图 16：标准重卡替代准重卡.....	15
表 1：汽车产业振兴规划政策及受益上市公司.....	4
表 2：预期《汽车产业振兴规划》细则出台时间表.....	4
表 3：中国汽车排放标准执行时间表.....	8
表 4：重卡需求分解（2003-2008）.....	11
表 5：重卡需求量分类预测（2009E-2010E）.....	14
表 6：重点公司盈利预测及估值表.....	16

引言：三条投资主线

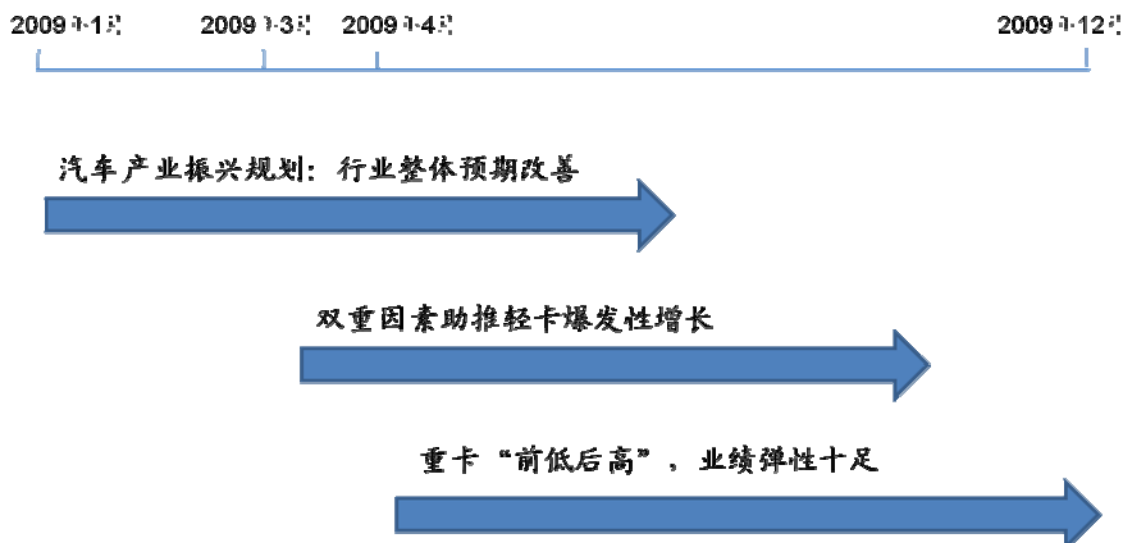
2009 年，我们认为大致有三条主线主导汽车股行情，按时间顺序，依次为：

- 行业整体预期改善：《汽车产业振兴规划》；
- 轻卡爆发性增长：“国 III 标准推行”、“汽车下乡”双重推动。相关公司是银轮股份、福田汽车、云内动力；
- 重卡 “前低后高”，业绩弹性十足：透支效应淡化，新增需求渐起。相关公司是潍柴动力、银轮股份。

从投资的时间图谱看：

- 第一条主线的主要推动力体现在 2008 年 11 月至今，并表现为行业的全面上涨。预计“汽车产业振兴规划”的多项政策细则将在 3-12 月依次公布，但市场对相关政策已提前预期（同期汽车行业超越大盘 51 个百分点），因而细则公布时对股价的刺激力量将明显小于前期；
- 第二条主线（轻卡）是 2009 年 3-9 月的投资主题。预计随“汽车下乡”、“国 III 标准”严格执行，轻卡将是汽车细分行业中，增长最为明确的子行业之一。
- 第三条主线（重卡）2Q09 是最佳买点。预计 2009 年 1-4 月是重卡行业景气低点，其后重卡的反弹，不仅体现为同比增速的回升（基数效应），更体现为年化销量和行业利润率的上升。2H09，重卡将从行业性亏损走向盈利。

图 1：2009 年汽车行业三条投资主线时间图谱



资料来源：国信证券经济研究所整理

行业整体预期改善

2009 年 1 月 14 日，国务院常务会议审议并原则通过《汽车产业振兴规划》，市场预期已久的“靴子”落地。

表 1: 汽车产业振兴规划政策及受益上市公司

政策	细则	受益上市公司
培育汽车消费市场	从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5%征收车辆购置税。	一汽夏利、长安汽车、上海汽车（上汽通用五菱）、
	从 2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，国家安排 50 亿元，对农民报废三轮汽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，给予一次性财政补贴。	轻卡：福田汽车、江淮汽车、江铃汽车； 微卡、微客：上汽通用五菱、长安汽车； 零部件：银轮股份、东安动力、云内动力
推进汽车产业重组	支持大型汽车企业集团进行兼并重组，支持汽车零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模。	
支持企业自主创新和技术改造	今后 3 年中央安排 100 亿元专项资金，重点支持企业技术创新、技术改造和新能源汽车及零部件发展。	
实施新能源汽车战略	推动电动汽车及其关键零部件产业化。中央财政安排补贴资金，支持节能和新能源汽车在大中城市示范推广	比亚迪、福田汽车
支持汽车生产企业发展自主品牌	加快汽车及零部件出口基地建设，发展现代汽车服务业，完善汽车消费信贷	一汽夏利、一汽轿车、上海汽车（上汽汽车）

