



轻卡——政策作用的又一个着力点

——汽车行业2009年下半年投资策略

中原证券研究所 徐敏锋

xumf@ccnew.com

联系电话：021-50588666-8029

投资要点

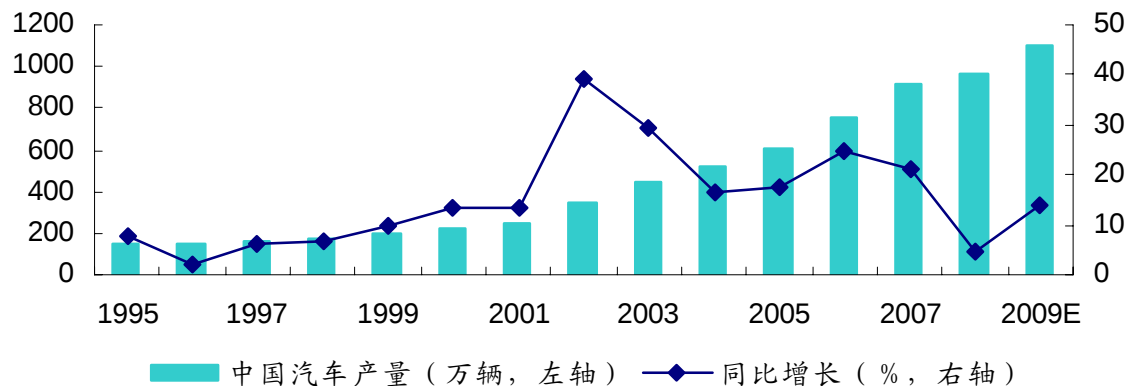
- 国家政策刺激，汽车销量大增
- 国家政策开始向货车行业倾斜
- 货车行业估值相对偏低
- 投资策略
 - 给予“同步大市”投资评级
 - 建议将配置重心从乘用车行业向货车行业倾斜
- 风险提示
 - 宏观经济对货车行业拉动不足
 - 政策力度和后果存在不确定性
- 重点公司：江铃汽车、福田汽车等

