

[2009.3.31]

V 型反弹延续，继续买入汽车

——汽车行业 2 季度投资策略

姓名 张立平

86-10-5836 2780

zhanglp@bhq.com

报告导读：

- 汽车需求反弹路径：三阶段V型反弹
- 2季度：V型反弹延续，需求热点转移
- 投资思路：抓住短期热点，盯紧中长期机会

核心观点：

● 汽车需求反弹路径：短期内（至年底）V型反弹

在振兴规划的带动下，1-2月份国产汽车销量出现了明显的回暖迹象，汽车需求回暖能否持续？如果能够持续，需求在随后的3个季度将如何演绎？本文尝试从反弹驱动因素的角度分析汽车行业下一步的趋势及路径；我们的结论是，短期内（至年底）汽车需求将呈V型反弹走势（V型右侧），但V型右侧并非一帆风顺，2季度将延续1季度的反弹走势，而3季度需求将再次趋冷，但4季度需求又会恢复较快增长；

● 1 季度：振兴规划及消费环境刺激，需求 V 型反弹开始

振兴规划提振下，国产汽车1-2月份销量明显反弹，汽车厂家库存连续大幅下降；在购置税减半政策的刺激下，小排量轿车持续热销；微型车（含微型货车）的热销出乎市场预料，购置税减征及燃油税改革带来的购买、使用成本下降及农民工返乡创业引爆微型车需求；

● 2 季度：反弹延续，需求热点转移

进入2季度，4万亿投资拉动的大量大规模建设项目开工，汽车下乡进入实质性实施阶段，购置税减征及消费环境改善的影响仍将持续，从而我们判断2季度是V型反弹的延续，投资拉动的重卡需求反弹和汽车下乡拉动的轻卡及微客需求热潮将成为短期热点；

● 2 季度投资思路：把握短期热点，盯紧中长期机会

既然2季度汽车需求反弹路径已经明了，那么我们的2季度投资思路也就清晰了——在把握投资拉动重卡需求和汽车下乡激发轻卡、微客需求两大投资热点的同时，时刻关注鼓励新能源汽车、鼓励行业兼并重组、鼓励自主品牌等相关政策带来的中长期投资机会。

● 公司推荐：

重点推荐潍柴动力、中国重汽、江淮汽车、上海汽车；

维持对一汽轿车、福田汽车、宇通客车、江铃汽车、云内动力的买入评级，维持长安汽车、威孚高科的中性评级。

子行业评级

汽车整车行业

乘用车	买入
重型卡车	买入
大中型客车	买入
其他	买入

推荐公司

潍柴动力	买入
中国重汽	买入
江淮汽车	买入
上海汽车	买入

最近 52 周板块走势



相关报告

《短期难以走出低谷，投资注重防御性——4 季度策略》

2008.10

《洞悉行业周期，把握投资时点——国际视角下的汽车行业 2009 年投资策略》

2008.11.28

《振兴计划箭在弦上，行业回暖提前——汽车行业临时投资策略》

2008.12.18

目 录

1. 从汽车行业需求反弹路径谈起	3
1.1 汽车需求呈 V 型反弹走势	3
1.2 V 型反弹的三阶段论	4
1.3 V 型反弹 $\neq$ V 型反转	4
2. 一季度：振兴规划及消费环境刺激，需求 V 型反弹	5
2.1 国产汽车需求如期反弹，库存明显下降	5
2.2 乘用车：购置税减征等多种因素促进小排量轿车热销	6
2.3 微车：购买、使用成本下降及农民工返乡创业引爆需求	6
3. 二季度：V 型反弹延续，需求热点转移	7
3.1 4 万亿投资拉动重卡需求，2 季度继续转暖	7
3.2 汽车下乡促进轻卡及微型客车热销	8
3.3 购置税减征、燃油税等因素影响减弱，但仍不容忽视	10
4. 投资思路：抓住短期热点，盯紧中长期机会	11
4.1 短期热点：把握投资拉动和汽车下乡带来的投资机会	11
4.2 中长期机会：新能源汽车、兼并重组、自主品牌	11
4.3 公司推荐：重点推荐潍柴动力、中国重汽、江淮汽车、上海汽车	12

图表目录

图 1：汽车需求的 V 型反弹路径	3
图 2：09 年汽车需求增速呈明显的 V 型反弹	4
图 3：国产汽车销量大幅反弹，库存明显下降	5
图 4：国产乘用车和商用车销量都出现明显反弹	5
图 5：汽车出口情况	6
图 6：微型客车（交叉型乘用车）销量（万辆）及增长率	7
图 7：重型卡车销量预测	8
图 8：轻型卡车销量预测	9
图 9：微型客车销量预测	10
表 1：1-2 月份小排量车持续热销	6
表 2：重型卡车需求增长率预测	8
表 3：09 轻卡销量测算表	9
表 4：农民购买微型客车补贴情况	10
表 5：相关上市公司估值	12

1. 从汽车行业需求反弹路径谈起

08年下半年，国产汽车销量持续低迷，连续两个季度负增长，出口下滑，库存持续处于高位，企业利润滑坡，我们在《洞悉行业周期，把握投资时点——国际视角下的汽车行业2009年投资策略》中指出，“行业迎来了近10年最严峻的下行周期……乘用车需求09年上半年会出现负增长，4季度可能出现向上拐点……重型卡车行业很可能在明年2季度迎来转机……”。

在《汽车振兴计划箭在弦上，行业回暖提前——汽车行业临时投资策略》中，我们分析认为，“汽车行业的困境已经引起了中央决策层的高度重视，我们相信以促需求、保增长为目标的汽车工业振兴计划已是箭在弦上……09年汽车行业会提前回暖，汽车振兴规划推出后受益最大就是轿车行业，我们将乘用车行业增长率从4.5%调高至9.9%，投资评级从中性提高至买入……”。

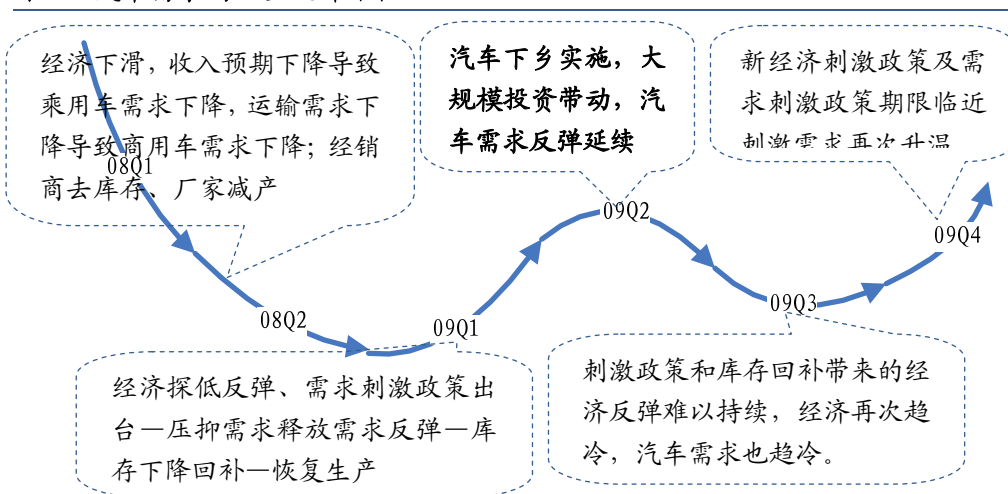
令人欣慰的是，1月14日，国务院会议审议并原则通过汽车产业调整振兴规划，轿车购置税调整自1月20日起实施，随后，新能源汽车推广、汽车下乡等政策细则相继出台，3月20日，国务院正式发布《汽车产业调整振兴规划》，规划以刺激需求和调整结构为重点，并制定了09年销量突破1000万辆的目标，跟我们此前的预测目标基本一致。