数据来源：中广网，国信证券经济研究所

汽车产业振兴规划涉及广泛，在预期改善背景下，A 股汽车行业整体对此做出反应，2008 年 11 月至今，汽车行业上涨 86.8%，超越同期大盘 51.3 个百分点。预计“汽车产业振兴规划”的多项政策细则将在 3-12 月依次公布，但市场对相关政策已提前预期，因而细则公布时对股价的刺激力量将明显小于前期。

表 2: 预期《汽车产业振兴规划》细则出台时间表

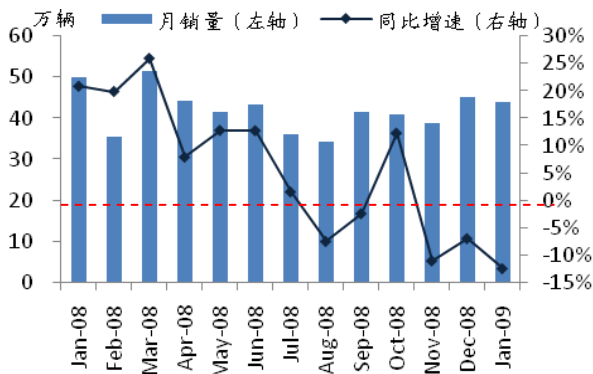
日期	政策
2009 年 3 月	出台汽车下乡专项补贴、加快老车报废更新财政补贴、清理不合理政策、促进企业技术进步政策。
2009 年 4 月	出台促进汽车金融发展的政策。
2009 年 6 月	出台鼓励新能源车消费的政策。
2009 年 7 月	组织制定促进汽车生产企业兼并重组的政策措施。
2009 年 10 月	制定基于车辆燃料消耗量限值标准的税收奖罚办法。
2009 年 12 月	制定汽车消费信贷管理条例、新能源汽车基础设施建设规划。

数据来源：中国新闻网

短期中，我们认为，“降低小排量车购置税”、“汽车下乡”两项措施对销量有实质性影响，前者中低端的乘用车（1.6 升及以下轿车、微客）受益，后者低端商用车（低端轻卡、微卡）和微客受益。具体地：

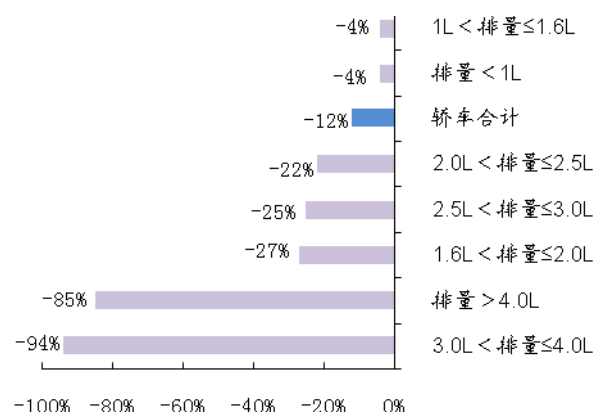
1、降低 1.6L 以下乘用车购置税：销售回暖，结构性增长特征显著。2009 年 1 月 20 日起，1.6L 排量以下乘用车购置税率由 10% 降至 5%。1-2 月，乘用车销售显著回暖：按乘联会口径，平滑掉春节季节性因素的 1-2 月轿车、微客累计销量分别同比增长 10.5%、29.8%。放量在低端：表现为微客、1.6L 排量以下轿车销量增速显著超过中高级轿车。其中，微客 1-2 月累计销量增速超过轿车达到 19.3 个百分点，而轿车同样是“排量越小，卖得越好”。1.6L 及以下排量乘用车销量占整个乘用车销量的 60% 以上，因此下调 1.6L 及以下乘用车购置税可较有效地拉动轿车终端需求，预计在此刺激下，2009 年轿车销量有望同比增长 5% - 6%。

图 2：轿车月销量及同比增速（2008.1-2009.1）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