目录

- 销量增长，结构分化
- 国家政策开始向货车行业倾斜
- 估值比较
- 投资策略：向货车行业倾斜
- 风险提示
- 重点上市公司

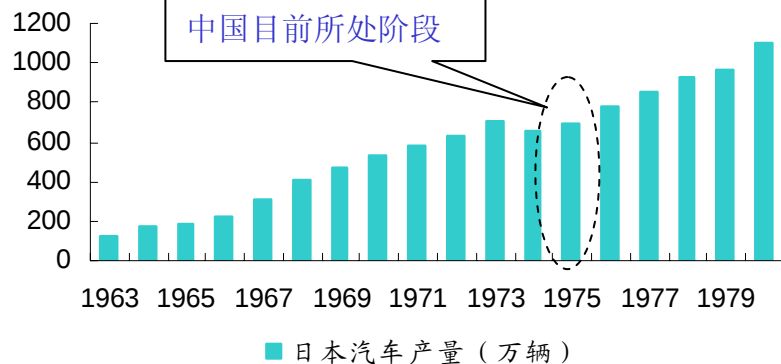
汽车行业发展前景依旧广阔

月度汽车销量与增长

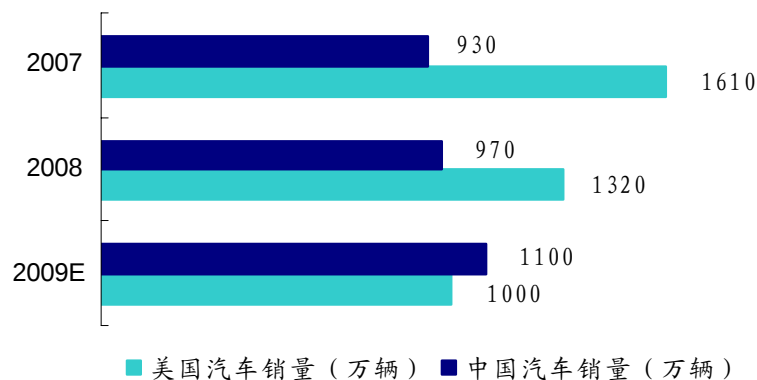


资料来源: CAAM, 中原证券研究所

六七十年代日本汽车产量



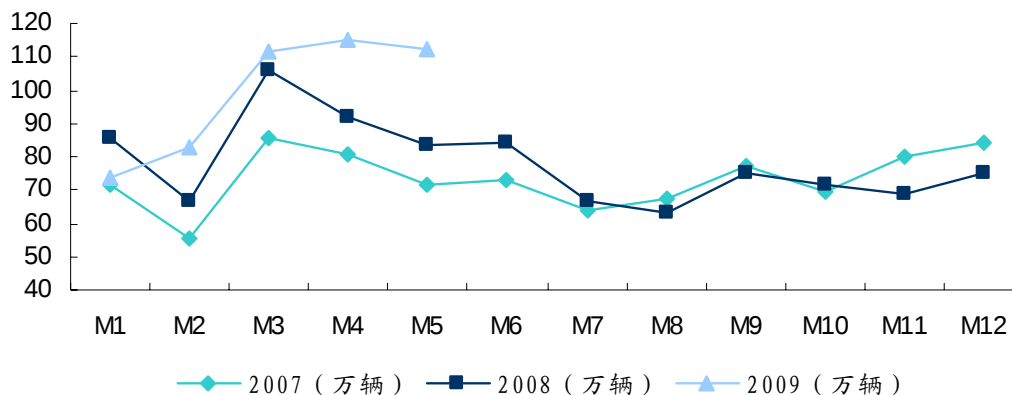
中美汽车销量对比



资料来源: 中原证券研究所

销量增长，结构分化

月度汽车销量



资料来源：CAAM，中原证券研究所

细分产品销量与增速

类型	2008		2009M1-M5	
	销量 (万辆)	增长 (%)	销量 (万辆)	增长 (%)
1.6L以下乘用车	419.28	11.77	259.96	38.53
1.6L以上乘用车	255.46	0.32	99.16	-8.67
中重卡	74.76	3.22	33.44	-21.35
轻微卡	153.67	8.20	83.71	12.45
大中客	12.31	3.64	3.86	-20.20
轻客	21.75	-5.73	8.56	-12.92

资料来源：CAAM，中原证券研究所

乘用车到商用车的转换

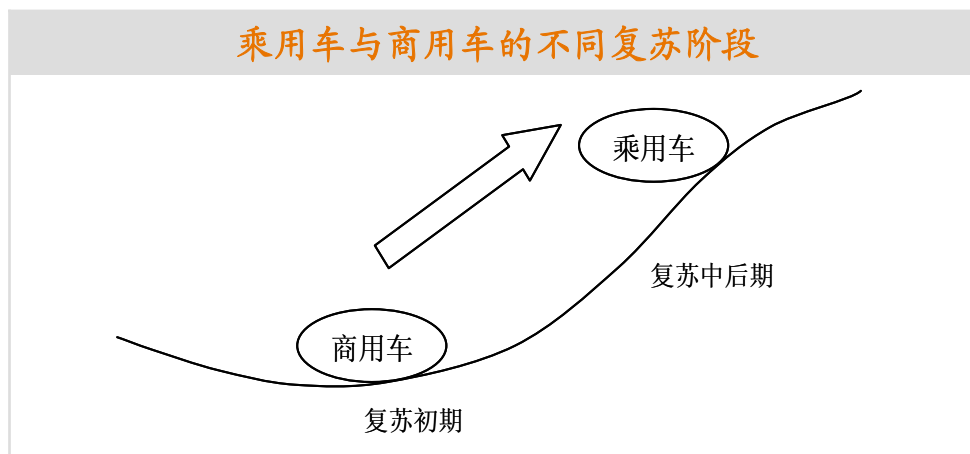
不同板块的估值比较

	1-5月对应销量（万辆）	同比增长（%）	市盈率（倍）		
			2008PE	2009PE	2010PE
商用车板块	129.59	-1.56	18.60	19.20	16.74
乘用车板块	366.09	21.20	333.42	27.48	25.91
汽车零部件板块	495.68	14.29	41.96	25.31	19.62