1.1 汽车需求呈V型反弹走势

在振兴规划的带动下，1-2月份国产汽车销量出现了明显的回暖迹象，汽车需求回暖能否持续？如果能够持续，需求在随后的3个季度将如何演绎？本文尝试从反弹驱动因素的角度分析汽车行业下一步的趋势及路径。

我们的结论是，短期内（至年底）汽车需求将呈V型反弹走势，但V型右侧并非一帆风顺，2季度将延续1季度的反弹走势，而3季度需求将再次趋冷，但4季度需求又会恢复较快增长。

图 1：汽车需求的V型反弹路径



数据来源：渤海证券研究所。

1.2 V型反弹的三阶段论

根据上文对汽车需求反弹路径的探讨，我们进一步把V型右侧划分为三个阶段：

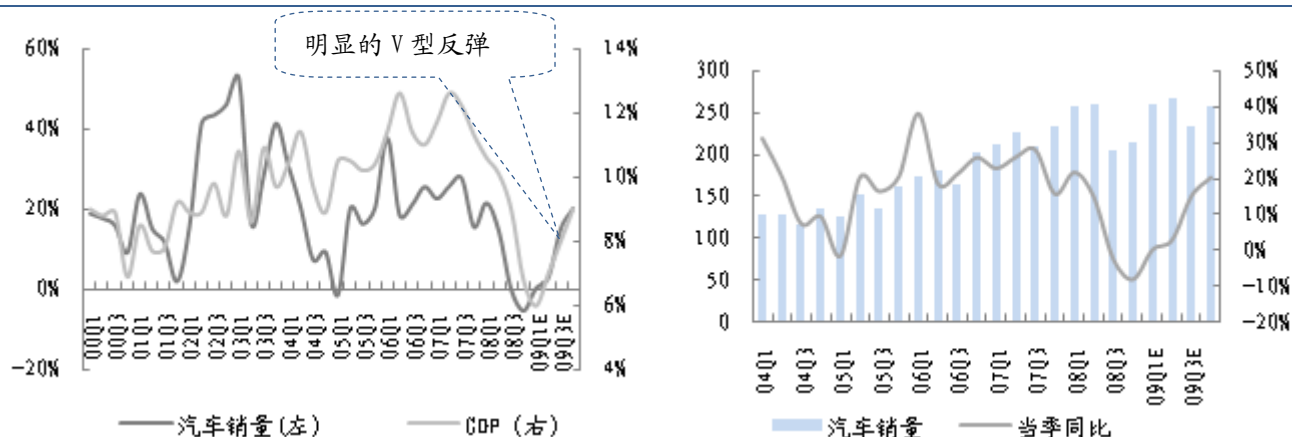
第一阶段：1-2季度，经济触底反弹，政策刺激、环境改善，压抑需求释放，需求迅速反弹；1季度主要体现为消费相关子行业，如轿车、微型客车需求迅速反弹；2季度主要体现为汽车下乡带来的轻卡和微客需求高增长和4万亿投资拉动带来的重卡需求反弹。

第二阶段：3季度，短期刺激效果减弱，需求再次趋冷，多数子行业需求旺盛局面不再，但由于去年同期基数低，仍保持较快增速。

第三阶段：4季度，进一步的经济刺激政策出台，进一步的汽车需求刺激政策出台，短期刺激政策期限临近结束，需求再次趋热，由于去年同期基数低，同比呈现高增长。

表现在汽车销量增速上，由于08年上半年需求旺盛而下半年需求急剧萎缩，09年季度销量增速呈现明显的V型反弹形态。

图 2：09 年汽车需求增速呈明显的 V 型反弹



数据来源：渤海证券研究所。

1.3 V型反弹 ≠ V型反转

至于中长期（2010-2011）汽车行业的V型反弹能否演绎为V型反转，我们认为取决于中国经济及世界经济能否实现反转。

对此我们有一定的担忧，一方面缘于对中国及世界经济是否能这么快重新进入增长周期的怀疑，另一方面我们认为今年政府刺激性政策导致部分透支性需求从而会伤害2010年的汽车消费。当然，如果中国经济实现反转的同时，政府继续推出进一步的消费刺激政策，我们认为中国汽车需求有可能在2010-2011年演绎V型反转。