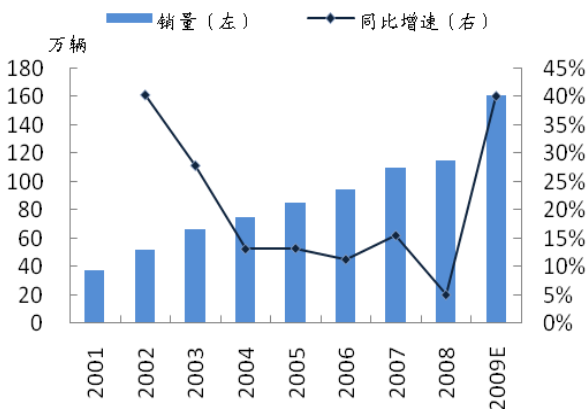
图 3：轿车分排量月销量同比增速（2009.1）



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

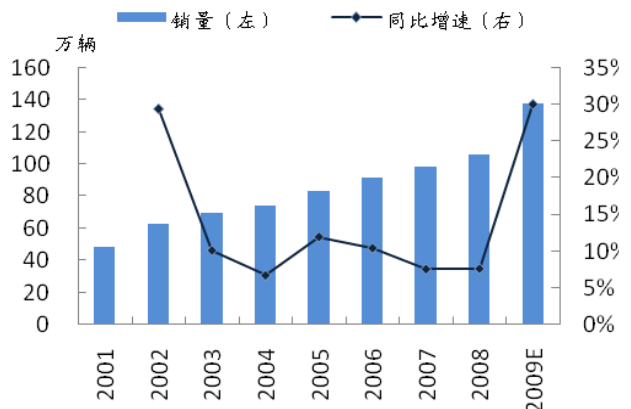
2、“汽车下乡”刺激轻卡、微客、微卡需求：2009 年 3 月 12 日，“汽车下乡”细则公布。根据细则，3 月 1 日至 12 月 31 日，农民将三轮汽车或低速货车报废并换购轻型载货车，购买 1.3 升及以下排量微型客车，将享受补贴。轻型载货车、微型客车 10% 补贴，超 5 万定额补 5 千。部分微卡由于趋于大型化，其重量符合补贴标准，我们预计也会明显受益。所有车型均享受“购车补贴”，需要强调的是，报废三轮车、低速货车换购轻卡，除对轻卡按售价进行补贴外，同时，也对报废车辆进行定额补贴，相当于同时享受“报废补贴”+“购车补贴”。预计受益子行业 2009 年销量增长在 30% - 50%。

图 4: 轻卡年销量及同比增速 (2001-2009E)



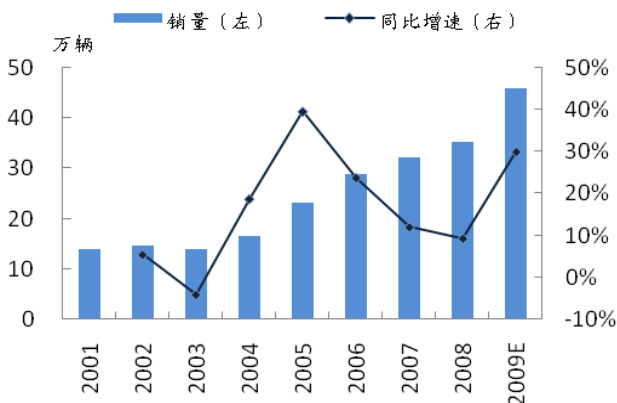
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 5: 微客年销量及同比增速



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 6: 微卡年销量及同比增速 (2001 - 2009E)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

这一投资主线，表现为行业的全面受益。一汽系公司（一汽轿车、一汽富维、一汽夏利）是我们推荐的投资组合，其中，一汽轿车具备“确定性的增长”+“较明确的并购预期”，有更高的安全边际。

一汽轿车：跨越周期、持续增长

【1】我们判断，2007-2010E，一汽轿车销量高速增长，盈利则有望数倍于销量增长。需要强调，其中近二年，即 2008 - 3Q09 行业周期向下，但公司销量、盈利却逆势增长。

【2】新老产品共同放量，预计公司 2009 年销量增长 33.3%：2009 年，预计公司整体销量为 16 万辆，同比增长 33.3%；其中老款 Mazda6 6 万辆，Mazda6 睿翼 3 万辆，奔腾 B70 5 万辆，奔腾 B50 2 万辆。

【3】维持一汽轿车“推荐”评级。前期报告中，我们上调一汽轿车 2008-2010 年EPS至 0.70 (15.9x)、0.84 (13.2x) 和 1.13 元 (9.8x)，需要强调的是，上调后 2009 年盈利预测依然保守：在产能满负荷运转背景下，2009 年销量增长 33%，我们模型仅假设一汽集团整体上市令上市公司平滑盈利动力充足，盈利最后可能只报出 20% 左右增长，报表实现 0.84 元EPS。但我们必须指出，上述盈利预测相当保守，理论上产能利用率上升时，盈利增长数倍于销量增长。我们未来可能继续上调盈利预测。

轻卡爆发性增长

预计 2009 年 3 月起，国内轻卡销量将迎来爆发性增长，2009 年全年同比增幅有望达 30-50%。我们认为，低端货车（低端轻卡、微卡）和微客是 2009 年增长最为明确的细分子行业，其中，轻卡的受益程度将高于微客和微卡。原因在于：

1、“国 III 标准切换”助力轻卡销量增长：2009 年 7 月 1 日后，全国范围内销售的 N 类轻型柴油车（最大设计总质量不超过 3.5 吨的柴油车）必须达到国 III 排放标准。由于国 III 发动机成本较高，国 II 轻卡和国 III 轻卡存在 1-2 万元的差价，轻型柴油车整体售价不高，国 III 切换较重卡行业影响更大，因此轻型柴油车全面实施国 III 标准将促使 1-3Q09 对国 II 轻卡的透支性消费。2008 年重卡国 III 切换使重卡销售呈现出显著的“前高后低”的态势，1H08 对国 II 重卡的透支性消费促使重卡销量井喷式增长。预计今年轻卡市场会出现相似的情况。