资料来源：中原证券研究所

- 经济发展的需要：从乘用车带动消费到投资带动商用
- 政策推动：我们尤其看好政策作用下，轻卡销量的增

乘用车与商用车的不同复苏阶段



资料来源：中原证券研究所

目录

- 销量增长，结构分化
- 国家政策开始向货车行业倾斜
- 估值比较
- 投资策略：向货车行业倾斜
- 风险提示
- 重点上市公司

国家政策陆续推出

行业主要政策

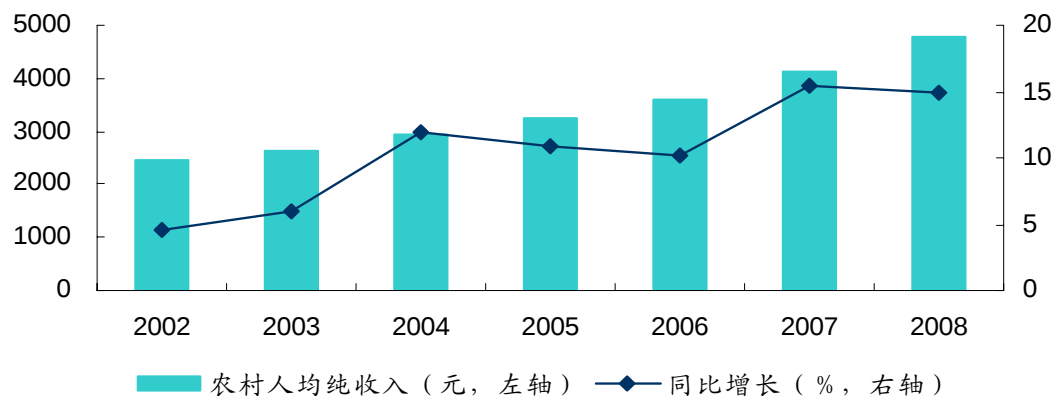
政策类别	颁布时间	开始实施时间	相关内容
燃油税改革	2008年12月	2009年1月	取消养路费等费用，增加燃油消费税
	2008年12月	2009年2月	东中部地区逐步有序取消政府还贷二级公路收费
购置税减免	2009年1月	2009年1月	1.6L以下乘用车减免5%购置税
汽车下乡	2009年1月	2009年3月	补贴农户购买微客或报废低速汽车并换购轻卡
	2009年6月	2009年3月	将直购轻微卡纳入汽车下乡补贴范围
以旧换新	2009年5月	2009年5月	以旧换新补贴范围扩大到轻微卡
排放标准	2008年6月	2009年7月	3.5吨以下货车执行国三排放标准