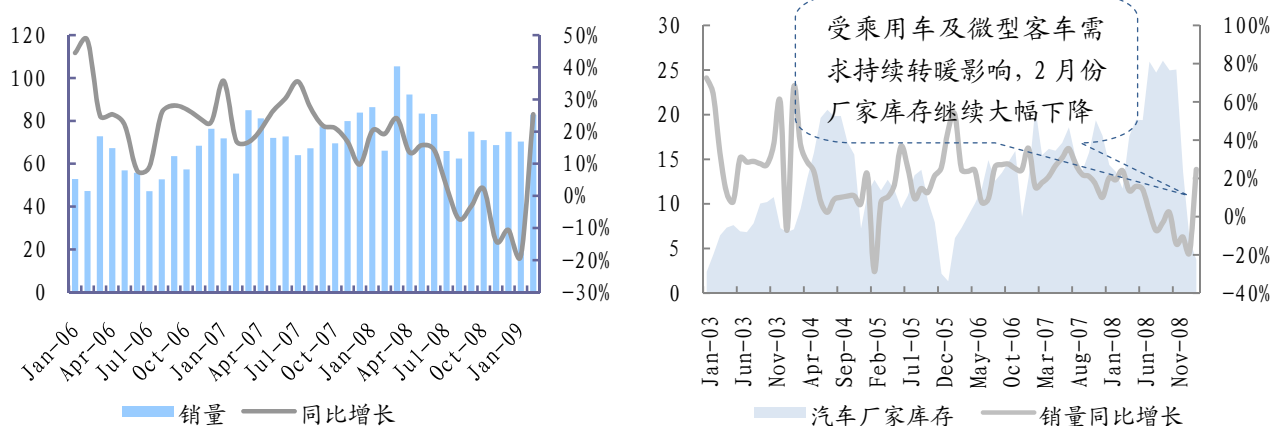
2. 一季度：振兴规划及消费环境刺激，需求 V 型反弹

2.1 国产汽车需求如期反弹，库存明显下降

正如我们在前期的临时策略报告里所分析，在汽车振兴规划的提振下，国产汽车 1-2 月份销量明显反弹，汽车厂家库存连续大幅下降。

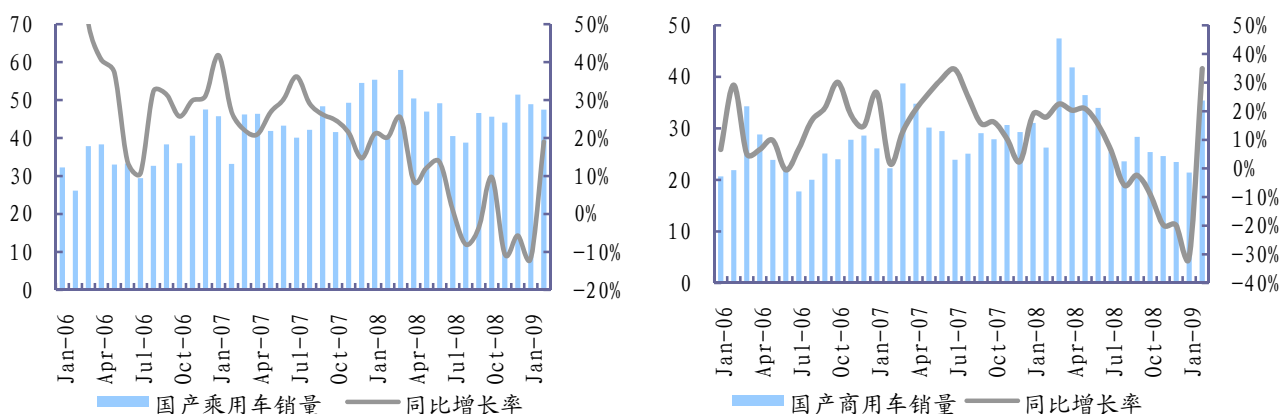
销量的反弹，一方面说明需求的确在转暖，另一方面，厂家库存大幅下降，说明经销商去库存化后在迅速回补库存，预计 3、4 月份仍将延续。

图 3：国产汽车销量大幅反弹，库存明显下降



数据来源：CAAM，渤海证券研究所。

图 4：国产乘用车和商用车销量都出现明显反弹

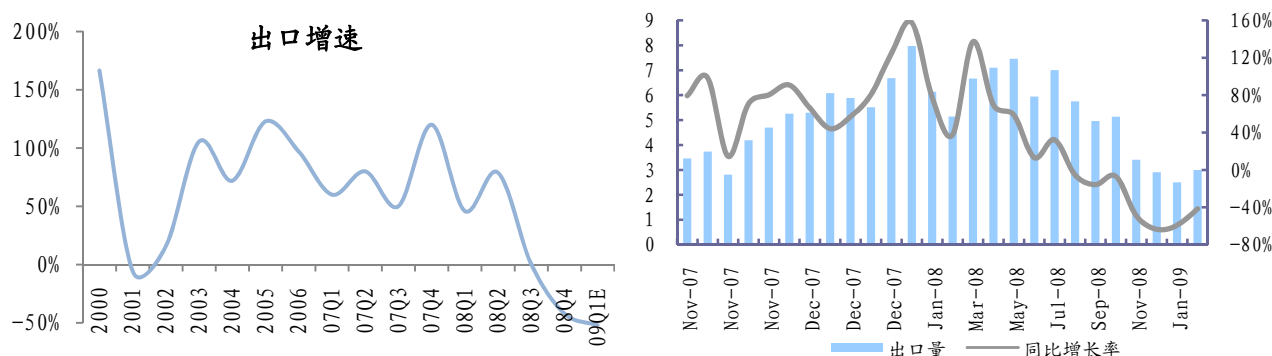


数据来源：CAAM，渤海证券研究所。

值得注意的是，受全球经济持续趋冷影响，主要出口国需求量，2 月份国产汽车出口延续 1 月份的负增长态势。

出口的恢复依赖于美国为风向标的外围经济的复苏，目前主流观点认为，美国经济已经触底，但短期内难以走出泥沼，籍此我们认为国产汽车出口恢复增长仍需 6 个月甚至更长时间，短期内对出口依赖性强的大中型客车企业持谨慎态度。

图 5: 汽车出口情况



数据来源: CAAM, 渤海证券研究所。

2.2 乘用车: 购置税减征等多种因素促进小排量轿车热销

从零售数据看, 1-2 月乘用车市场需求持续回暖。轿车需求回暖主要是受汽车振兴规划提振, 1.6L 以下排量销量明显增长(下文将做详细分析), 而对于 SUV 销量大幅增长, 我们再次重申目前乘用车消费仍处于普及阶段, 一旦消费信心好转, 乘用车需求将回到快速增长的轨道。我们在 2 月份月报中分析认为“相信 3 月份乘用车需求仍会继续保持增长。”从最新掌握的情况看, 3 月份乘用车需求可实现 5-8% 的同比增长。

在购置税减半政策的刺激下, 1-2 月小排量轿车持续热销。A/A0/ A00 级车日均销量都实现了大幅增长, 而 B/C 级车需求则出现下降。

表 1: 1-2 月份小排量车持续热销

车型	1-2 月销量	同比增长	车型	1-2 月销量	同比增长
A00	77936	30.8%	<=1L	58813	19.0%
A0	168562	12.7%	1L-1.3L	83434	13.7%
A	443512	17.9%	1.3L-1.6L	458285	27.5%
B	174917	-10.3%	1.6L-2.0L	210830	-7.4%
C	24829	-14.6%	>2.0L	78394	-21.0%
合计	889756	9.9%	合计	889756	9.9%

注: 本表中为乘用车零售数据;

资料来源: CAAM, 渤海证券研究所。

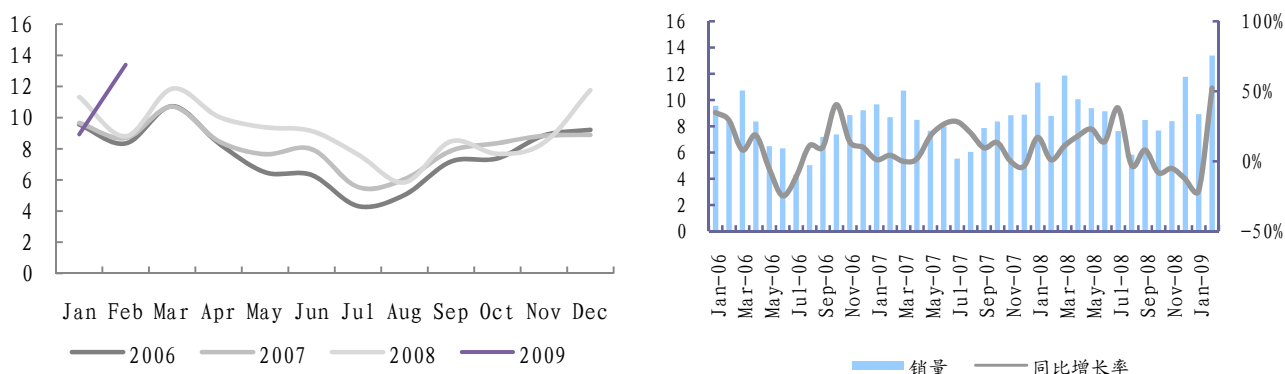
2.3 微车: 购买、使用成本下降及农民工返乡创业引爆需求

1-2 月份微型车(含微型货车)的热销出乎市场预料, 购置税减征及燃油税改革(油价下降、养路费取消)带来的购置及使用成本下降都是微型车热销的重要原因(一辆微型车节一年节约养路费近 2000 元)。