表 3：中国汽车排放标准执行时间表

	国 I	国 II	国 III
重型车	2000.9	2003.9	2008.7
轻型车	2001.1	2004.7	2009.7

注：大中客按重型车环保标准实施国 III 排放标准

数据来源：国信证券经济研究所

但需要强调的是，**环保标准切换，轻型柴油车、重型柴油车销量表现将有较大不同：**首先，轻型柴油车环保标准更难执行（相对于重卡，轻卡价格低，用户更多分布在广大农村）；2009 年后 10 个月有低端汽车下乡政策执行，预计农民在受益期结束前将突击消费以享受政策。因此，轻型柴油车 2009 年，而不仅是 1H09 销量透支性增长。轻卡相关行业受益最大；轻客行业由于大部份整车已实现国 III 标准，受益程度小于轻卡行业；微卡、微客行业由于整车主要装备汽油发动机，受益程度不大。

2、“汽车下乡”轻卡行业受益程度最大：农村用轻卡以拉货为主，载客兼顾，农村市场上，主要需求来源是低端轻卡对三轮、四轮农用车的替代，近年来“新增需求”（定义为“本年保有量-上年保有量”）明显超过“报废更新换代”需求（定义为“年销量-出口+进口-新增需求”），表现为保有量的较快增长。我们预计，“购车补贴”、“报废补贴”双重作用下，将使得农村市场对低端轻卡的“新增需求”大幅上升。目前国内三、四轮农用车的保有量合计约为 1000-1200 万辆左右，新车价格分别为 0.8-1.5 万元、1.2-2 万元之间，最大使用报废年限为 5 年、8 年，前者 2000 元、后者 3000 元的“报废补贴”，有望使得相关车辆的报废提前半年到一年（即预计 2009 年 150-200 万辆农用车报废），进一步假定选择报废换购轻卡享受“购车补贴”的比例有 50-60%，我们预计仅此带来的“新增需求”有望达 75-120 万辆之间。2009 年轻卡销量有望达 165 万辆，同比增长 43%。

表 4: 轻卡需求分析 (万辆)

年度	轻卡保有量	轻卡销量	同比增长	出口	报废更新换代	新增需求
2002	360.6	52.1				
2003	390.8	66.6	27.8%	2.4	34.0	30.2
2004	425.7	75.4	13.1%	4.7	35.7	34.9
2005	484.5	85.3	13.2%	8.7	17.8	58.8
2006	532.1	94.9	11.3%	13.9	33.4	47.6
2007	587.2	109.7	15.5%	19.3	35.3	55.1
2008	646.3	115.2	5.1%	17.9	38.2	59.1
2009E	751.3	165.0	43.2%	10.0	50	105
2010E	811.3	118.0	-28.5%	13.0	45	60

数据来源: CEIC, 国信证券经济研究所

注: 1、“新增需求”=本年保有量-上年保有量

2、“报废更新换代”=年销量-出口+进口-“新增需求”

3、轻卡进口数量很少, 因而本处忽略, 不影响结论。

这一主线下的投资选择是: 福田汽车、银轮股份、云内动力。

福田汽车: “汽车下乡”政策的显著受益者

【1】“汽车下乡”助力公司轻卡盈利加速: 福田汽车作为轻卡行业的龙头, 市场占有率稳定在 30% 左右, 且产品线覆盖低端轻卡, 其低端轻卡车型适合农村地区消费。此外公司长期扎根农村市场, 开拓渠道, 熟悉环境。预计受益“汽车下乡”政策最多。我们预计, 2009 年公司轻卡业务盈利增长 30% 至 2.86 亿元, 2010 年轻卡整车及 50% 持股的福田康明斯发动机合计贡献 3 亿元。

【2】维持“谨慎推荐”投资评级: 预计公司 2008-2010 年 EPS 分别为 0.29 元 (32.2x) (4Q08 受重卡业务下跌影响亏损)、0.65 元 (14.4x)、0.97 元 (9.6x), 其中经常性损益 EPS 分别为 0.29 元 (23.1x)、0.32 元 (29.2x)、0.38 (24.6x) 元。

银轮股份: 业务全系列化抗风险能力强, EGR 销量有望迎来爆发式增长

【1】业务全系列化, 受益于多个行业: 公司主导产品中冷器广泛应用于国产商用车整车, 其中轻卡中冷器市场占有率约为 30%, 用于配套轻卡的相关零部件贡献公司盈利的约 20%, 公司将受益于 2009 年轻卡行业爆发式增长; 公司主导产品也广泛应用于重卡、工程机械及其发动机, 2009 年将先受益于机械行业复苏, 后受益于重卡行业回暖。

【2】EGR 冷却器销量有望迎来爆发式增长: 排放标准由国 II 向国 III 切换, EGR 尾气处理系统作为技术路线之一, 比高压共轨系统成本更低, 在燃油适用性、维护成本方面也更适合我国国情。2H08 中国重汽的重卡凭借“电控直列泵 + EGR”系统的成本优势, 销量表现优异。潍柴、玉柴等企业也开发了 EGR 发动机。2009 年 7 月, 轻型柴油车全面实施国 III, 由于轻型柴油车对成本更加敏感,

预计 EGR 系统需求将进一步增大。公司 EGR 冷却器产品有望迎来爆发式增长。

【3】维持“谨慎推荐”投资评级，预计公司 2008 - 2010 年 EPS 分别为 0.40 元 (26.2x)、0.46 元 (22.8x)、0.60 元 (17.5x)。