资料来源：中原证券研究所

- 今年国家陆续出台汽车行业相关政策
- 5月份以来，国家政策向货车行业倾斜
- 轻卡行业将出现质和量两个方面的变化

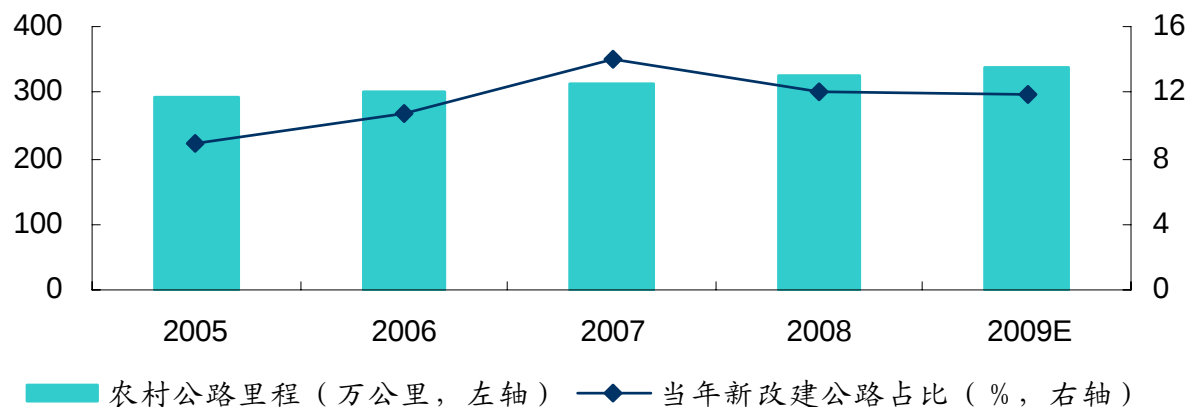
农村轻卡需求潜力巨大

农村人均纯收入



资料来源：WIND，中原证券研究所

农村公路里程



资料来源：交通部，中原证券研究所

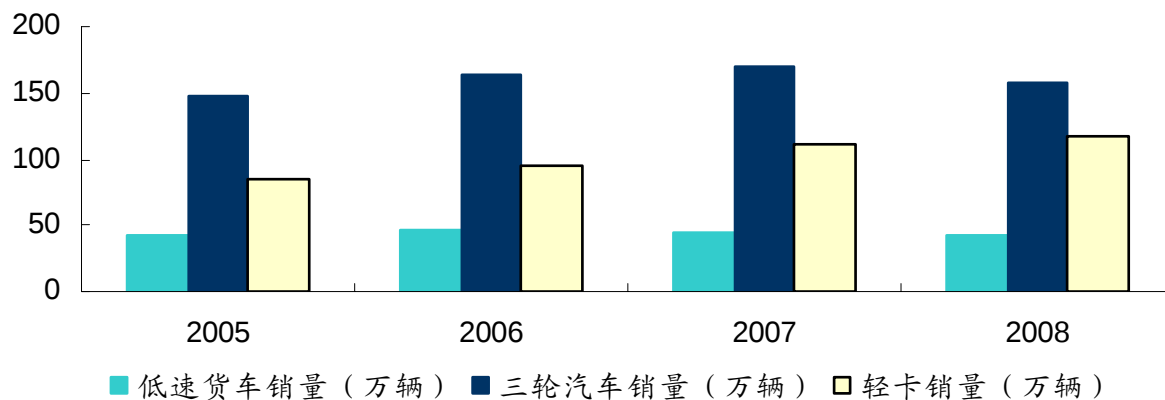
轻卡加速对低速汽车的替代

轻卡与低速货车比较

	长度	宽度	高度	速度	总质量	价格	舒适性
轻卡	<6M				1.8T-6T	3-10万元	好
低速货车	<6M	<2M	<2.5M	<70KM/H	<4.5T	1-3万元	差
	安全	通行限制	通过性	排放要求	质量	燃油经济	载重效率
轻卡	好	基本没有	一般	高	高	好	高
低速货车	差	有限制	好	低	低	差	低