另外, 金融危机导致的大批返乡农民工中部分人买车创业是春节前后微型车热销的主要原因, 这是在前期的预测中大家普遍忽视的一个重要因素。

根据农业部最近对 15 个省份、150 个村进行的抽样调查，在全国 1.3 亿离开本乡镇外出就业的农民工中，有 15.3% 的农民工现在失去工作或没找到工作，大约有 2000 万人。在这 2000 万人中，部分人通过多年的积累，具备了一定的经济实力，很多人返乡后寻求自己创业，需要一辆运输工具，而经济实用的微型车、农用车、轻卡都成为其可选车型，微型车又成为首选。假设 2000 万人中 1% 选购微型车，就会出现 20 万台的增量，保守估计，我们认为返乡农民工创业可拉动微型客车 8-10% 的增长，即拉动增长 10 万辆左右。

图 6：微型客车（交叉型乘用车）销量（万辆）及增长率



注：汽协公布的 1 月份微客数据有 4 万辆左右属于 12 月份销售，厂家滞后上报，我们对此做了调整，调整后发现需求在 09 年 12 月份需求已经非常旺盛，这个发现验证了农民工返乡创业对微客销量的拉动。

数据来源：CAAM，渤海证券研究所。

3. 二季度展望：V 型反弹延续，需求热点转移

根据我们对汽车行业需求反弹路径的分析，进入 2 季度，4 万亿投资拉动的大量大规模建设项目开工，汽车下乡进入实质性实施阶段，购置税减征及消费环境改善的影响仍将持续，从而我们判断 2 季度是 V 型反弹的延续，投资拉动的重卡需求反弹和汽车下乡拉动的轻卡及微客需求热潮将成为短期热点。

3.1 4 万亿投资拉动重卡需求，2 季度继续转暖

在 09 年投资策略中，我们已经指出，“4 万亿投资将带动重型自卸车需求并同时拉动承担配套物资运输的重型载货车辆的需求，从而减小经济下行对重卡行业的冲击。……预计 09 年全年需求 48 万辆左右，同比下降 12.7%。”

从 1-2 月份的情况来看，重卡需求依然低迷，但 2 月份重卡销量明显反弹，环比增长 178%，同比降幅收窄至 23%；其中半挂牵引车仅销售 3987 辆，同比下降 73%，剔除牵引车，重卡销售 25677 辆，同比增长 7%。

2 月份月报中，我们分析指出“09 年 3 月份起，将陆续有固定资产投资新项目进入施工阶段，重卡需求开始回暖，2 季度将有大量新项目开工，重卡需求将实质性回暖。……我们坚持认为重卡行业将受益于经济刺激政策，随着消费旺季的到

来及越来越多的基础设施建设项目开工，3月份重卡需求有望达到6万辆……”

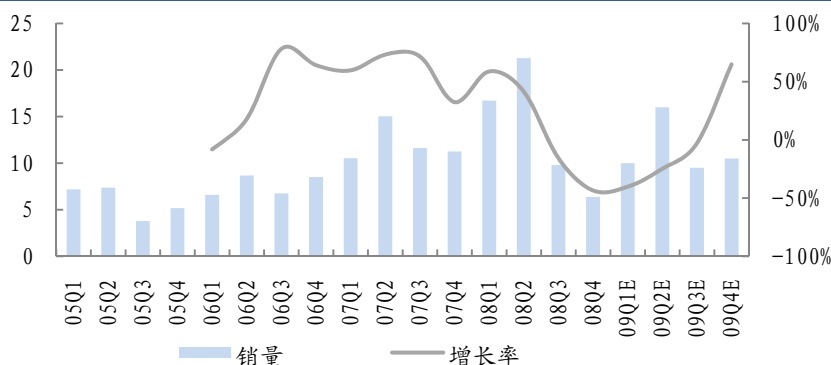
我们依然坚持“全年重卡销量下滑15%左右，其中自卸车增长30%至26万辆，半挂牵引需求下降50%左右至10万辆，普货车下降30%至10万辆……”的判断，其中2季度重卡销量可达到15万辆，同比下降30%，环比增长50%。

表 2：重型卡车需求增长率预测

	GDP	投资	牵引车	载货车	自卸车	总计
悲观场景	7.5%	15%	-50%	-30%	20%	-22.9%
基本场景	8.0%	20%	-40%	-25%	30%	-15%
乐观场景	8.5%	25%	-30%	-20%	40%	-9.6%

资料来源：渤海证券研究所。

图 7：重型卡车销量预测



数据来源：CAAM，渤海证券研究所。

3.2 汽车下乡促进轻卡及微型客车热销

3月10日，《汽车摩托车下乡实施方案》出台，对汽车下乡补贴力度大于市场预期，2009年3月1日至12月31日，农民购买微客及报废农用车换购轻卡直补车价的10%，另外农民报废农用车换购轻卡还给予报废补贴。

汽车下乡实施方案出台后，各地的实施细则还在拟定过程中，对3月份销量影响不大，2季度是汽车下乡政策对汽车需求促进最明显的时期。

报废农用车换购轻卡补贴和国三排放实施促使2季度轻卡需求高增长

一辆四轮农用车的售价在1.5-2万元，要比经济型轻卡便宜1万元以上，而多数三轮农用车的售价在1万元以内，假设三轮农用车均价8000元、四轮农用车均价18000元、经济型轻卡均价30000元，我们看到报废三轮农用车换购轻卡成本约25000元，是三轮农用车价格的四倍，报废四轮农用车换购轻卡成本约24000元，仅比四轮农用车价格高30%多，仅仅从价格看，报废农用车换购轻卡的主力是四轮农用车，报废三轮农用车换购轻卡的会非常少。

综合来看，我们认为报废三轮汽车换购轻卡的量会很少，而报废农用四轮汽车会有大部分转向购买轻卡，但由于购买成本、使用成本等多方面的优势，四轮农用

汽车依然存在市场空间,我们认为 09 年报废四轮农用车将有 60% 左右换购轻卡,并假设按使用寿命应于明年更新的车有 25% 提前更新,我们测算得到 09 年轻卡销量可达 136 万辆,同比增长 16.3%。

表 3: 09 轻卡销量测算表

(单位: 万辆)	农用车	三轮农用车	四轮农用车
农用车保有量	1485	1188	297
正常更新量	186	148	37
换购轻卡数量估计		3	19
提前更新量估计			9
换购轻卡总量估计			31
2008 年轻卡销量			117
09 销量预测 (不考虑振兴规划, 下降 12%)			105.3
09 销量预测 (考虑振兴规划, 增长 16.3%)			136