云内动力：轻型柴油机龙头，轿柴项目有望成为未来盈利增长点

【1】轻型柴油机龙头：公司的主要产品为小缸径多缸（主要是 4 缸）柴油机、轻卡、农用车。主要的盈利来源是柴油机，公司的柴油机主要为中低端轻型柴油车（轻卡、微卡）配套，约占总销量的 80%，小部分为农机配套。公司在小缸径四缸柴油机领域的龙头地位明显，主要客户包括福田汽车、东风汽车在内的轻卡厂商。

【2】政策助力柴油机业务增长：2008 年公司销售柴油机 19 万台，同比下滑 14.3%。2009 年受益于轻卡行业增长，预计将实现销量 25 - 28.5 万台，发动机盈利将贡献 EPS 0.36-0.42 元，同比增长 30%-50%。

【3】轿柴项目有望成为未来盈利增长点：2007 年 12 月，公司定向增发募集资金 12.3 亿元投入“轿车柴油机项目”，并计划于 2011 年形成 20 万台产能。公司的 D16、D19、D25 型柴油机，具有自主知识产权，可广泛应用于轿车、SUV、MPV 等车型，目前已完成了部分整车厂商 - 江淮瑞鹰、柳汽风行等的配套。悲观看，2009 无盈利；乐观看，若 2009 年能实现排产，可实现 0.05 元 EPS。我们模型取悲观假设。

【4】成都厂房搬迁或将带来投资收益：成都云内原厂区拥有 220 亩土地，其中有产权并可用于拍卖的地块有 170 亩。估计该地块土地转让可给公司带来约 2-3 亿元投资收益。预计 2009 年该块土地转让或部分转让的可能性较大。

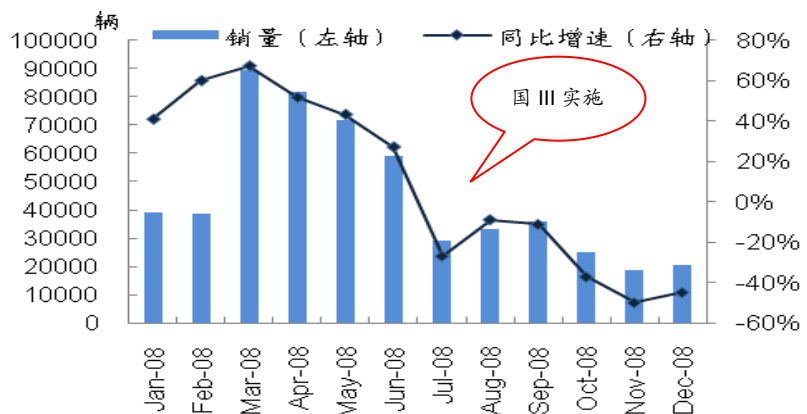
【5】维持“谨慎推荐”投资评级。模型取悲观假设：轿柴项目无盈利，且不考虑或有的土地转让投资收益。预计公司 2008 - 2010 年 EPS 分别为 0.36 元 (22.2x)、0.36 元 (22.2x) - 0.42 元 (19.0x)、0.51 元 (15.6x)。低 PB 提供安全边际：目前 09 年 PB 大致为 1.2x。在轻卡业务爆发性增长的背景下，公司 PB 将被重估。

重卡“前低后高”、业绩弹性十足

“前低”：多重负面因素形成向下合力

重卡行业 2Q08 周期见顶，2H08 增速快速滑落，销量同比下降 29.5%，至今年一季度，仍然低位运行。原因是：【1】“国Ⅲ标准”2008 年 7 月 1 日执行，1H08 对重卡销售形成透支（体现为对即将更新换代车辆的提前淘汰）；【2】2H08，尤其是 4 季度，经济急转直下，公路货运需求出现下降；【3】外需萎靡，重卡出口（占总销售比例约 10%）急速下降。

图 7：国Ⅲ切换使 1H08 销量形成透支



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

表 5：重卡需求分解（2003-2008）

万辆

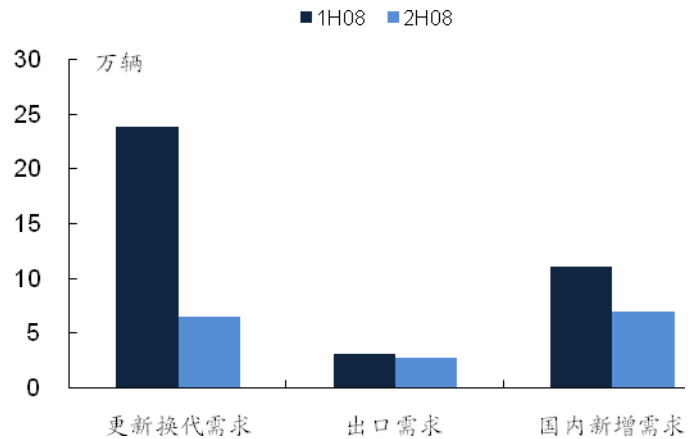
年度	重卡保有量	重卡销量	报废更新换代需求	出口需求	国内新增需求 (物流+基建)
2003	136.8	25.6		0.1	
2004	153.9	37.2	19.9	0.2	17.1
2005	168.1	23.6	8.7	0.8	14.2
2006	174	30.5	23.3	1.3	5.9
2007	186.7	48.5	31.5	4.3	12.7
2008	204.7	54.2	30.4	5.8	18