资料来源：中原证券研究所

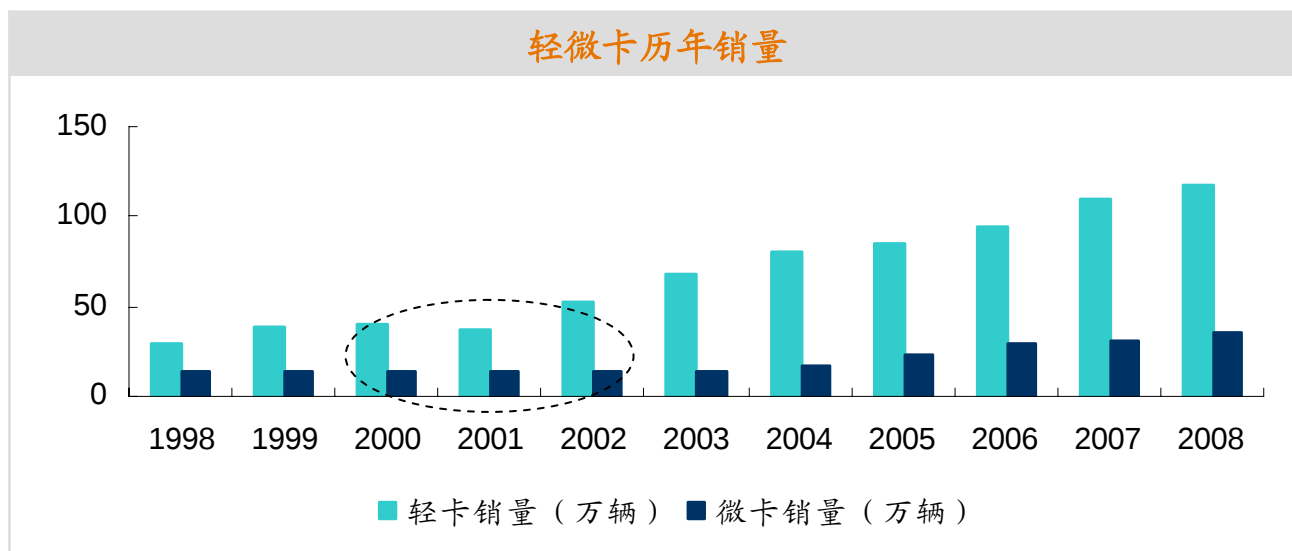
低速汽车销量



资料来源：CAAM，中原证券研究所

- 低速汽车保有量约为**2000万辆**
- 轻微卡保有量约为**680万辆**

以旧换新政策加速轻微卡更新

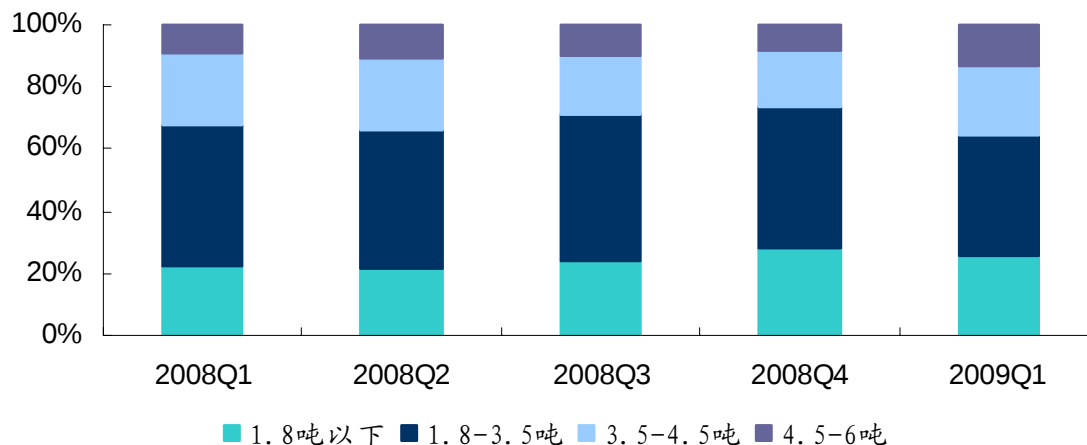


资料来源：CAAM，中原证券研究所

- 轻卡保有量**645万辆**，与 **2001**年以来总销量相当
- 补贴政策下，**2001**年左右购置的轻卡将成为重要更新对象，并可能有部分提前更新

燃油税费改革加速轻卡中高端化趋势

轻卡分质量销量占比



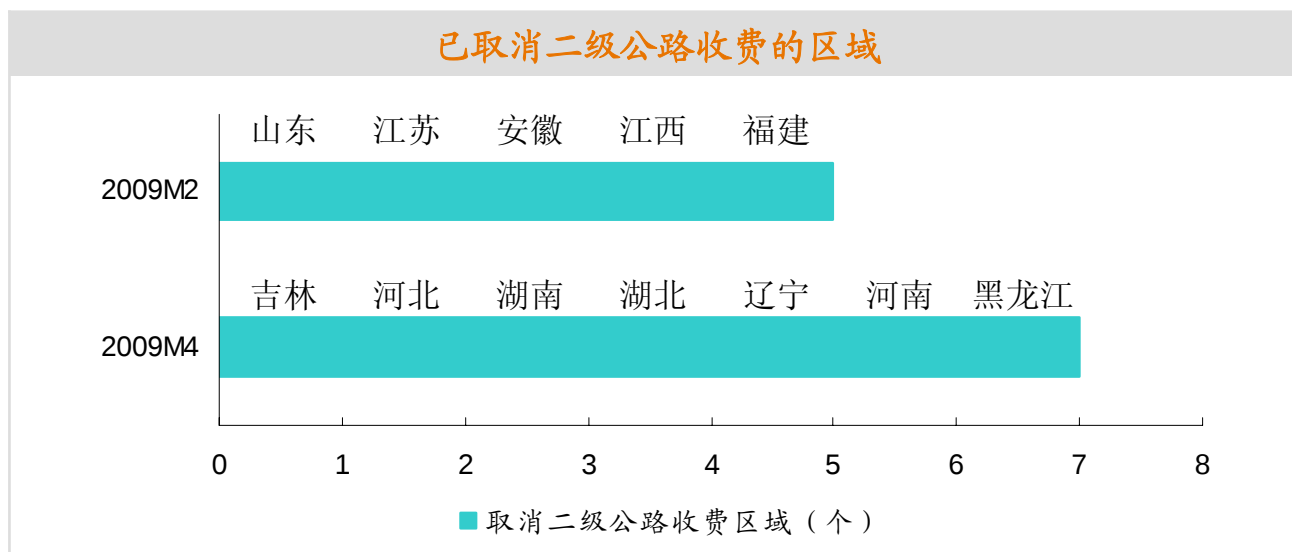
资料来源：CAAM，中原证券研究所

燃油节省费用对节油率和行驶里程的敏感性分析

		行驶里程（万公里）		
		3	6	9
节油率	10%	1500元	3000元	4500元
	20%	3000元	6000元	9000元
	30%	4500元	9000元	13500元