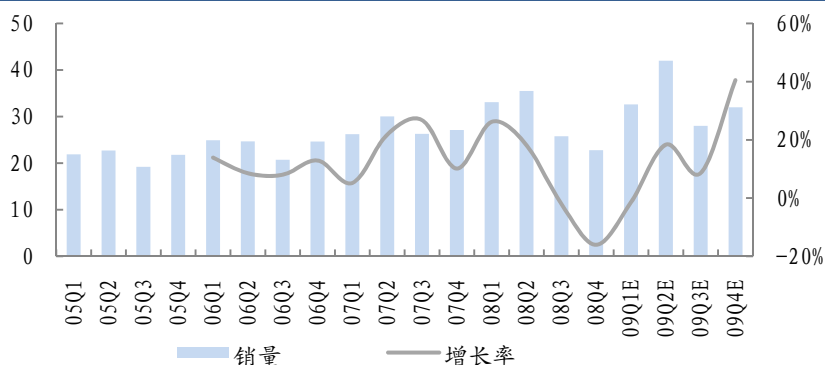
资料来源: 渤海证券研究所。

轻卡属于典型的生产资料,其需求与社会运输需求密切相关,经济增速的下滑将抑制轻卡需求,但农用车报废换购将刺激需求增长,根据上文的测算,我们判断 09 年轻卡需求可以实现 15% 的增长。

2 季度汽车下乡将全面铺开,预计农村市场将掀起一波报废农用车换购轻卡的热潮,预计 2 季度销量可达 41 万辆,创历史新高,增长 18%。

另外,根据国家环保总局文件,7 月 1 日起轻卡实施国三排放,有分析认为国三标准切换将引发部分提前消费,但从目前的情况看,汽车下乡的初衷是保增长,而实施国三升级后产品价格的上升将抵消汽车下乡补贴的部分,我们认为轻卡全面实施国三排放难度相当大,不排除再次延期半年甚至一年的可能,从而对 2 季度销量影响不大。

图 8: 轻型卡车销量预测



数据来源: CAAM, 渤海证券研究所。

下乡补贴及购置税减征拉动微型客车销量继续较快增长

如前文分析,燃油税改革、购置税调整、农民工返乡创业是 1 季度微客需求高增长的主要原因,进入 2 季度,农民工返乡创业这一短期因素的影响减弱,但微客

下乡补贴 + 购置税调整这一政策利器将引发新一轮购买热情——农民购买 1.3 升以下微型客车补贴车辆零售价的 10%，另外购置税从 10% 下降至 5% 大约相当于车价下降 4% 左右，总购买成本下降达 14%。

表 4：农民购买微型客车补贴情况

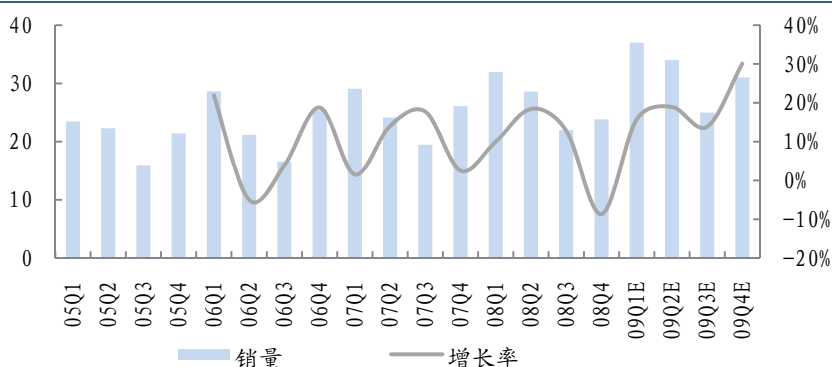
零售价格	直接补贴	购置税减半	购买成本下降	成本下降幅度	购买成本
30000	3000	1200	4200	14%	25800
35000	3500	1400	4900	14%	30100
40000	4000	1600	5600	14%	34400
45000	4500	1800	6300	14%	38700
50000	5000	2000	7000	14%	43000

资料来源：渤海证券研究所。

从 2008 年销售情况来看，微型客车大约有 60 - 70% 被农民买走（包括在城里打工的农民），单纯购买成本下降 14% 即可拉动微型客车销量增长 10% 左右。

预计 2 季度微型客车销量 34 万辆，同比增长 19%，进入 3 季度，由于前期压抑需求存在集中释放，销量增速可能会明显下降至 15% 以下。

图 9：微型客车销量预测



数据来源：CAAM，渤海证券研究所。

3.3 购置税减征、燃油税等因素影响减弱，但仍不容忽视

购置税减征、燃油税改革带来的消费环境改善及消费信心的恢复是 1 季度需求强劲反弹的主要驱动力，购买、使用成本的下降使小排量乘用车和微型客车需求迅速升温，部分 08 年下半年的压抑需求也得到有效释放，但值得注意的是，乘用车和微型客车的需求在 08 年 12 月份已经显示出明显的反弹迹象，这从某一方面也说明 1 季度需求反弹的最主要原因并非 08 年压抑需求太多，而是因为当前我国乘用车普及率偏低，潜在增长率仍较高，一旦购买、使用成本下降，就会出现需求的较快增长。

4. 投资思路：抓住短期热点，盯紧中长期机会

既然 2 季度汽车需求反弹路径已经明了，那么我们的 2 季度投资策略思路也就清晰了——在把握投资拉动重卡需求和汽车下乡激发轻卡、微客需求两大投资热点的同时，时刻关注鼓励新能源汽车、鼓励行业兼并重组、鼓励自主品牌等相关政策带来的中长期投资机会。

4.1 短期热点：把握投资拉动和汽车下乡带来的投资机会

投资拉动——关注重卡需求持续反弹带来的投资机会。4 万亿投资主要投向基建行业，2 季度将有越练越多的项目开工，随着新项目的开工建设，首先将拉动自卸车的需求继续反弹，预计在 2 季度末公路运输类车型（含牵引车）也将在投资带动需求出现反弹。建议重点关注潍柴动力（000338）、中国重汽（000951）。

汽车下乡——2 季度汽车下乡全面实施，建议关注轻卡和微型客车热销带来的投资机会，建议关注江淮汽车（600418）、上海汽车（600104）、福田汽车（600166）。

4.2 中长期机会：新能源汽车、兼并重组、自主品牌

从中长期来看，新能源汽车将具有战略性投资机会，而推动企业兼并重组政策也会带来较好的投资机会，另外，2 季度有可能会出台关于政府公务车采购相关的修订办法，可能会规定自主品牌采购比例，不低于 30%，将带来极大的投资机会。如果相关上市公司在 2 季度有回调的机会，建议适时买入。

新能源汽车投资机会

汽车振兴规划提出，要“以新能源汽车为突破口，加强自主创新，培育自主品牌，形成新的竞争优势”，“改造现有生产能力，形成 50 万辆纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车产能，新能源汽车销量占乘用车销售总量的 5% 左右。”“启动国家节能和新能源汽车示范工程，由中央财政安排资金给予补贴，支持大中城市示范推广混合动力汽车、纯电动汽车、燃料电池汽车等节能和新能源汽车。县级以上城市人民政府要制订规划，优先在城市公交、出租、公务、环卫、邮政、机场等领域推广使用新能源汽车；建立电动汽车快速充电网络，加快停车场等公共场所公用充电设施建设。”

发展新能源汽车成为汽车振兴规划的工作重点之一，我们认为新能源汽车行业在中国面临中长期投资机会。但近期该板块涨幅过大，且新能源汽车业务对多数公司的影响并不确定，建议短期内回避该板块，我们将在下一步工作中对新能源汽车领域进行深入研究，并及时揭示投资机会。