注：1、报废更新换代需求=上年重卡保有量+本年重卡销量-本年重卡保有量-出口需求（重卡进口很少，因而忽略）；2、重卡销量=更新换代需求+出口需求+国内新增需求（物流+基建）。

数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

2H08 重卡销量的大幅下降，更新需求被透支是主导因素。2008 年上下半年更新换代消费量分别为 23.9 万、6.5 万辆，合计占总需求比例约 60%，而约 79% 的更新换代集中在 2008 上半年。

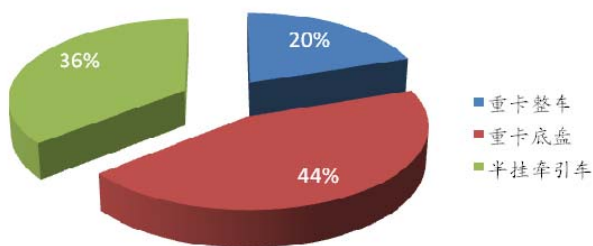
图 8: 重卡更新换代需求主要集中在 2008 上半年



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

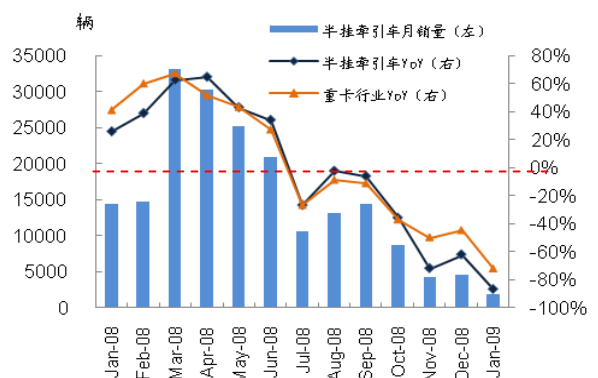
1Q09，重卡销售表现仍很糟糕，原因是：外需减弱带来的物流用牵引车需求下降是主要下拉力量，“更新换代需求被透支”的效应虽在逐渐减弱，但仍未恢复至正常水平，出口也较低迷。

图 9: 重卡销量构成 (2008)



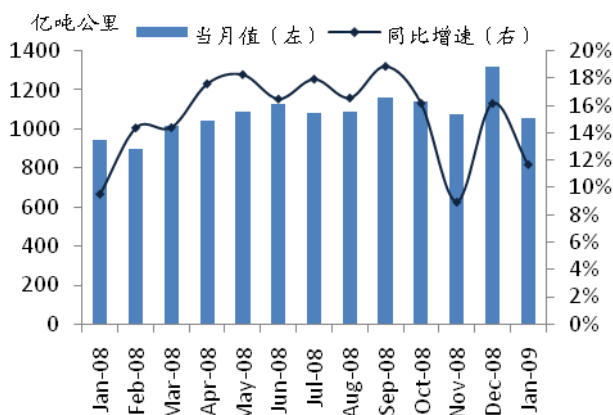
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 10: 半挂牵引车月销量及同比增速 (2008.1-2009.1)



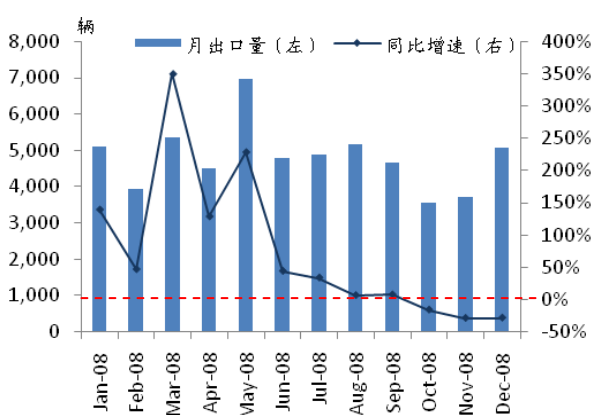
资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

图 11: 公路货运周转量及同比增速 (2008.1-2009.1)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 12: 重卡月出口量及同比增速 (2008.1-2008.12)



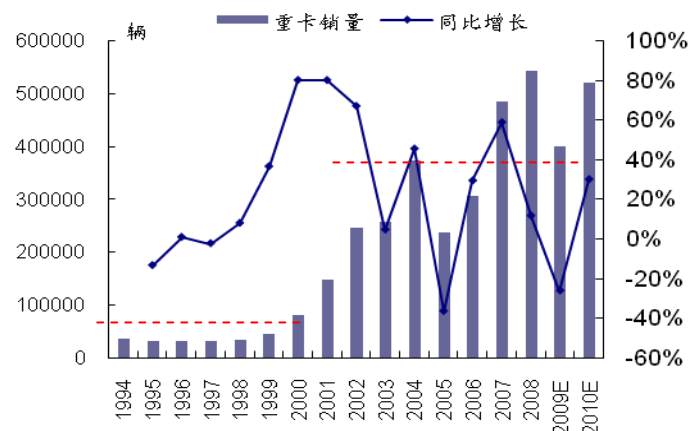
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