资料来源：中原证券研究所

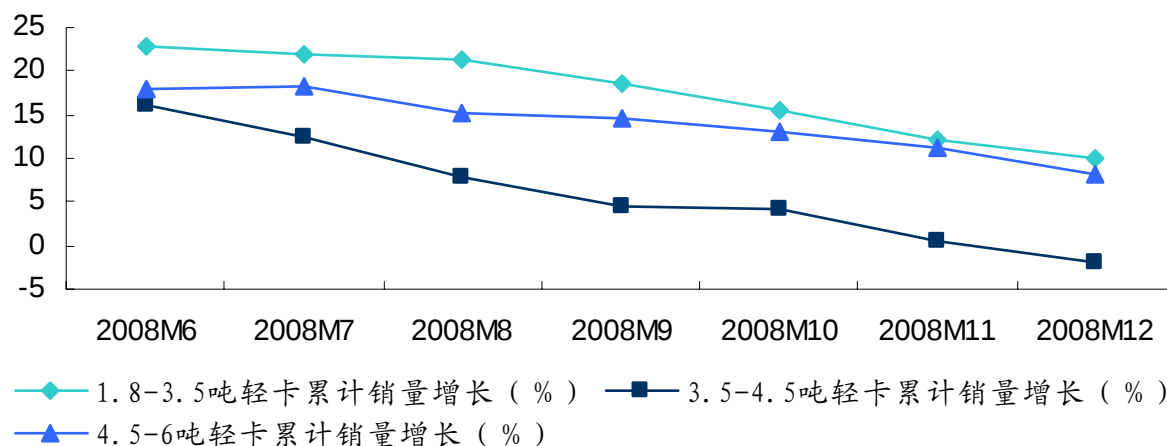
二级公路收费取消降低轻卡运行成本



资料来源：中原证券研究所

国III标准执行带来销量结构变化

轻卡分质量销量累计增长



资料来源：CAAM，中原证券研究所

- 预期在今年7月N1类轻型车（3.5吨以下）执行国III标准以后，轻卡销量结构也会出现变化，向高端化和大吨位方向发展
- 由于整体购车成本的上升，用户将更加注重燃油经济性和载重效率

轻微卡销量增长提速

主要优惠车种销量比较		
	优惠幅度	2009前5月同比增长（%）
交叉乘用车	5%购置税+农村10%优惠	50.78
1.6L以下轿车	5%购置税	33.33
轻微卡	10%优惠	12.45

资料来源：CAAM，中原证券研究所

■ 综合来看，预计全年轻微卡销量同比增长**15%以上**

目录

- 销量增长，结构分化
- 国家政策开始向货车行业倾斜
- 估值比较
- 投资策略：向货车行业倾斜
- 风险提示
- 重点上市公司

商用车上市公司估值相对偏低

重点上市公司估值（单位：元、倍）

		基本每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		08A	09E	2010E			08A	09E	2010E		
商用车	江铃汽车	0.91	0.79	0.86	4.90	13.88	15.28	17.57	16.14	2.83	买入
	福田汽车	0.38	0.54	0.61	3.51	12.78	33.86	23.67	20.95	3.64	增持
	中国重汽	1.13	1.06	1.29	6.07	20.38	18.08	19.23	15.80	3.36	增持
	潍柴动力	2.32	1.97	2.23	10.13	35.99	15.52	18.27	16.14	3.55	增持
	宇通客车	1.02	0.71	0.81	3.54	12.34	12.08	17.38	15.23	3.49	增持
	金龙汽车	0.44	0.39	0.46	3.10	7.44	16.76	19.08	16.17	2.40	观望
乘用车	一汽轿车	0.67	0.77	0.85	4.19	15.45	23.12	20.06	18.18	3.69	增持
	上海汽车	0.10	0.44	0.50	5.57	14.28	142.51	32.45	28.56	2.56	观望
	长安汽车	0.01	0.29	0.28	3.27	8.68	834.62	29.93	31.00	2.65	观望
零部件	福耀玻璃	0.12	0.27	0.45	1.68	7.89	64.25	29.22	17.53	4.70	增持
	宁波华翔	0.29	0.34	0.39	2.24	9.24	31.69	27.18	23.69	4.13	观望
	中鼎股份	0.42	0.65	0.72	1.87	12.70	29.93	19.54	17.64	6.79	增持
	平均	0.65	0.69	0.79	4.17	14.25	26.06	22.80	19.75	3.65	

资料来源：中原证券研究所 注：收盘价日期为2009.05.25

■ 汽车板块2009年平均动态市盈率为22.80倍，其中乘用车板块为27.48倍，商用车板块19.20倍

目录

- 销量增长，结构分化
- 国家政策开始向货车行业倾斜
- 估值比较
- 投资策略：向货车行业倾斜
- 风险提示
- 重点上市公司

投资策略

- 乘用车和商用车不同的属性决定了其在经济复苏过程中不同的次序，我们看好货车行业在下半年市场中的表现
- 国家刺激政策开始向货车行业倾斜
- 给予汽车行业“同步大市”的投资评级，其中给予货车行业“强于大市”的投资评级
- 建议将配置重心从乘用车行业向货车行业倾斜，选股思路包括：
 - 受益于轻卡市场的稳定增长
 - 受益于轻卡中高端化趋势
 - 受益于下半年公路运力需求增长
- 重点关注：江铃汽车、福田汽车