短期内，能得到政府补贴从而具有规模推广可能性的新能源客车上市公司受益相对较大，建议关注宇通客车（600066）、福田汽车（600166）、安凯客车（000868）、中通客车（000957）。

兼并重组与整体上市投资机会

振兴规划提出，要“利用市场机制和宏观调控手段，推动企业兼并重组，整合要素资源，提高产业集中度”，“鼓励一汽、东风、上汽、长安等大型汽车企业在全国范围内实施兼并重组。支持北汽、广汽、奇瑞、重汽等汽车企业实施区域性兼并重组。”并规定“新建汽车生产企业和异地设立分厂，必须在兼并现有汽车生产企业的基础上进行。”

我们认为未来几年兼并重组将成为中国汽车产业的焦点，建议关注有可能成为兼并标的公司的相关上市公司，推荐江淮汽车（600418）、金杯汽车（600609）、长丰汽车（600991）。

另外，建议关注整体上市预期强烈的一汽轿车（000800）/一汽夏利（000927）、福田汽车（600166）；

鼓励发展自主品牌带来的机会

汽车振兴规划提出，要“在技术开发、政府采购、融资渠道等方面制定相应政策，引导汽车生产企业将发展自主品牌作为企业战略重点，支持汽车生产企业通过自主开发、联合开发、国内外并购等多种方式发展自主品牌。”

根据我们的了解，2 季度将修订政府公务用车配备更新管理办法，新的管理办法中将规定自主品牌采购比例，预计会设置不会低于 30% 的限制，此举将极大促进自主品牌轿车特别是中高端产品的需求，建议重点关注上海汽车、一汽轿车。

4.3 公司推荐：重点推荐潍柴动力、中国重汽、江淮汽车、上海汽车

重点推荐潍柴动力、中国重汽、江淮汽车、上海汽车；

维持对一汽轿车、福田汽车、宇通客车、江铃汽车、云内动力的买入评级，维持长安汽车、威孚高科的中性评级。

表 5：相关上市公司估值

		最新	EPS			PE			PB		
		收盘价	08E	09E	10E	08E	09E	10E	08E	09E	10E
000338.SZ	潍柴动力	31.48	2.54	2.35	2.66	12.39	13.40	11.83	2.9	2.7	2.51
000951.SZ	中国重汽	21.99	1.25	1.44	1.85	17.59	15.27	11.89	3.21	2.99	2.78
600418.SH	江淮汽车	4.3	0.04	0.2	0.34	107.50	21.50	12.65	1.4	1.3	1.21
600104.SH	上海汽车	9.84	0.12	0.5	0.63	82.00	19.68	15.62	1.62	1.5	1.4
000800.SZ	一汽轿车	12.27	0.69	0.8	0.93	17.78	15.34	13.19	2.82	2.62	2.44
600066.SH	宇通客车	11.77	0.8	0.82	0.9	14.71	14.35	13.08	4.02	3.74	3.48
000550.SZ	江铃汽车	13.21	0.88	0.84	0.95	15.01	15.73	13.91	2.55	2.37	2.2
600166.SH	福田汽车	9.65	0.4	0.51	0.64	24.13	18.92	15.08	2.76	2.56	2.38

资料来源：渤海证券研究所。

潍柴动力 (000338)

三大核心业务仍将保持竞争优势

——潍柴动力投资要点

姓名 张立平

86-10-5836 2780

zhanglp@bhq.com

投资要点:

● **重卡发动机、重卡整车、变速箱三大业务未来3年仍将保持竞争优势**
不同于市场对公司的悲观看法,我们认为未来3-5年公司在重卡发动机和重型变速器领域仍将保持竞争优势,而重卡整车业务将向第一集团的中国重汽发起冲击。

● **公司盈利能力突出,抗行业周期能力强**

公司凭借在重卡发动机和变速器行业的霸主地位,享受了较高的毛利率水平,盈利能力突出,在05年重卡行业调整、工程机械需求低迷的情况下表现出良好的抗周期性;

09年尽管重卡行业可能出现负增长,但由于钢材价格将有15%左右的下降,根据我们的测算,明年毛利率应高于08年。

● **EGR发动机通过审核增强产品竞争力**

公司研制的EGR发动机已经通过认证,目前处于重卡整车认证阶段,EGR发动机的推出将扩大需求面,增强发动机业务竞争优势。

● **受益于积极的财政政策,重卡和装载机行业周期调整冲击减弱**

受国三排放、经济下行等多种因素影响,重卡行业09年会出现较大幅度的负增长,4万亿投资将刺激需求,市场会好于预期,预计负增长在15%左右;未来10年我国将处于重工业化和城镇化双双快速推进阶段,投资将持续较快增长,运输强度高,重卡行业仍有较大增长空间。

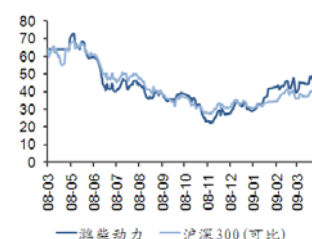
基于我们对09年房地产和采矿业投资与08年基本持平、基建投资增长25%的中性判断,国内装载机保有量需要增加8.5%左右,08年末国内装载机保有量在50万辆左右,按4年报废计算,09年需新增16.5万台左右。

● **投资建议: 买入, 目标价42元**

根据DCF模型,公司每股价值52元,跟国内外可比公司相比,我们认为公司可享受09年18-20倍PE的估值水平,综合来看,我们认为公司合理价值区间在41.4-46元,公司价值低估,给予买入评级。

评级: 买入
上次评级: 买入
目标价: ¥42
上次预测: ¥35
当前价格: ¥31.48
2009.03.31

最近52周股价走势图



公司简介

公司是国内最大的大功率高速柴油发动机专业制造商、增长最快的重卡制造商、最大的重卡变速箱制造商,拥有国内重卡行业最完整的产业链,拥有动力总成、整车、汽车零部件三大业务板块。

相关报告

《三大核心业务仍将保持竞争优势——潍柴动力深度价值投资报告》

2008.11.10

《潍柴动力: 重卡和工程机械需求2季度回暖, 提前布局》

2009.1.12

财务摘要 (万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	7,090	29,261	34,550	29,830	32,155
(+/-)%	34%	313%	18%	-14%	8%
经营利润 (EBIT)	864	3700	3512	3160	3450
(+/-)%	131%	328%	-5%	-10%	9%
净利润	741	2019	2129	1928	2151
(+/-)%	142%	173%	5%	-9%	12%
每股净收益 (元)	2.25	3.88	2.56	2.31	2.58
每股股利 (元)	0	0	0.44	0.29	0.26
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	27.66%	23.61%	22.00%	22.13%	21.85%
ROE (%)	11.45%	21.47%	17.66%	13.31%	12.47%
ROIC (%)	8.12%	27.64%	21.30%	16.23%	15.11%
PE	14.02	8.12	12.32	13.60	12.19
PB	1.61	1.74	2.18	1.81	1.52
EV/EBITDA	12.11	4.26	5.67	5.54	4.18