预计在 1H08 的高基数背景下, 1H09 重卡销量仍将出现大幅负增长, 其中, 2009 年 1-4 月, 是重卡销量增速的最低点。

“后高”: 透支效应淡化, 新增需求渐起

预计 2Q09 起, 更新需求将逐步回复: 重卡作为生产运输工具, 利用率很高, 往往是“人歇车不歇”, 折旧速度快, 大多使用 5-7 年即需淘汰更新。至 2008 年底国内重卡保有量约 200 万辆, 并且 2002 年以来, 重卡年销量的中轴大幅上升, 这意味着 2009-2012 年重卡的年更新需求仍有望维持在 30 万辆左右, 2012 年后, 仅更新需求就有望达到每年 40 万辆。短期中, 我们认为, 1H08 国 III 标准推行, 对重卡更新需求的透支效应正逐渐淡化, 2Q09 起, 更新需求将明显回升。

图 13: 重卡年销量及同比增速 (1994-2010E)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

重卡的新增需求可以从两个角度看：一是新增基建、物流量对重卡运力的需求；二是长期中，重卡对中卡、标准重卡对准重卡的显著替代。

2月以来，基建投资带动下，自卸车需求大幅反弹：基建需求主要体现为对工程用车，即自卸车的拉动。从企业订单观察到，2009年1-2月，自卸车订单占总订单的比例达到70-80%，并且相关订单量的反弹速度超出市场预期。

但1-2月，物流用车，即牵引车的需求大幅下降。2H09，物流牵引车需求能否明显回升，具不确定性。但即使保守假设未见好转，行业销量、景气度在更新需求、自卸车需求双重拉动下，也会显著回升。我们预计2009、2010年重卡销量分别有望达到40万、52万辆，同比增长-26%、30%。需要强调的是：尽管2009年全年，销量仍然负增长，但1H09行业景气即能见底。

表 6: 重卡需求量分类预测 (2009E-2010E)

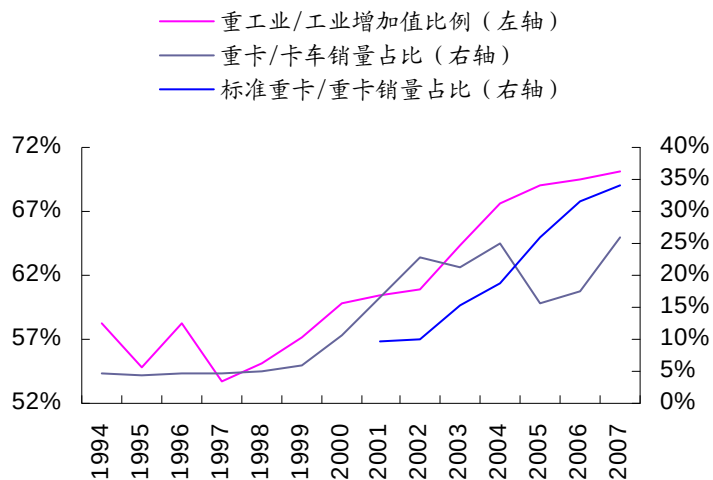
万辆

年份	重卡销量	更新换代需求	出口需求	国内新增需求 (物流+基建)
2009E	40	30	3	7
2010E	52	33	4	15

数据来源：国信证券经济研究所

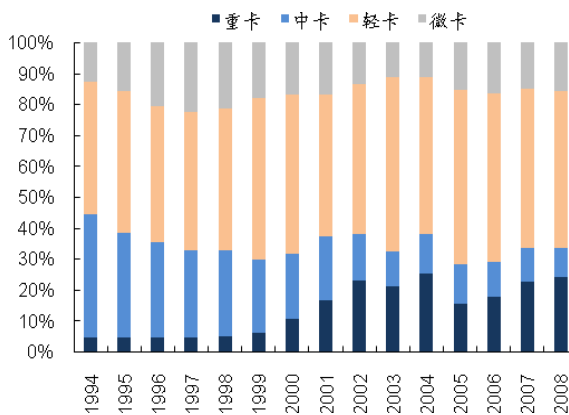
长期看，重工业化推动重卡替代中卡，是2001年之后，重卡年销量中轴大幅上升的主要原因。1999年之后，中国产业结构“重工业化”特征明显，重工业/工业增加值的比例逐年抬升，相应的，1999年之后，重卡销量增速中轴大幅抬升，重卡对中卡、标准重卡对准重卡开始显著替代，重卡/卡车销量占比也提升了15个百分点以上。另外，燃油税的施行，也将提高重卡相对中卡的经济性。

图 14: 重工业化推动重卡消费



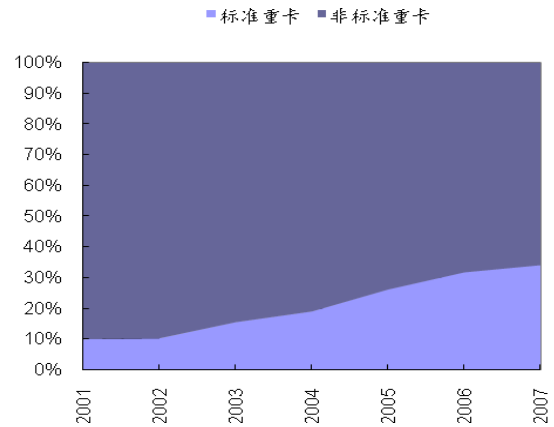
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图 15: 重卡替代中卡



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

图 16: 标准重卡替代准重卡



资料来源：CAAM，国信证券经济研究所

重卡行业销量的高波动性，将体现为企业盈利的较高弹性，对这样一个强周期性行业，在底部配置是最佳选择。

这一主线下的投资选择是：潍柴动力、银轮股份。

潍柴动力：先受益于工程机械回暖，后受益于重卡行业复苏

【1】发动机业务是公司主要盈利来源。以 2008 年为例，预计发动机业务实现净利 15.83 亿元，占全部净利的 79%。

【2】发动机业务多元化抗风险：2009 年重卡行业销量将下降 26%，重卡行业盈利将下降 30% - 50%。但潍柴动力盈利跌幅将弱于行业平均，主要原因系公司发动机产品横跨两个行业 - 重卡、工程机械，分散了业务过度集中于重卡行业的风险，预计 2009 年配套工程机械的发动机占比将从 30% 上升至 39%。

【3】公司将受益于机械行业回暖：（1）、2009 年，受 4 万亿投资的拉动、企业库存快速消耗、原材料价格下跌等因素影响，工程机械行业表现将远好于重卡行业，且随着 2Q08 新项目陆续进入施工阶段，机械行业将先于重卡行业回暖。轮式装载机行业标准化特性强，增长较为稳定，预计 5 吨以上轮式装载机市场销量将增长 8%。（2）、潍柴在 5 吨以上轮式装载机占有 80% 以上的市场份额，主要客户是柳工、龙工、临工、徐工、山工。2001 年以来，公司柴油机为工程机械配套的比例在 30% - 50% 之间波动。2009 年，预计潍柴顺应市场继续调整发动机产品结构，工程机械发动机销量占比将从 2008 年的 30% 上升至 39%。

【4】公司将受益于重卡行业复苏：预计重卡行业即将走过最差时候，2H09 开始复苏，2009、2010 年销量增速分别为 -26%、30%，公司 2H09 将受益于重卡行业复苏。

【5】前期报告中，我们将公司评级从“中性”上调至“谨慎推荐”。维持公司 2008 - 2010 EPS 分别为 2.42 元(即 4Q08 盈利平衡)(11.8x)、1.91 元(14.9x)、2.65 元(10.7x)。

银轮股份：其产品结构将显著受益于重卡行业复苏。更详细的讨论参见 P9。

表 7：重点公司盈利预测及估值表

公司 名称	收盘价 2009-3-10	EPS			PE			PB			最新评级
		2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	
一汽轿车	11.10	0.70	0.84	1.13	15.9	13.2	9.8	2.7	2.3	1.9	推荐
宇通客车	11.21	0.95	0.72	0.90	11.8	15.6	12.5	1.9	1.7	1.5	谨慎推荐
金龙汽车	7.00	0.55	0.29	0.70	12.7	24.1	10.0	2.2	2.1	1.8	谨慎推荐
江铃汽车	10.80	0.92	0.68	0.75	11.7	15.9	14.4	2.2	2.0	1.8	谨慎推荐
威孚高科	7.57	0.42	0.49	0.58	18.0	15.4	13.1	1.7	1.6	1.4	谨慎推荐
一汽夏利	4.76	0.12	0.16	0.46	39.7	29.8	10.3	2.3	2.3	2.0	谨慎推荐
一汽富维	13.40	0.91	0.50	0.76	14.7	26.8	17.6	2.2	2.1	1.9	谨慎推荐
福田汽车	9.33	0.29	0.65	0.97	32.2	14.4	9.6	4.2	3.4	2.6	谨慎推荐
潍柴动力	27.80	2.42	1.91	2.65	11.5	14.6	10.5	2.8	2.4	2.0	谨慎推荐
银轮股份	10.47	0.40	0.46	0.60	26.2	22.8	17.5	2.2	2.1	1.9	谨慎推荐
云内动力	7.98	0.36	0.41	0.51	22.2	19.5	15.6	1.2	1.2	1.1	谨慎推荐
中国重汽	19.65	1.10	0.96	1.25	17.9	20.5	15.7	3.4	3.0	2.6	中性
上海汽车	9.16	0.15	0.38	0.55	61.1	24.1	16.7	1.6	1.5	1.4	中性
长安汽车	6.48	0.16	0.16	0.26	40.5	40.5	24.9	2.0	2.0	1.9	中性
东风汽车	4.01	0.21	0.21	0.27	19.1	19.1	14.9	1.5	1.5	1.4	中性

数据来源：国信证券经济研究所

注：宇通客车 2008 年含地产转让非经常性损益 0.32 元，2009、2010 年预测 EPS 为客车主业 EPS；

金龙汽车 2008 年含地产转让收益 0.11 元，2009、2010 年预测 EPS 为客车主业 EPS；

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT 行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轲	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煜	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT 行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456