目录

- 销量增长，结构分化
- 国家政策开始向货车行业倾斜
- 估值比较
- 投资策略：向货车行业倾斜
- 风险提示
- 重点上市公司

风险提示

- 宏观经济对商用车行业拉动不足
- 政策执行力度和后果存在不确定性
- 原材料价格波动
- 甲型流感疫情发展态势不明朗

重点公司股份解禁时间及比例

重点公司股份解禁时间表及解禁比例

股票名称	解禁时间	解禁股数（万股）	解禁股类型	占流通股比例（%）	占总股本比例（%）
江铃汽车	2009-05-20	26813.06	股改限售股份	108.19	31.06
福田汽车	2009-07-14	5500.00	增发限售股份	10.04	6.00
中国重汽	2009-11-02	8925.80	股改限售股份	58.75	21.28
潍柴动力	2010-04-30	34982.49	股改限售股份	124.57	41.99
宇通客车	2010-03-06	2599.46	股改限售股份	6.46	5.00
一汽轿车	2009-04-11	86298.37	股改限售股份	112.88	53.03
上海汽车	2009-12-04	327503.00	增发限售股份	99.97	49.99
长安汽车	2010-06-01	11670.11	股改限售股份	14.91	5.00
福耀玻璃	2009-09-15	82711.83	股改限售股份	82.72	41.29
宁波华翔	2009-11-11	7121.71	股改限售股份	16.86	14.42
中鼎股份	2010-02-12	4000.00	增发限售股份	38.23	11.28

资料来源：中原证券研究所

目录

- 销量增长，结构分化
- 国家政策开始向货车行业倾斜
- 估值比较
- 投资策略：向货车行业倾斜
- 风险提示
- 重点上市公司

江铃汽车（000550）：受益于中高端化趋势

■ 公司概况

- 专注于轻型车（轻卡和轻客）生产和销售，定位于中高端，主要产品在细分领域内都占据重要地位

■ 投资亮点

- 在燃油税费改革和国III排放标准执行的刺激下，市场需求将向中高端产品倾斜。预计公司产品将在这一过程中受益
- 具有良好的费用控制能力，坚持稳健的经营风格，现金流情况良好，业绩平稳
- 销量稳步增长
- 估值较低

江铃汽车（000550）：受益于中高端化趋势

■ 投资评级

■ 买入

■ 风险揭示

- 国III排放标准执行力度和后果存在不确定性
- 销量增速下降

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	85.87	90.01	95.16
增长比率（%）	1.55	4.82	5.73
净利润（亿元）	7.84	6.85	7.41
增长比率%	3.29	-12.71	8.18
每股收益（元）	0.91	0.79	0.86
市盈率（倍）	15.82	17.57	16.14



福田汽车（600166）：结构调整，盈利提升

■ 公司概况

- 国内最大的商用车企业，300亿元的销售规模，主要产品包括轻卡、重卡、客车等

■ 投资亮点

- 调整产品结构，降低低端业务的比例
- 康明斯发动机项目建成达产，核心零部件外购的情况将逐步改善，提升轻卡等产品性能
- 中重卡业务整体与戴姆勒公司合资，将提升技术
- 新能源客车订单在握，已经量产

福田汽车（600166）：结构调整，盈利提升

■ 投资评级

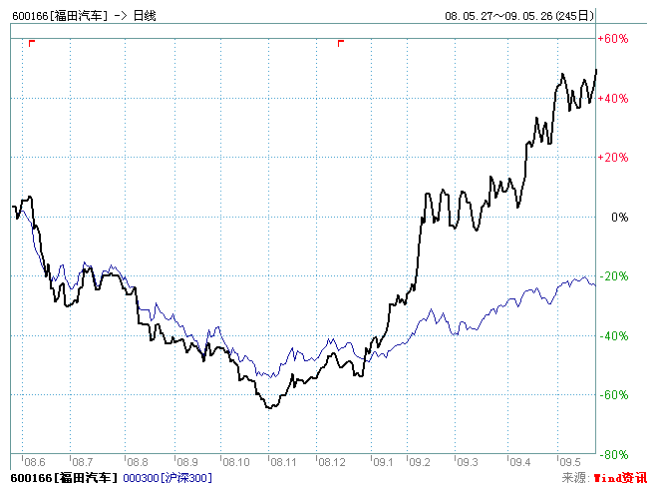
■ 增持

■ 风险揭示

- 合资项目进展不顺利
- 国III排放标准执行力度和后果存在不确定性
- 产销规模低于预期

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	300.69	266.29	243.51
增长比率（%）	7.91	-11.44	-8.55
净利润（亿元）	3.45	4.94	5.59
增长比率（%）	-10.93	42.92	13.16
每股收益（元）	0.38	0.54	0.61
市盈率（倍）	29.36	23.67	20.95



福耀玻璃（600660）：卸下包袱，轻装上阵

■ 公司概况

- 国内最大、全球第四的汽车玻璃供应商，经过业务结构调整后将轻装上阵，业绩表现也将逐步恢复至金融危机前水平

■ 投资亮点

- 对部分浮法玻璃生产线进行放水停产或打包出售，卸下低效资产包袱，有效提升毛利率水平
- 受益于国内汽车产销量增长，特别是微车销量的快速增长，国内OEM收入增长良好
- OEM出口订单稳定，保持增长
- 继续加强国内AM市场的营销力度

福耀玻璃（600660）：卸下包袱，轻装上阵

■ 投资评级

■ 增持

■ 风险揭示

- 国外汽车销售不见复苏
- 国内汽车销量低于预期
- 原材料价格大幅波动

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	57.16	54.27	61.73
增长比率（%）	10.67	-5.07	13.74
净利润（亿元）	2.46	5.46	9.04
增长比率（%）	-73.17	122	65.63
每股收益（元）	0.12	0.27	0.45
市盈率（倍）	64.25	29.22	17.53



中鼎股份（000887）：橡胶零部件行业龙头

■ 公司概况

- 国内汽车橡胶零部件供应商的领头羊，产品包括橡胶密封圈、橡胶减震器和胶管等，综合市场占有率在**25%**以上

■ 投资亮点

- 行业龙头，受益于进口替代趋势
- 具有技术和成本优势
- 多元化发展
- 资产整合基本完成
- 橡胶价格处于低位

中鼎股份（000887）：橡胶零部件行业龙头

■ 投资评级

■ 增持

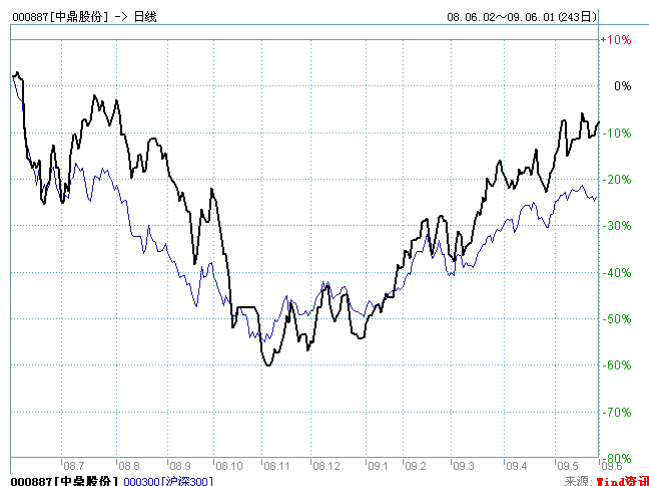
■ 风险揭示

■ 非汽车业务订单波动

■ 橡胶价格大幅波动

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	10.25	16.81	17.73
增长比率（%）	64.03	63.92	5.51
净利润（亿元）	1.33	2.30	2.55
增长比率（%）	36.40	72.07	10.82
每股收益（元）	0.38	0.65	0.72
市盈率（倍）	29.93	19.54	17.64



宇通客车（600066）：未来盈利看销量

■ 公司概况

- 国内客车行业龙头之一，产品主要以中高档客车为主，在客运客车领域实力强劲，在旅游客车和公交客车领域也有较强竞争力

■ 投资亮点

- 销量下滑幅度逐月收窄
- 一季度毛利率同比上升
- 出口业务是关键，预计年内执行古巴订单
- 获得所得税优惠

宇通客车（600066）：未来盈利看销量

■ 投资评级

■ 增持

■ 风险揭示

- 客车市场持续低迷
- 出口市场大幅萎缩
- 原材料价格大幅波动

盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入（亿元）	83.36	70.17	78.41
增长比率（%）	3.51	-15.82	11.75
净利润（亿元）	5.31	3.7	4.23
增长比率（%）	37.56	-30.26	14.1
每股收益（元）	1.02	0.71	0.81
市盈率（倍）	12.09	17.38	15.23



免责条款

■ 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅**10%**以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅**10%**至**-10%**之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅**10%**以上。

■ 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅**15%**以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅**5%**至**15%**；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅**-5%**至**5%**；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅**5%**以上。

■ 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。



谢 谢

中原证券研究所联系人：马钦琦

电话：021-50585908 传真：021-50587779

地址：上海浦东世纪大道1600号浦项商务广场18F

邮编：200122