江淮汽车 (600418)

轿车项目旭日东升，轻卡业务增长确定

——江淮汽车投资要点

姓名 张立平

86-10-5836 2780

zhanglp@bhq.com

- 09 年是公司战略转型的关键一年，拓展乘用车业务是今年的战略重心。国内优秀的综合性汽车制造商，轻卡和瑞风商务车是其传统核心产品；“坚持以商用车为基础，巩固和发展在商用车细分市场的领先地位，成功拓展乘用车业务。”是公司的战略规划，而 09 年是战略转型的关键一年，成功拓展乘用车业务是公司今年的战略重心。
- 同悦热销带动轿车板块大幅减亏，明年轿车销量有望突破 10 万辆。公司规划轿车产能 20 万辆，今年产能可达 10 万辆，轿车项目的盈亏平衡点在 6-7 万辆。我们预计今年轿车板块可在同悦的带动下达到 6 万辆的销量，从而实现大幅减亏。另外我们认为今年 3 季度上市的 B18 具备成为主流家轿的潜力，B18 将进一步带动轿车项目走出困境，预计明年轿车销量有望突破 10 万辆，并贡献 1 亿元以上的利润。
- 汽车下乡促进轻卡销量提升，预计增长 12% 左右；3 月 10 日，市场期盼已久的《汽车摩托车下乡实施方案》出台，对农民报废农用汽车换购轻卡补贴力度相当之大，达到车价的 15-20%，将极大刺激轻卡特别是中低档轻卡销量；公司是国内最优秀的轻卡制造商之一，产品以中低档产品为主，将极大受益于汽车下乡补贴；预计公司轻卡销量有望增长 12% 达到 11.5 万辆；另外，我们可能低估了农用车换购轻卡的热情，轻卡销量存在超预期增长的可能。
- 09-11 年 EPS0.2、0.34、0.41 元，给予买入评级；根据 DCF 模型，公司 09-11 年 EPS 分别为 0.2、0.34、0.41 元；目前江淮汽车是国内 PB 最低的汽车类上市公司，而且公司轿车业务迎来转机，轻卡业务今年增长也有超预期的可能，我们认为给予其 09 年 1.8 倍 PB 或者 10 年 20 倍 PE 的估值是合理的，每股价值 6.05-6.8 元。首次给予公司买入评级，目标价 6 元。

评级:

买入

上次评级:

首次评级

目标价格:

¥6

上次预测:

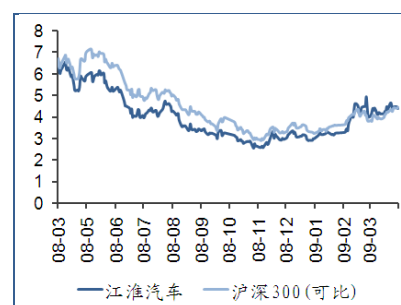
¥

当前价格:

¥4.30

2009.3.31

52 周股价走势



公司简介

江淮汽车是国内优秀的综合性汽车制造商，具有年产 50 万辆整车、20 万台发动机的产能，主导产品有：客车底盘；重、中、轻、微卡车；瑞风商务车；瑞鹰越野车；轿车；轻卡和瑞风商务车业务是其传统强项；目前公司正在积极扩展轿车业务。

相关报告

《轿车项目旭日东升，轻卡业务增长确定——江淮汽车调研报告》
2008.3.17

财务摘要 (万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	14,274	14,725	16,939	21,025	24,048
(+/-)%	32%	3%	15%	24%	14%
经营利润 (EBIT)	409	71	358	586	709
(+/-)%	-12%	-83%	403%	64%	21%
净利润	328	57	259	433	533
(+/-)%	-15%	-83%	354%	67%	23%
每股净收益 (元)	0.25	0.04	0.20	0.34	0.41
每股股利 (元)	0.15	0.08	0.01	0.06	0.10
利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售毛利率 (%)	14.54%	11.99%	13.62%	14.30%	14.46%
ROE (%)	8.03%	1.40%	5.98%	9.22%	10.42%
ROIC (%)	7.14%	3.67%	5.12%	7.75%	9.28%
PE	16.09	92.62	20.40	12.20	9.92
PB	1.29	1.30	1.22	1.13	1.03
EV/EBITDA	6.75	10.03	6.49	4.57	3.61

中国重汽 (000951.SZ)

自卸车龙头，4 万亿投资最大受益者

——中国重汽投资要点

姓名 张立平

86-10-5836 2780

zhanglp@bhq.com

投资要点:

- 公司主业突出，产品领先，在重卡行业逐渐取得领先优势。

公司是国内最早的重卡生产商，也是近几年卡车重型化的主要受益者，已成为国内最大的重卡行业生产商，并逐渐成长为国际性重卡巨头；

- 从容应对行业调整：4 万亿投资拉动 + EGR 发动机优势

由于宏观经济下行、国三排放导致需求提前释放等原因，重卡行业从 08 年下半年进入调整期，预计 2009 年总销量将下降 15% 左右；

扩大投资会促进重卡特别是自卸车的需求，公司自卸车比例达到 40% 左右，产品竞争力突出（1 季度公司自卸车产品热销证明了我们的判断）。

目前潍柴、玉柴等厂家的 EGR 发动机已经通过认证，但重卡整车投放市场最早也要 5 月份，09 年重汽 EGR 发动机仍将享受竞争优势；

- 09 年销量下降 15%，原材料价格下调提升毛利率，业绩略有增长

预计公司 09 年全年公司重卡销量将达到 71000 辆，同比下降 10%，由于钢铁等原材料价格的大幅下降，在充分考虑市场竞争加剧导致的产品价格下降后，我们认为公司产品毛利率将从 9.1% 提高至 9.54%，在销量下降的情况下，公司 09 年业绩仍会略有增长。

- 维持公司买入评级，上调目标价至 30 元：

我们把 09、10 年 EPS 从 1.31、1.84 元上调至 1.44、1.85 元，考虑到公司在重卡行业的龙头地位和良好的成长性，我们认为公司可享受 09 年 20 倍 PE 的估值水平，给予公司“买入”评级，目标价上调至 30 元。

财务摘要 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	9,963	17,335	20,824	19,373	21,472
(+/-)%		74%	20%	-7%	11%
经营利润 (EBIT)	776	1361	858	911	1105
(+/-)%		75%	-37%	6%	21%
净利润	264	717	509	604	775
(+/-)%		172%	-29%	19%	28%
每股净收益 (元)	0.82	2.22	1.21	1.44	1.85
每股股利 (元)	0	0	0	0.30	0.36
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	13.47%	12.38%	9.02%	9.60%	10.05%
ROE (%)	16.31%	28.17%	16.86%	16.94%	18.10%
ROIC (%)	17.55%	19.96%	11.63%	14.16%	15.90%
PE	26.90	9.89	18.13	15.27	11.90
PB	4.39	2.79	3.06	2.59	2.15
EV/EBITDA	5.57	4.67	8.65	7.20	5.49

评级:

买入

上次评级:

买入

目标价

¥ 30

格:

上次预测:

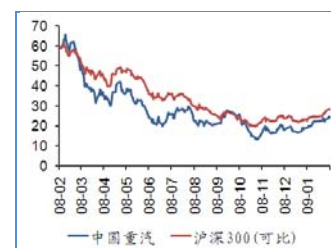
¥ 26

当前价格:

¥ 21.99

2009.2.13

最近 52 周股价走势



公司简介

公司是国内最早的重卡生产商，目前已成为国内最大的重卡生产商，并逐渐成长为国际重卡市场的有力竞争者。

相关报告

《从容应对重卡行业调整的领跑者——中国重汽调研报告》

2008.10.15

《最困难的时期已经过去——中国重汽三季报点评》

2008.10.31

《重卡需求仍处低谷，3 月实质性转暖——中国重汽 1 月份产销数据点评》

2009.2.13

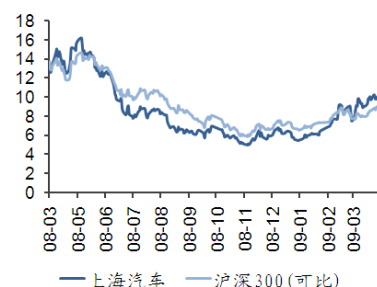
上海汽车 (600104)

上海通用复苏，振兴规划提振

— 上海汽车投资要点

评级: 买入
上次评级:
目标价格: ¥12.5
上次预测: ¥9.8
当前价格: ¥9.84
2009.3.31

52 周股价走势



公司简介

上海汽车是国内最大的汽车公司，旗下的上海大众、上海通用是国内最优秀的乘用车制造商，上汽汽车则专注于自主品牌乘用车的开拓；上汽通用五菱是微车领域的霸主，公司通过并购南汽集团、重庆红岩，实现了在商用车领域的全面布局。

相关报告

《自主品牌亏损加大，并购整合面临考验——上海汽车中报点评》

《公司经营处于最困难的时期——上海汽车三季报点评》

《振兴计划箭在弦上，行业回暖提前——汽车行业临时投资策略》

2008.12.17

《上海通用复苏，振兴规划提振——上海汽车调研报告》

2009.2.16

姓名 张立平

86-10-5836 2780

zhanglp@bhq.com

● 汽车振兴规划提振销量

公司直接受益于车辆购置税下调，公司 2008 年所销售的乘用车中有 45% 排量在 1.6L 以内，另外还有 58.3 万辆的微型客车（交叉型乘用车）排量都在 1.6L 以内，合计占上海汽车乘用车总销量的 65%；

微型客车同时受益于购置税下调和汽车下乡两个刺激政策，是振兴规划的最大受益车型，上汽通用五菱的微型车销量占据了微车市场 43% 的份额，09 年公司微型车销量可增长 20%。

● 上海通用将走出调整期

上海通用 09 年销量将在新君威、雪佛兰科鲁兹两款新车带动下增长 20%，同时，两款新车的上市将带动产品结构升级，盈利能力进一步提升，预计 09 年上海通用盈利将提升 25% 至 50 亿元左右。

● 自主品牌有望驶上快车道；

上市仅 7 个月的荣威 550 在市场低迷的背景下今年 1 月份销量从 2000 辆跃升到了 3600 辆，3 月份销量将达到 4500 左右，我们认为 09 年月均销量有望突破 50000 辆；另外，我们认为名爵在上汽的管理下，将逐渐走出困境。

另外，今年将出台政府采购自主品牌相关规定，荣威将是最大受益者。

● 双龙 09 年对公司业绩拖累减小

双龙已进入回生程序，上汽进一步注资可能性很小，双龙重组后上汽控制权将被稀释，以后将按权益法核算，从而 09 年对公司业绩拖累减小；公司将在 08 年计提 10-12 亿元资产减值损失。

● 上调 09、10 年 EPS 至 0.5 元、0.63 元，维持买入评级，上调目标价至 12.5 元；

由于近期汽车行业需求回暖超出预期，我们把公司 09、10 年 EPS 从 0.45、0.57 元上调至 0.5、0.63 元；

目前股价已接近我们前期给出的 9.8 元的目标价，考虑到公司在汽车行业的领先优势及自主品牌轿车发展存在超预期的可能，给予公司 09 年 25 倍 PE 或 2 倍 PB 的估值水平，目标价从 9.8 元上调至 12.5 元。

财务摘要 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入	19,559	104,384	109,461	109,168	121,024
(+/-)%	206%	434%	5%	0%	11%
经营利润 (EBIT)	-74	186	-1407	-417	-309
(+/-)%	-146%	-349%	-858%	-70%	-26%
净利润	1356	4635	801	3287	4118
(+/-)%	23%	242%	-83%	310%	25%
每股净收益 (元)	0.21	0.71	0.12	0.50	0.63
每股股利 (元)	0.16	0.21	0.04	0.15	0.19
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率 (%)	13.11%	14.23%	12.19%	12.94%	12.82%
ROE (%)	3.60%	10.78%	1.84%	7.01%	8.16%
ROIC (%)	-0.18%	0.32%	-2.11%	-0.60%	-0.43%
PE	47.54	13.91	80.50	19.61	15.66
PB	1.71	1.72	1.72	1.59	1.48
EV/EBITDA	116.17	28.14	40.35	20.71	16.96

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来12个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来12个月内股价落后大盘10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划 周华敏 +86 22 2845 1869	副所长·基金 谢富华 +86 22 2845 1985	副所长·宏观策略 马静如 +86 22 2845 1665	副所长·行业 吴鹏飞 +86 10 5836 2786
商业旅游行业研究 陈慧 +86 22 2845 1135	电力行业研究 崔健 +86 22 2845 1618	交通运输行业研究 齐艳莉 +86 22 2845 1132	食品饮料行业研究 闫亚磊 +86 22 2845 1975
煤炭行业研究 张顺 +86 22 2845 1625	机械行业研究 李强 +86 22 5836 2766	石化研究 张延明 +86 22 2845 1653	化工行业研究 刘威 +86 10 5836 2155
医药行业研究 马霏霏 +86 22 2845 1945	金融行业研究 张继袖 +86 22 2845 1849	房地产行业研究 周户 +86 10 5836 2768	有色行业研究 靳海明 +86 10 5836 2778
汽车、航空制造行业研究 张立平 +86 10 5836 2780	IT 行业研究 张晓亮 +86 10 5836 2156	电力设备行业研究 李新渠 +86 10 5836 2760	钢铁行业研究 马涛 +86 10 5836 2789
建筑建材行业研究 唐笑 +86 10 5836 2159	金融工程与权证研究 何翔 +86 22 2845 1808	股指期货与衍生产品研究 徐莉莉 +86 22 2845 1659	产品设计和可转债研究 章辉 +86 22 2845 1977
债券研究 徐华 +86 22 2845 1137	宏观策略研究 黄锋 +86 22 2845 1131	金融策略与创新、证券理论 研究 吕玉忠 +86 22 2845 1857	策略研究 周喜 +86 22 2845 1972
营销主管 郭靖 +86 22 2845 1879			
博士后工作站:			
资产证券化研究 刘惠杰博士 +86 22 2845 1632	私募股权基金研究 黄亚玲博士 +86 22 2836 5293		

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn