

汽车、机械行业

2009 年汽车行业下半年投资策略

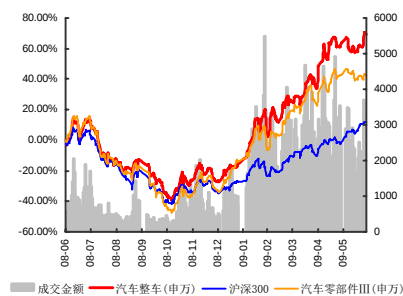
——政策刺激下需求反弹，行业景气不断攀升

2009 年 6 月 30 日

行业研究/深度研究

相关研究：

行业一年股价表现：



资料来源：wind

执笔人

白宇

baiyu@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

● **行业基本面：**汽车行业需求在政策刺激下反弹，增长将会持续。轿车在政策刺激和经济回暖的双重因素作用下将会进入第二个进入家庭的高增长阶段；重卡下半年在固定资产投资、房地产投资、大宗商品需求恢复的情况下将出现复苏；大、中客车需求短期处于低谷，但长期空间仍然巨大。汽车行业企业经营环境处于相对较好的状态。

● **主要投资策略：**乘用车子行业关注业绩较为确定公司；重卡子行业下半年恢复值得关注；大中客企业的长期价值已经于低估值不匹配；轻型商用车行业关注分别在高、低端两端产品有较大优势企业；零部件行业关注大汽车集团分离出的核心零部件供应商。

● **股价催化剂：**新的刺激汽车消费政策出台；汽车行业出现有利于行业长期发展的大的兼并重组。

● **风险提示：**原材价格上涨带来盈利压力；原油价格上涨抑制需求。

主要覆盖上市公司投资评级：

公司	EPS(元)		PE		PB		ROE		评级
	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	
长安汽车	0.21	0.26	40	32	2.5	2.4	6.24%	7.20%	中性
上海汽车	0.59	0.84	26	18	2.9	2.8	10.88%	15.04%	增持
一汽轿车	0.86	0.90	18	17	3.0	2.7	16.60%	15.56%	买入
中国重汽	1.16	1.34	19	17	3.0	2.6	16.39%	15.90%	增持
潍柴动力	2.49	2.67	14	13	2.8	2.3	20.80%	18.40%	买入
金龙汽车	0.47	0.47	19	19	2.6	2.3	13.21%	11.95%	中性
宇通客车	1.03	1.10	12	11	3.4	3.0	27.73%	25.97%	买入
东风汽车	0.22	0.22	22	21	1.8	1.7	8.03%	8.03%	中性
福田汽车	0.65	0.68	21	21	3.4	3.0	15.82%	15.33%	增持
江铃汽车	0.95	1.02	16	15	2.6	2.3	17.57%	16.40%	买入
华域汽车	0.50	0.52	17	16	N/A	N/A	N/A	N/A	买入
宁波华翔	0.44	0.51	22	19	3.7	3.1	16.61%	16.38%	增持
万向钱潮	0.26	0.28	29	27	4.6	4.0	15.29%	14.42%	中性
威孚高科	0.46	0.47	24	23	2.5	2.5	10.42%	10.63%	中性
一汽富维	1.02	1.14	14	13	1.9	1.6	14.02%	13.52%	买入
银轮股份	0.65	0.75	20	18	2.2	2.0	11.26%	11.73%	增持
中鼎股份	0.52	0.60	19	17	6.9	5.2	27.91%	24.31%	增持



投资概要

我们对汽车行业基本面的看法及投资策略主要围绕解决三个问题来展开：

Q1：汽车行业 09 年以来的高增长能否持续，未来需求前景如何？

A1：我们认为 09 年以来汽车销量的高增长主要是 08 年末政府推出的各项刺激汽车消费政策催化下的需求恢复，需求恢复将持续。细分车型来看，我们认为**轿车需求增长将持续**：首先，作为典型的可选消费品，轿车需求在 08 年受到压抑后在 09 年开始释放，短期这种作用将持续；其次，轿车经销商、生产商库存仍然处于低位，回补库存依然存在；最后，根据我们对 GDP、居民收入和百人轿车保有量的回归预测，目前我们轿车销量已经进入第二个高速增长阶段，到 2015 年有望保持年均 16% 的增长。我们认为**重卡下半年复苏的确定性较高**：首先，宽松的财政政策将会继续，这为重卡恢复正增长提供了良好的宏观背景；其次，固定资产投资将会持续高增长，而房地产投资的恢复更将为重卡销量恢复添加动力；重卡是大宗商品如水泥、煤炭、钢材等产品的主要物流运输工具，而各类大宗商品产销在下半年增长确定。

Q2：汽车企业在需求恢复的情况下，经营状况如何？

A2：我们的观点是经营环境持续向好，行业景气开始上行。我们的理由是：1）汽车行业主要原材料价格处在相对低位，经营的成本压力较小。2）从产品价格的方面来看，09 年来轿车及载重汽车价格指数走势平稳。3）高端汽车产品有恢复的迹象。4）行业产能利用率大幅度提升。

Q3：在汽车股票二级市场价格普遍较高的情况下，投资策略如何？

A3：我们的观点是虽然价格已高，但部分股票仍有估值优势和业绩提升的可能。我们认为：乘用车子行业 09 年业绩确定性较高，推荐：一汽轿车（买入）、上海汽车（增持）；重卡子行业下半年业绩开始复苏，推荐：中国重汽（增持）、潍柴动力（买入）；轻型商用车方面，我们看好江铃汽车（买入）和福田汽车（增持）这两个高、低端产品生产企业；零部件方面，我们认为背靠一汽、上汽集团两大集团的华域汽车（增持）、一汽富维（买入）更具优势；大、中客方面，我们认为宇通客车的长期价值已经与其目前的低估值不匹配，建议买入。

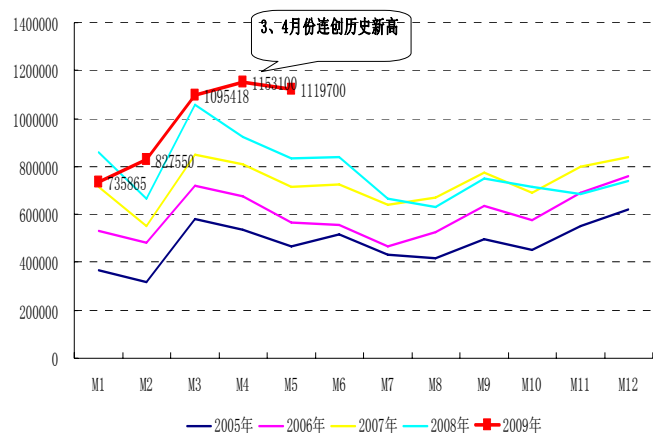
目录

政策作用催化下汽车需求反弹	2
轿车高增长将持续	3
重卡下半年复苏确定性高	6
大中客车行业长期空间仍然广阔，但需求全面恢复要等到 2010 年	9
经营环境持续向好，行业景气开始上行	10
股票选择及投资策略	12
乘用车子行业：业绩最为确定	12
重卡子行业：关注下半年需求复苏	14
轻型商用车：看好高端江铃、低端福田	15
大、中客车：长期价值大，估值低	17
零部件：看好大集团旗下的零部件配套企业	17
重点公司介绍	18
一汽轿车（000800）：稳健增长	18
上海汽车（600104）：双龙影响基本消除，上海通用高增长成亮点	19
潍柴动力（000338）：业绩前低后高，估值优势明显	20
江铃汽车（000550）：主打高端，内涵式增长	21
风险提示：	22

政策作用催化下汽车需求反弹

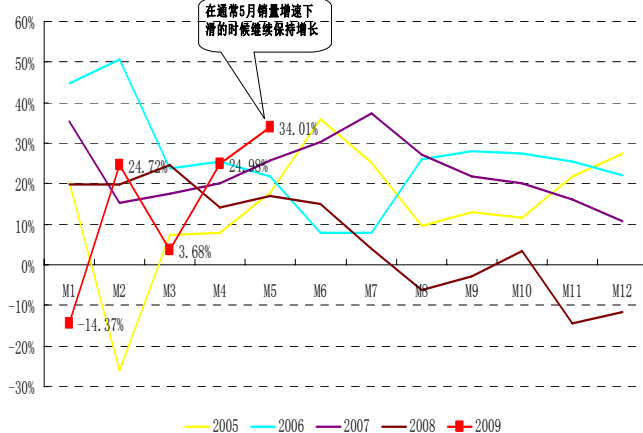
在经历了 08 年下半年低迷行情之后，09 年初汽车需求在政府出台的多项利好政策推动下复苏，汽车整体销量连创历史新高，销量增速从低谷反弹，部分车型如小排量轿车及交叉型乘用车呈现高速增长的局面。截止 09 年 5 月份，我国汽车总销量 493.2 万辆，同比增长 13.7%。从历年的销量图以及销量增速图上来看，与往年销售开始逐渐下滑的趋势不同，09 年 4 月、5 月汽车销量继续延续高速增长，车市需求的反弹的趋势明显。

图表 1：月度汽车销量走势图



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图表 2：月度汽车销量增速走势

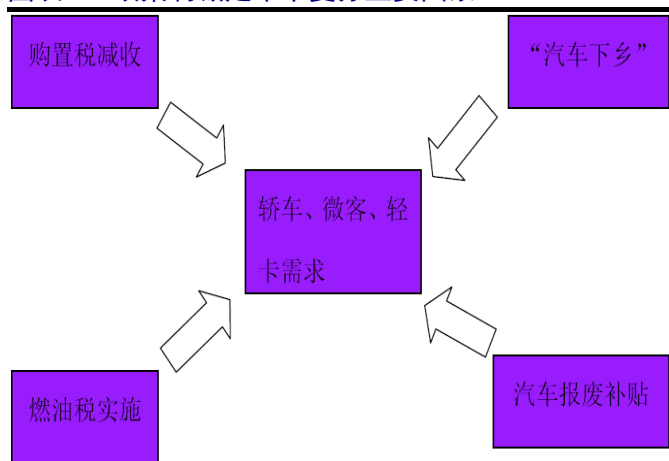


资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

我们认为 09 年上半年汽车销量高速增长最主要特点是政策刺激催化下的需求反弹。08 年下半年以来，在股市大幅度缩水、金融危机影响下低迷经济及就业状况的背景下，乘用车消费，尤其是轿车消费受到了一定程度的抑制。商用车方面，07 年和 08 年上半年的高速增长的压力、房地产、采掘等主要下游行业在 08 年下半年以来的低迷，直接导致其在 08 年 8 月份开始连续出现严重的下滑。

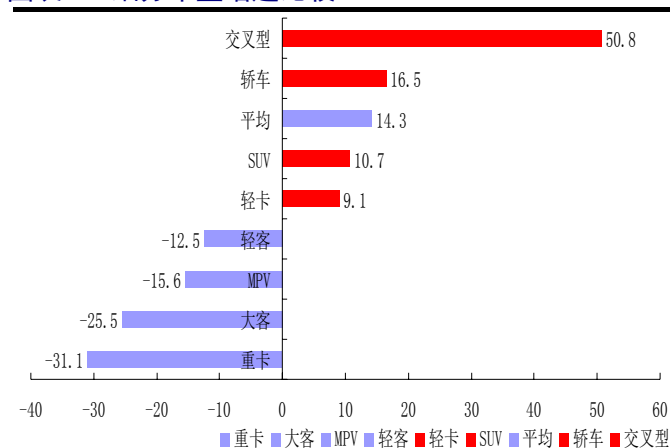
08 年末以来，政府出台了多项汽车产业的利好政策直接催化了汽车需求的复苏。小排量汽车购置税减收、燃油税取代养路费的实行，“汽车下乡”及汽车报废补贴等政策直接刺激了轿车、微客、轻卡的高速增长，这三个车型分别在 09 年 1-5 月份累计同比增长 16.5%、50.8%、9.1%，是本轮汽车高增长的主要车型。而汽车未受政策直接刺激的细分车型则销量继续保持下滑，重卡、大客 1-5 月同比分别下滑 31%、26%。

图表 3：政策刺激是车市复苏主要因素



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

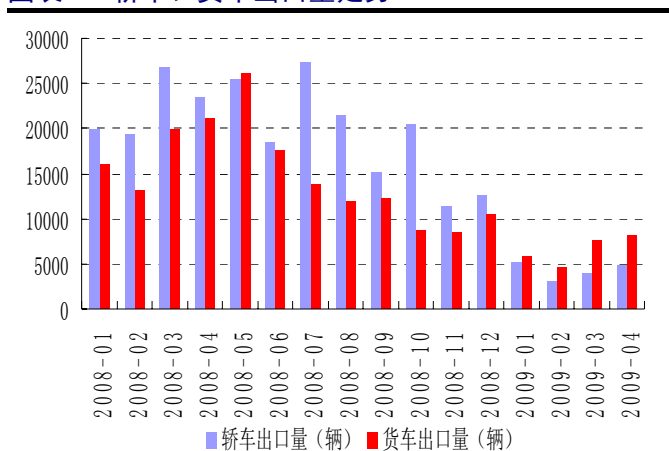
图表 4：细分车型增速比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

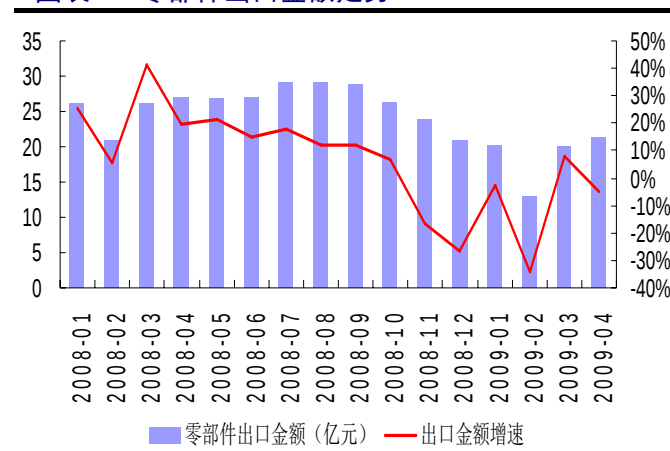
出口方面，海外市场仍然低迷。我国汽车行业最大的两个整车出口品种轿车和货车在 09 年以来仍然处于同比下降阶段，没有明显的恢复迹象。零部件行业相对出现了一定程度的恢复，这在一定程度上也显示了国际汽车市场随着国际经济整体趋稳，这也为我国汽车行业未来的出口市场提供了乐观的信息。

图表 5：轿车、货车出口量走势



资料来源：山西证券研究所

图表 6：零部件出口金额走势

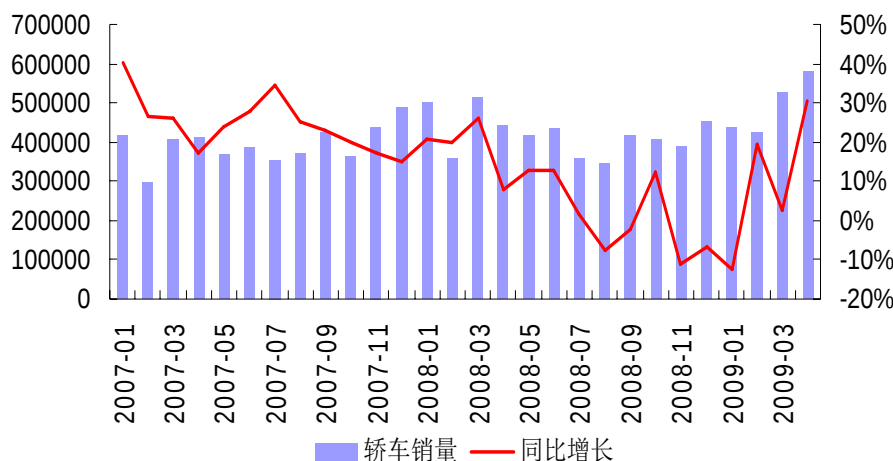


资料来源：山西证券研究所

轿车高增长将持续

作为中国汽车销量占比超过 40%的主力车型，轿车销量在 09 年开始回暖迹象明显。1-5 月份轿车共计销售 255 万辆，累计同比增长 14.2%，从轿车的月度销量图上我们可以看到在 09 年 1 月达到低谷后，轿车增速恢复迅猛。我们认为在接下来的 6-9 月份，轿车销量将会季节性的环比下降，但是从同比增速来看，轿车销量仍然将会保持高增长，我们预计今年全年轿车销量有望增长 15%，我们的判断主要基于下面几个原因。

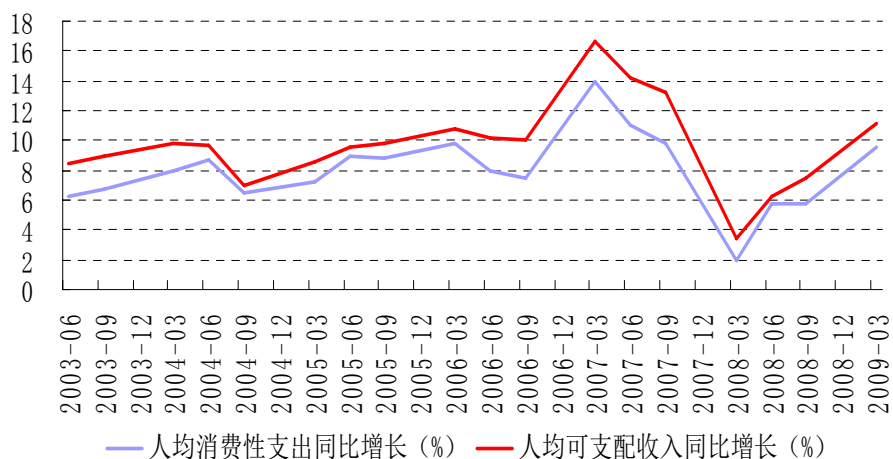
图表 7：轿车月度销量及同比增长



资料来源：山西证券研究所

◆ 作为典型的可选消费品，轿车销量与居民实际可支配收入水平密切相关。较高的 CPI 水平使得 08 年全年居民收入实际增长水平处于较低的水平，随着 08 年末 CPI 逐步回落到负增长阶段，居民收入水平增长在 09 年一季度再次回到两位数的增长水平，这也使得 08 受到压抑的轿车需求在 09 年进一步释放，短期需求将持续。

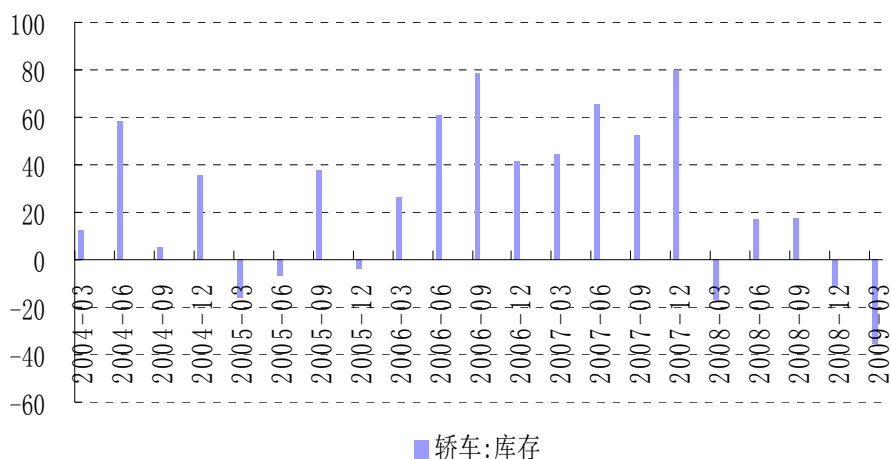
图表 8：人均可支配收入与人均消费支出走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

◆ 轿车库存仍然处于低位，回补过程将会继续，因此轿车产销大幅度下滑的可能性很小。从累计库存的角度来看，目前轿车库存相比 07 年高景气年份相比仍然有很大差距，我们对轿车及整个行业的判断基本是行业景气将不断回升，因此轿车库存将不断的增长，带动汽车产销的增长。

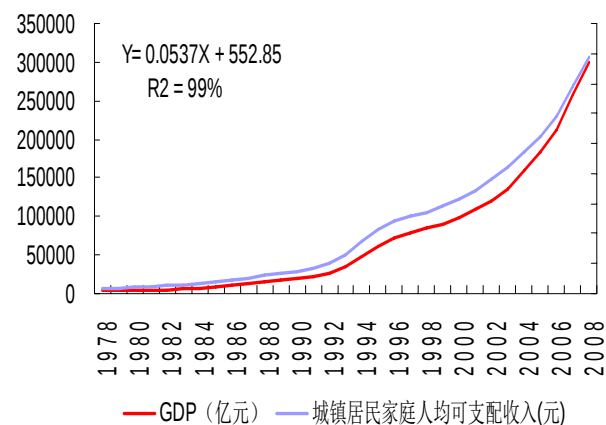
图表 9：轿车库存走势



资料来源: WIND 资讯, 山西证券研究所

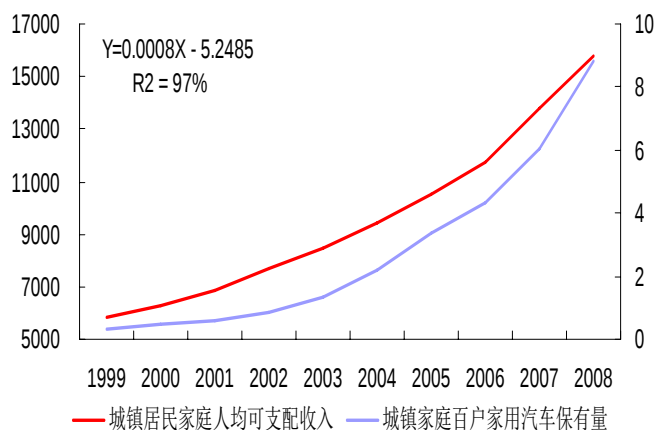
◆ 从中长期的角度来看,我国正在进入第二次轿车消费的高增长阶段。基于宏观经济、居民收入水平增长的模型预测显示,我国百户家庭家用轿车保有量到 2015、2020、2025 年将分别达到将分别达到 19、30、44 辆,对应着家用轿车保有量年均 16%、8%、7%的增长。因此我们认为我国经济的持续健康发展将会带动我国轿车销售的增长

图表 10：GDP 与城镇居民可支配收入相关性分析



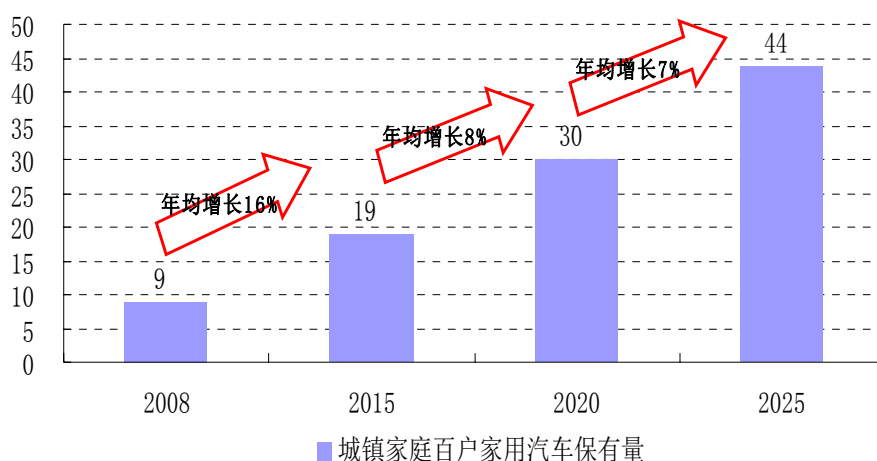
资料来源: 山西证券研究所

图表 11：百户汽车保有量与城镇居民可支配收入相关性分析



资料来源: 山西证券研究所

图表 12：回归预测得到的城镇百户家庭汽车保有量增长趋势图

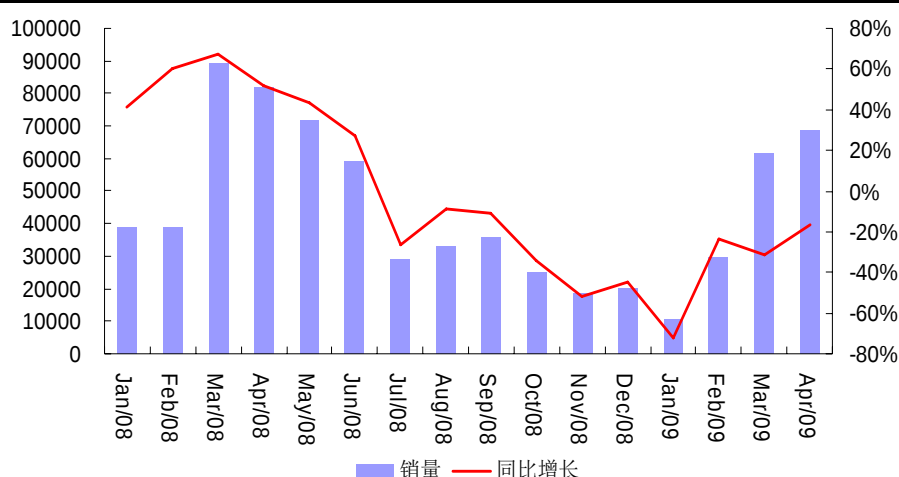


资料来源：山西证券研究所

重卡下半年复苏确定性高

作为投资品的重卡在 08 下半年受经济下滑、工业增加值增速回落、下游房地产行业投资增速大规模下降等因素影响，销售业绩大幅度下滑。09 年初以来，随着国家大规模基建投资带动的固定资产投资规模恢复，以及在宽松的货币政策作用下工业增加值的增加，重卡销量开始从谷底回升，虽然仍处在增速负增长阶段，但是环比回升趋势明显。我们认为重卡以及商用车行业下半年将会恢复正增长，成为行业下半年的亮点，我们预计全年来看重卡销量仅会同比下降 8%，低于行业预期，我们的判断基于以下的原因。

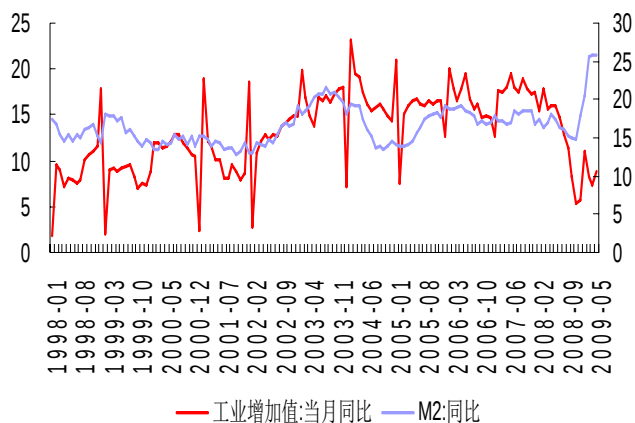
图表 13：重卡销量及同比增长



资料来源：山西证券研究所

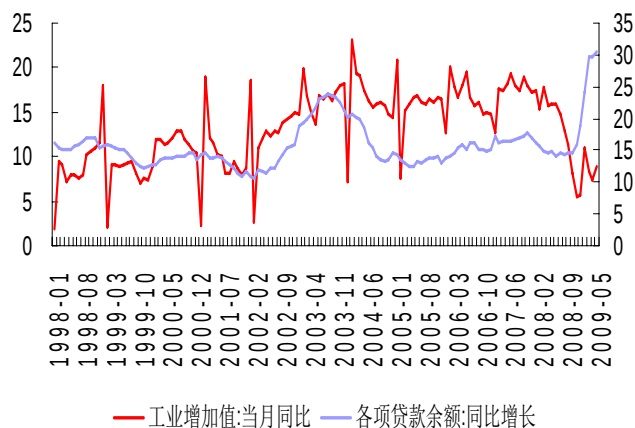
◆ 宽松的财政政策将会继续，从图 14 和图 15 中我们可以看到货币政策因素对工业增加值有着较强的作用，因此在宽松的财政政策带动下，工业增加值等宏观经济指标将会持续向好，这为重卡恢复正增长提供了良好的宏观背景。

图表 14：工业增加值与 M2 走势比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

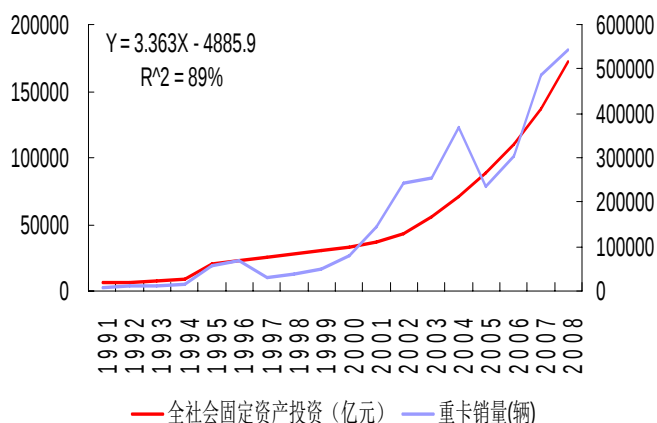
图表 15：工业增加值与贷款余额增速比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

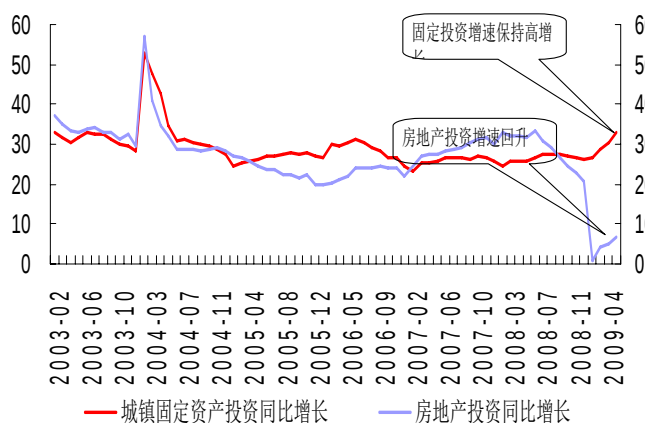
◆ 固定资产投资将会持续高增长，国家的大规模基建计划在下半年也许不会像上半年那样爆发式增长，但其增长仍然会持续，而房地产固定资产投资也在近期出现了回升的迹象。重卡销量与固定资产投资密切相关，尤其是房地产投资，根据山西证券宏观经济分析员的分析，未来固定资产投资速度会有所放缓但仍然会保持较高水平。这将极大程度的拉动重卡销量。

图表 16：固定资产投资与重卡销量相关性分析



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 17：固定资产投资增速走势分析

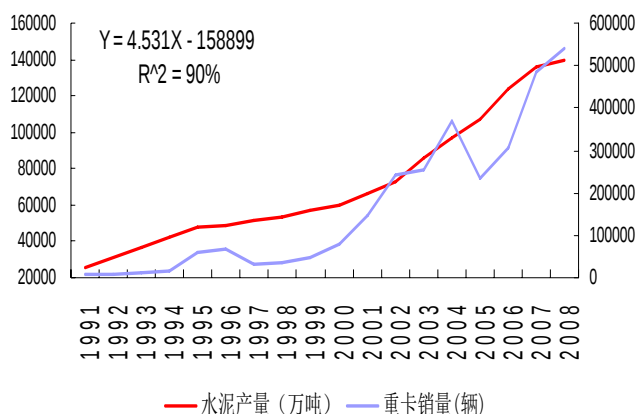


资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

◆ 重卡是大宗商品如水泥、煤炭、钢材等产品的主要物流运输工具，因此与这些大宗商品的相关性极高（相关系数都在 85%以上）。08 年下半年来这些大宗商品的产量需求都处在低位，09 年以来部分大宗商品的产销都已经开始恢复。

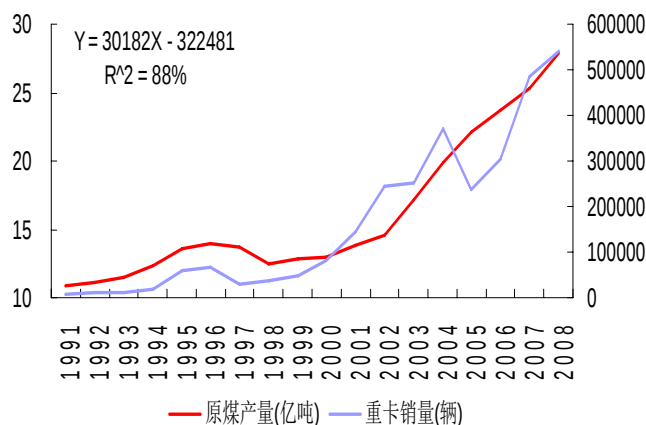
山西证券各行业分析员对原煤、水泥、钢铁等下游行业下半年产量的判断分别是：1) 原煤，随着用煤高峰的到来，下半年山西限产规定有可能松动，原煤产量将会恢复增长，全年预计原煤产量增长 5%-10%；2) 钢铁，国家基建投资正在稳步进行当中，下游行业回暖，钢材产量全年预计增长 5%左右；3) 水泥，在全年固定资产投资增速有望超过 25%的预期下，2009 年水泥产量将可能达到 14.9-15 亿吨，同比增速预计达到 8%-10%。

图表 18：水泥产量与重卡相关性分析



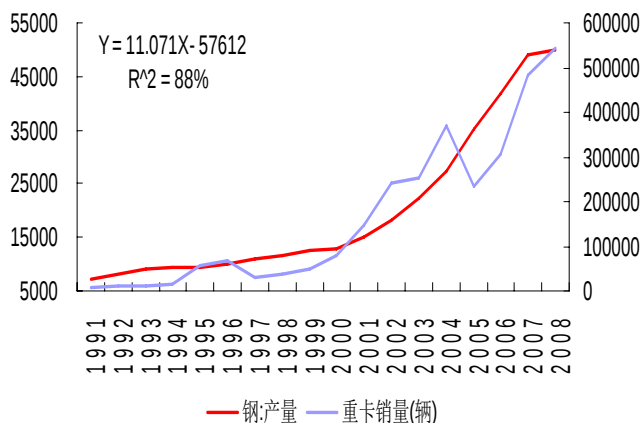
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 19：原煤产量与重卡相关性分析



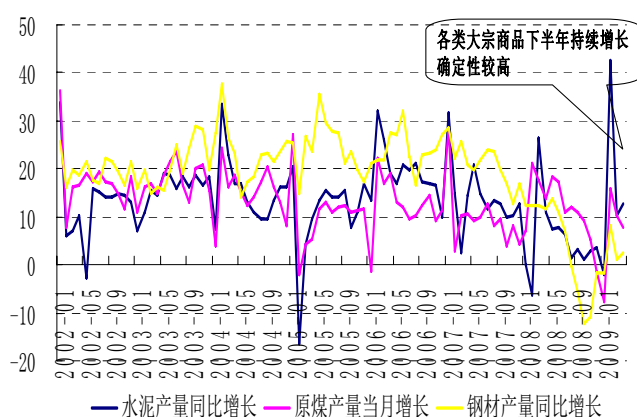
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 20：钢产量与重卡销量相关性分析



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

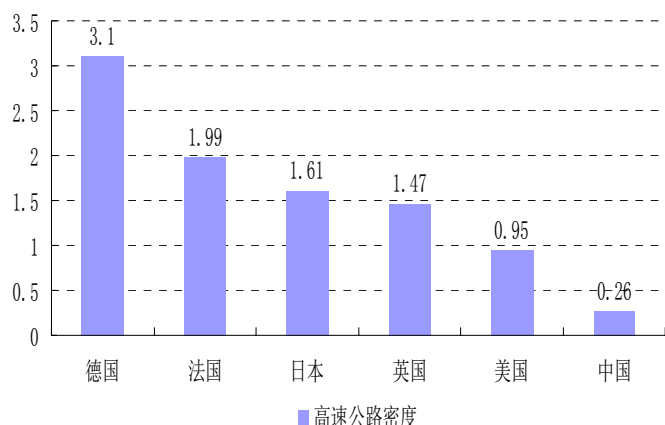
图表 21：大宗商品产量走势分析



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

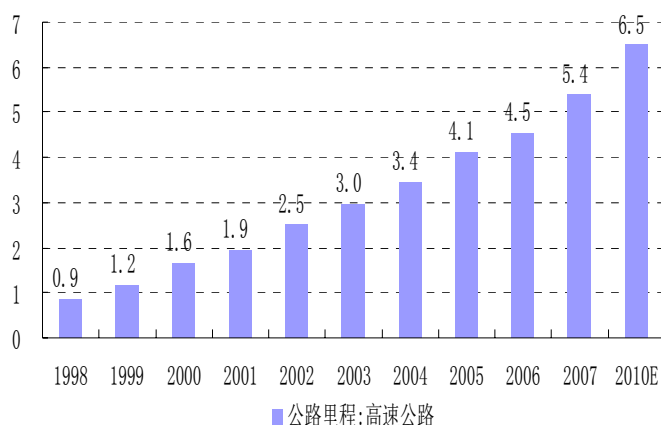
◆ 长期来看，我国重卡仍然有增长的空间，从我国高速公路里程增长的角度来看，目前我国高速公路密度仍然远低于世界其他国家水平，随着我国高速公路里程、覆盖密度的增加、整体经济增长，重卡作为具有最具有燃油、运输经济性的公路运输工具其市场空间将会进一步扩大。

图表 22：世界各国高速公路密度比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 23：我国高速公路里程增长及预测

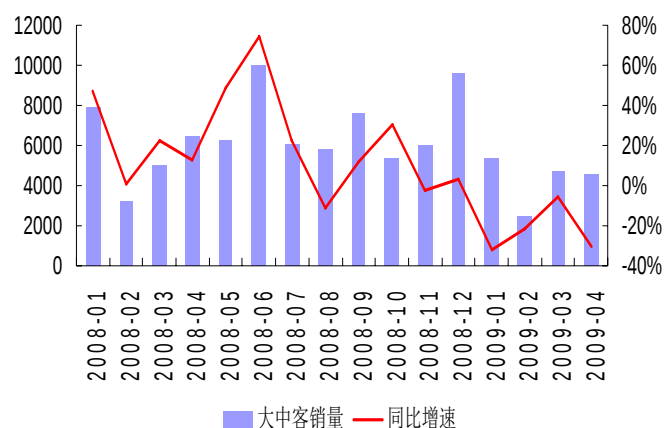


资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

大中客车行业长期空间仍然广阔，但需求全面恢复要等到 2010 年

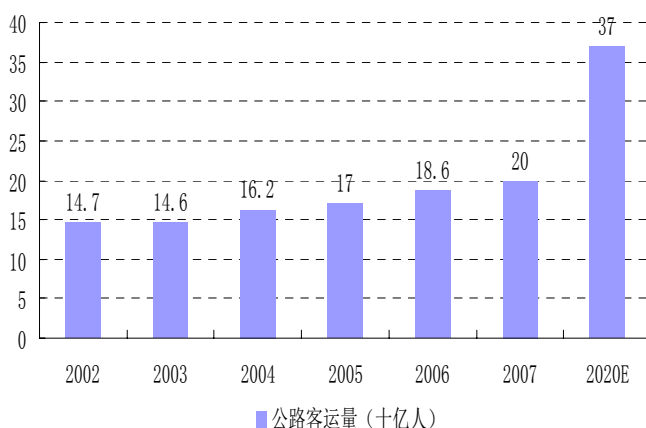
大中客车仍然处于低迷当中，07 年以来的大中客持续高增长使得目前的大中客车新增需求大幅度下滑，城市公交、出口受到冲击较大，目前旅游消费也仍然处于低迷阶段，仍然有待恢复，因此我们对大中客的在 09 年的增长不乐观，但同时我们认为中国大中客行业的国际竞争力强劲，未来随着世界经济的回暖，中国大中客出口必将恢复，从而带动行业整个需求的回暖。此外，从长期来看，我国旅游和公共交通与世界其他国家相比仍然有很大差距，发展前景广阔，大中客长期需求空间仍然广阔。

图表 24：大中客销量走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 25：公路客运量走势及预测



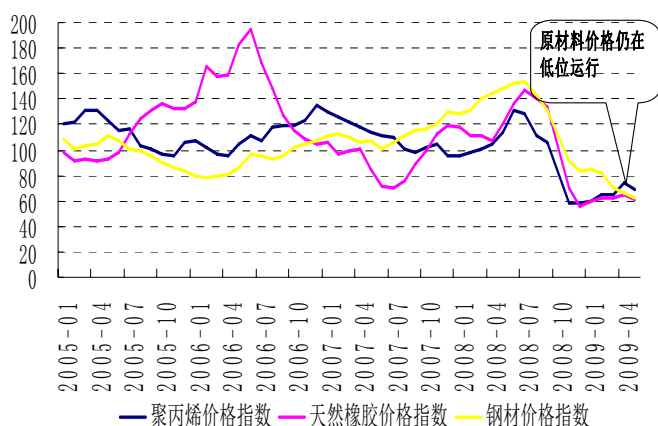
资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

经营环境持续向好，行业景气开始上行

在需求恢复的同时，汽车行业整体经营环境也开始好转。我们认为影响汽车行业盈利水平的主要因素为：1) 成本价格；2) 产品价格；3) 产品结构；4) 产能利用率。分析这四个方面的影响，我们会发现汽车行业正处在景气上升的阶段。

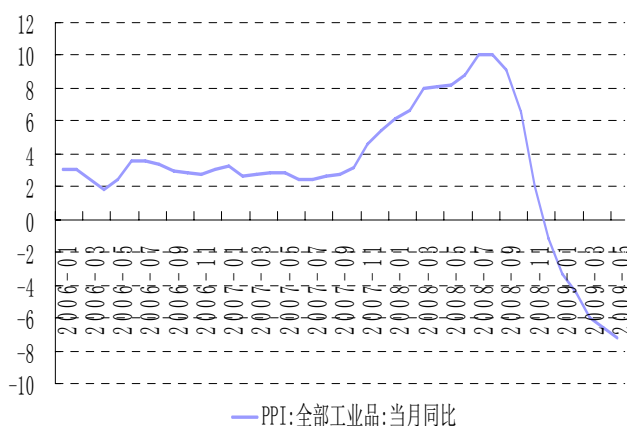
◆ 从成本的角度来说，目前汽车行业主要原材料价格处在相对低位，我们预计09年这些原材料价格波动幅度不会很大。

图表 26：汽车行业主要原材料价格走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

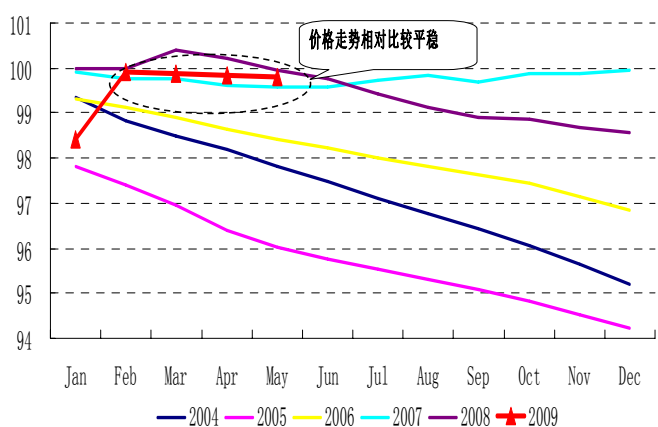
图表 27：PPI 走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

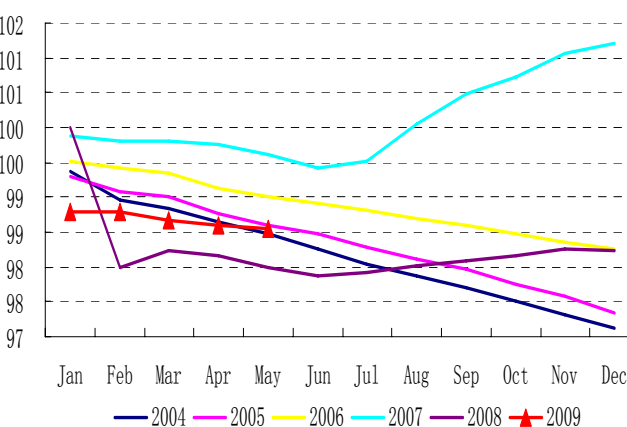
◆ 从产品价格的方面来看，09 年来轿车及载重汽车价格指数走势平稳，下滑状况比前几年都要好，这在降价是常态的汽车行业并不常见。

图 28：历年轿车价格指数走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

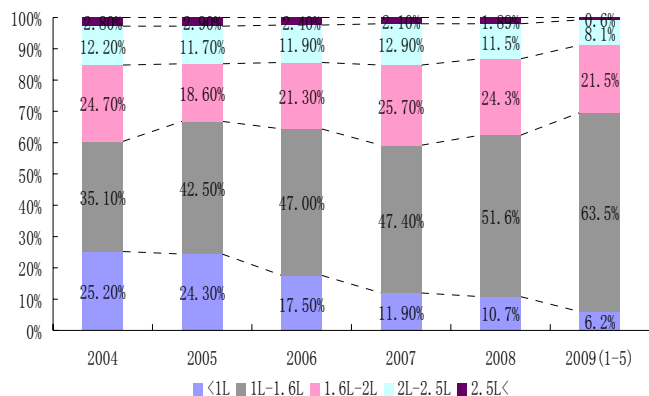
图 29：历年载重车价格走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

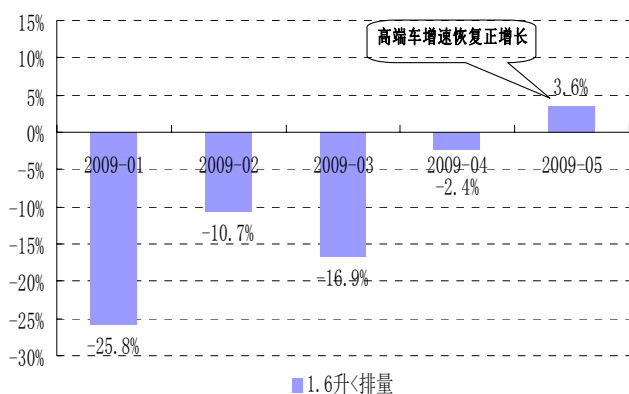
◆ 轿车行业产品结构近恶化。1.6L 排量以下车型占比越来越高，这一部分影响了轿车生产企业的利润水平，进入 09 年以来小排量购置税的减收更是促成了 1-1.6L 车型的火爆，目前，1-1.6L 车型的销售总占比已经达到了轿车总销量的 63.5%。我们认为，无论是从短期还是长期来看，小排量轿车都将会是中国轿车市场的主流，因此短期内车型结构恶化的势态将会继续。但是同时我们认为，1-1.6L 车型将会更大的侵占 1L 以下排量、利润更小的车型，而相对高端的车型市场在未来将会恢复。同时，我们相信汽车厂商会通过增加附加设备等方法来相对的提高小排量车型的利润水平。因此，我们认为产品结构恶化对轿车企业利润的冲击不如想象当中严重。此外，随着股市、经济的复苏，居民财富效应又开始显现，高端轿车近期出现了回复迹象。

图表 30：轿车销量分排量趋势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

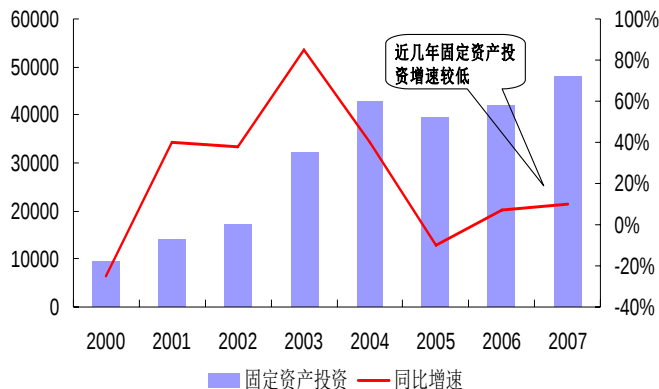
图表 31：高端轿车出现恢复迹象



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

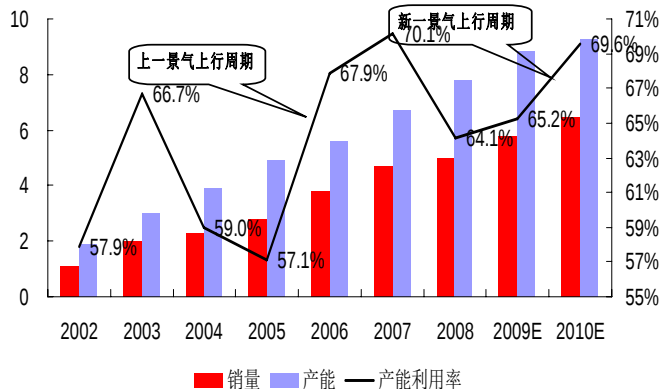
◆ 从行业产能利用率的角度来看，2006-2008 年之间，汽车行业固定资产投资速度保持平稳，在未来两年，行业产能增长幅度不大，因此在行业需求回暖情况下，未来两年汽车行业产能利用率将会维持较高水平，从而带到行业进入下一个景气上行阶段。

图 32：05-07 年汽车行业固定资产投资保持低速



资料来源：山西证券研究所整理

图 33：汽车行业产能利用率走势

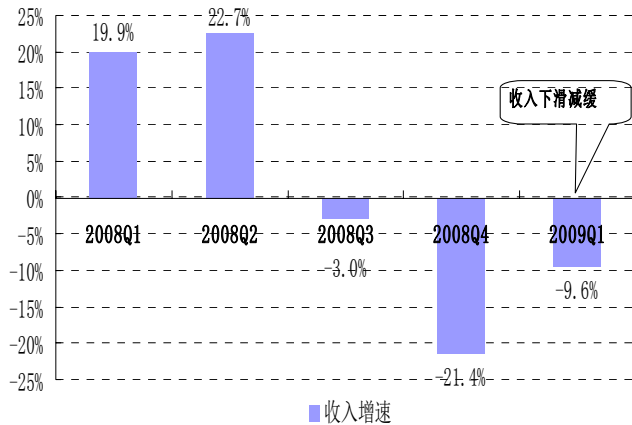


资料来源：山西证券研究所整理



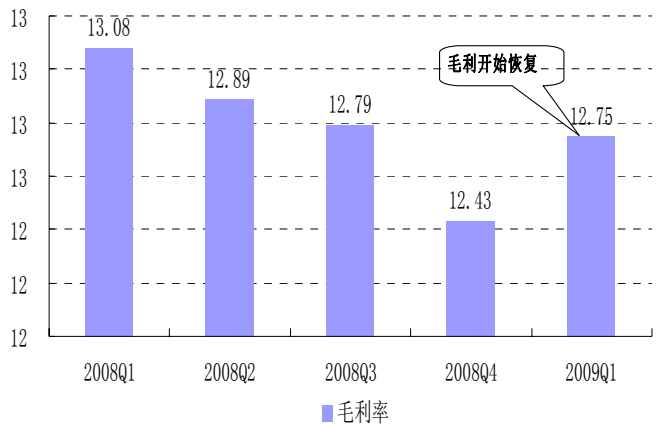
◆ 综合来看，我们认为未来汽车行业的景气趋好，行业收入、毛利、利润将会逐步提升。事实上，从各家上市公司的一季报来看，收入、毛利已经开始恢复。

图 34：汽车上市公司净利润增速走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图 35：汽车上市公司毛利走势



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

股票选择及投资策略

乘用车子行业：业绩最为确定

目前我们关注的乘用车子行业当中的上市公司包括：**上海汽车 (600104)**、**长安汽车 (000625)**、**一汽轿车 (000800)**。细分来看，上海汽车与长安汽车作为四大汽车集团企业，旗下乘用车覆盖了轿车和交叉型乘用车两大类；一汽轿车作为一汽集团的自主品牌平台，主要生产 1.6L 排量以上较为高端的轿车产品。这三家公司是目前中国乘用车行业的领军企业，09 年以来受益于汽车需求在政策催化下回暖，这三家企业的销量复苏迹象明显，但具体情况各不相同。

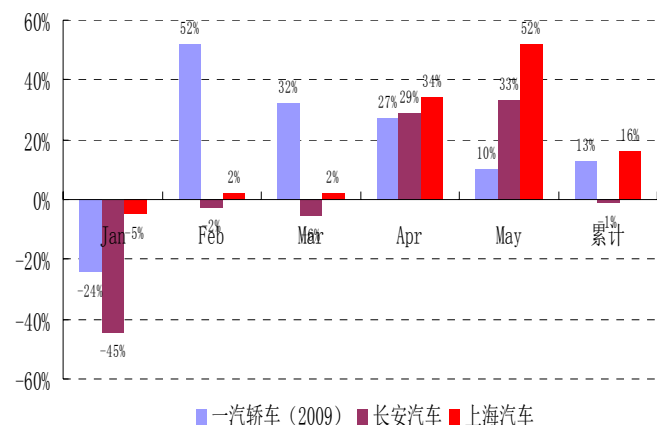
上海汽车旗下的上海大众、上海通用以及本部乘用车在经历了一季度低迷后 4 月份开始快速恢复。**上海通用新车型的推出大大的推动了上海汽车销量的增加，09 年下半年上海汽车预计推出的新产品较多，因此销售前景看好。另外，公司未来推出的新轿车车型当中以 B 级轿车为主，利润较高，因此我们相对更为看好公司未来盈利。**

一汽轿车销量出现下滑，由于 08 年一汽轿车销售成绩优秀，因此 09 年一汽轿车销量增速面临较大的压力。**但我们认为新马 6 及 1.6L 奔腾的推出将为一汽轿车业绩增长带来动力，我们预计一汽轿车 09 年全年汽车销量增加有望保持 15% 的增长。**

长安汽车方面，公司的高端汽车销量恢复并不明显，但公司的交叉型乘用车销量却大幅度增长，公司的交叉型乘用车销售在 09 年前五个月累计增加 56%。

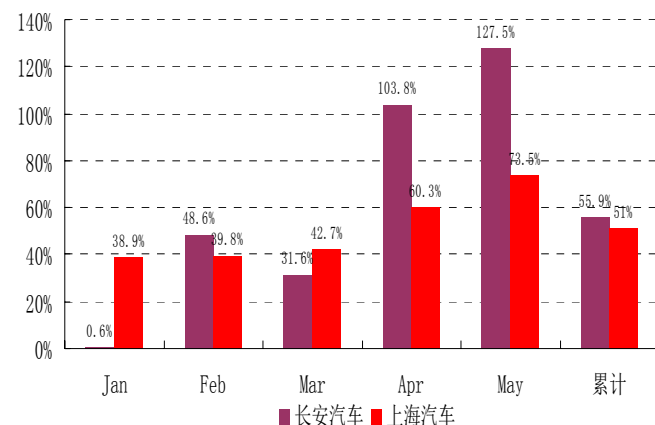
我们预计长安汽车轿车型乘用车在09年销量累计会有40%以上的增长，而旗下的长安福特马自达和长安铃木会有5%的销量增长。

图表 36：乘用车上市公司高端轿车增速比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

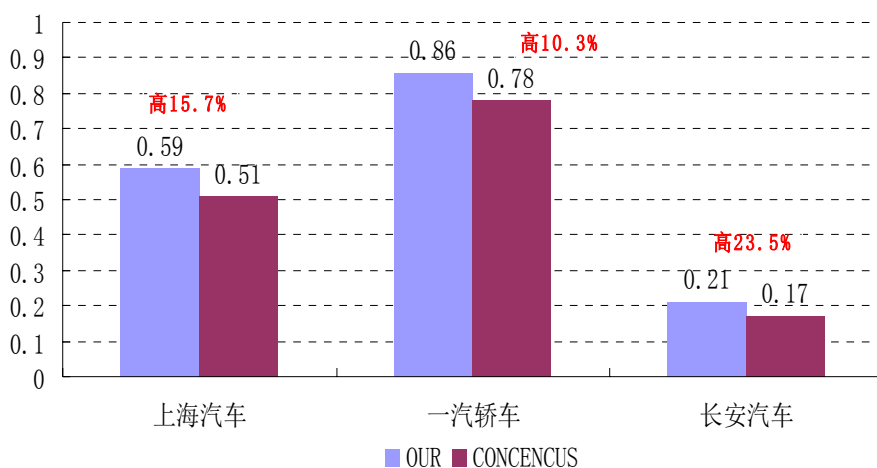
图表 37：乘用车上市公司交叉型乘用车增速比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

业绩和估值方面，我们对乘用车板块这三家企业的 EPS 预测高于市场的平均预期。我们对三家公司业绩预测对应的 09 年动态 PE 为：长安汽车（40）、上海汽车（26）、一汽轿车（18）。一汽轿车估值偏低，而上海汽车作为中国汽车龙头估值也应享受更高溢价，我们对这两家公司的评级分别为：买入、增持。

图表 38：乘用车公司业绩预测与其他机构预测值比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 39：乘用车公司估值比较

公司	CP	收入增长		归属母公司利润增长		EPS (元)		PE		PB		ROE		评级
		2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	
长安汽车	8.410	30.00%	10.00%	1937.34%	21.68%	0.21	0.26	40	32	2.5	2.4	6.24%	7.20%	中性
上海汽车	15.410	3.00%	8.00%	488.68%	43.12%	0.59	0.84	26	18	2.9	2.8	10.88%	15.04%	增持
一汽轿车	15.620	20.00%	15.00%	14.85%	5.17%	0.86	0.90	18	17	3.0	2.7	16.60%	15.56%	买入

资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理



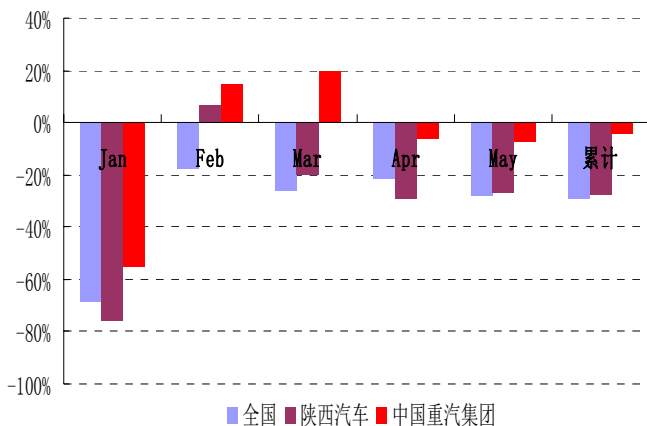
重卡子行业：关注下半年需求复苏

目前我们关注的重卡行业公司为：**中国重汽 (000951)**、**潍柴动力 (000338)**。中国重汽是目前中国重卡市场上的市场占有率最高的企业，而潍柴动力是中国最大的重卡发动机、变速箱提供商，同时旗下的陕西汽车同时是目前市场占有率排名第四的重卡整车制造商。这两个公司是中国商用车上市公司中资产最为优质的企业。

09 年以来，在整个重卡行业销量下滑 30% 的情况下，中国重汽集团重卡销量仅仅下滑 4%，表现大幅度超越行业水平。虽然这在 09 年一季度和半年业绩当中并没有太多体现，但我们认为这是中国重汽整车制造水平的体现。**我们认为下半年重卡行业销量将会复苏，中国重汽在 09 年的重卡销量将会有 8% 的增加，市场占有率将会进一步提升，重卡龙头位置将得到巩固。**

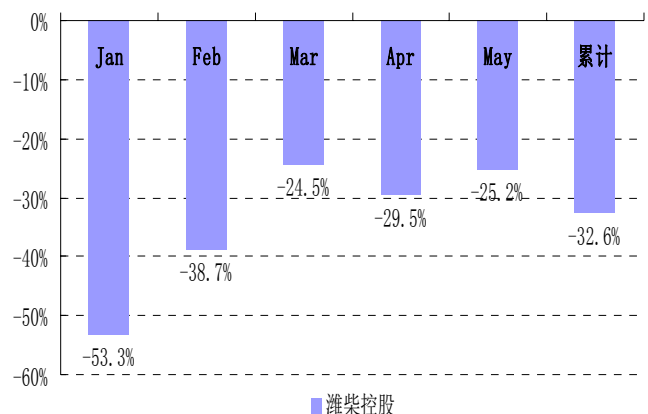
09 年以来，潍柴动力的车用发动机销量情况不甚乐观，前五个月累计下滑 33%。但公司工程机械类发动机销售比较良好，由于公司在装载机发动机设备有超过 80% 以上的市场，因此 09 年以来装载机销量的热销弥补了公司车用发动机销量下滑方面的影响。公司旗下的陕西汽车销量表现与行业表现大致相当。**我们认为公司发动机销量在 09 年将会下降 2%，重卡及关键性总成部件销量下降 8%。**

图表 40：中国重汽与潍柴动力重卡销量比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

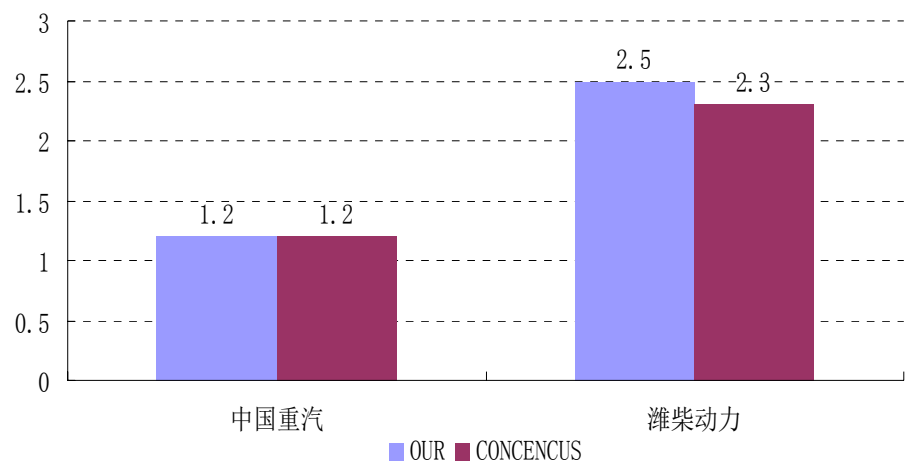
图表 41：潍柴动力旗下车用发动机销量增长



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

业绩和估值方面，虽然我们认为中国重汽的业绩与其他机构预期相似，而对潍柴动力的预测稍高于其他机构平均。在我们的业绩预测水平下，这两家公司 09 年的动态 PE 分别为：19、14。我们对中国重卡行业的长期前景看好，同时我们认为中国重汽、潍柴动力都是十分优秀的企业，应享有一定的估值溢价。我们认为目前的动态估值水平已经远远低于公司价值，因此我们给予这两家公司增持和买入的评级

图表 42：重卡公司业绩估值机构预测比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 43：重卡企业估值比较

公司	CP	收入增长		归属母公司利润增长		EPS(元)		PE		PB		ROE		评级
		2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	
中国重汽	22.470	-5.00%	10.00%	3.22%	15.41%	1.16	1.34	19	17	3.0	2.6	16.39%	15.90%	增持
潍柴动力	35.340	-7.12%	9.81%	7.33%	7.18%	2.49	2.67	14	13	2.8	2.3	20.80%	18.40%	买入

资料来源：山西证券研究所预测

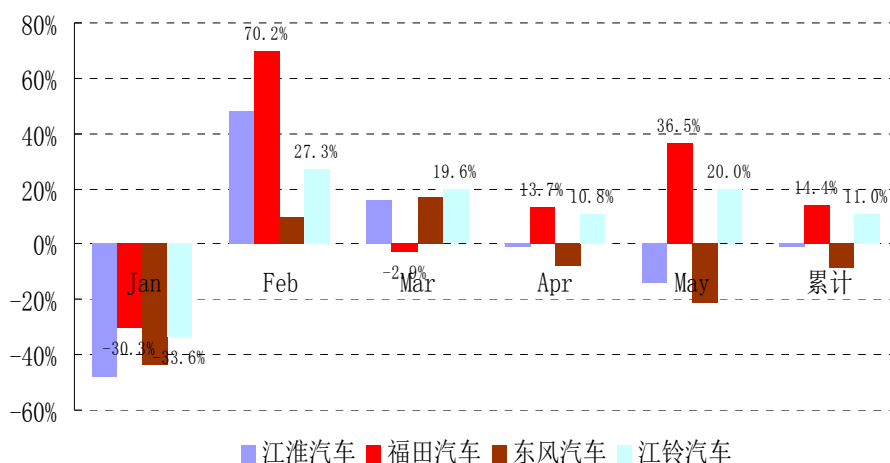
轻型商用车：看好高端江铃、低端福田

在“汽车下乡”政策的催化下，轻型商用车在 09 年上半年复苏明显，我们认为随着“汽车下乡”政策的进一步深化实施，轻型商用车销量在下半年仍将继续保持，但我们认为 09 年的高销量增长会对 10 年轻型商用车的销量增长带来压力。

细分企业方面，江铃汽车和福田汽车这两个高低端轻型商用车的领军企业表现比较出色。1-5 月累计来看，江铃和福田是上市的轻型商用车企业中表现较好的。我们看好江铃汽车高端轻卡未来的增长，江铃汽车的高端轻卡市场下游城市物流运输需求保持相对平稳，而同时“汽车下乡”的政策同样对作用于高端轻卡，这将刺激其有一定的增长。

福田汽车作为中国最大的商用车制造商，其大客、重卡业务在 09 年将有一定的负增长，但公司轻型商用车在上半年表现出众，1-5 月份同比增长 14.4%。公司的微卡销量表现尤其出众，显示了公司自此细分车型领域强大的实力。我们认为公司 09 年公司轻型商用车业务有望增长 25%，在此带动下公司总收入 09 年有望增长 8%。同时，我们认为公司的其他商用车业务在长期来看也有十分强劲的竞争实力，未来增长值得期待。

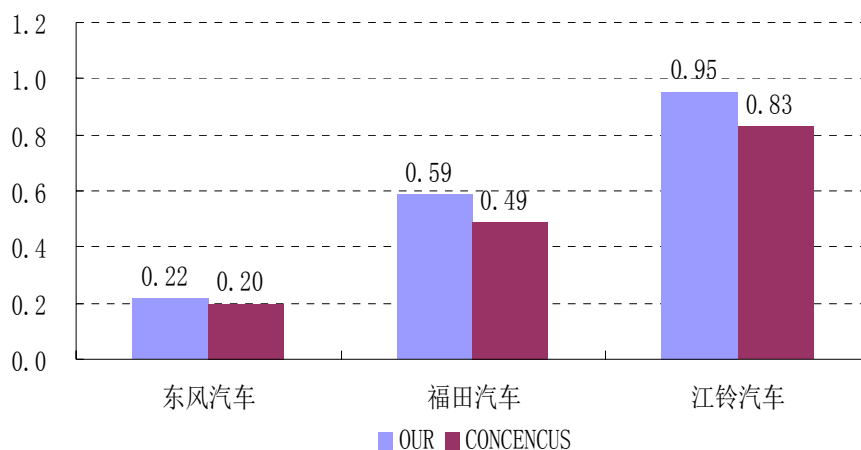
图表 44：主要轻型商用车企业 09 年销量增速比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

业绩和估值方面，我们对东风汽车的业绩估计和市场平均水平相当，但我们对福田汽车和江铃汽车的业绩预测大幅度超越行业平均水平。根据我们的业绩预测东风、江铃、福田三家公司 09 年的动态 PE 分别为：21、21、16，江铃汽车的估值较低，而福田汽车作为国内商用车龙头企业估值也处于较低水平。

图表 45：轻型商用车公司业绩预测与其他机构预测值比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图表 46：轻型商用车公司估值比较

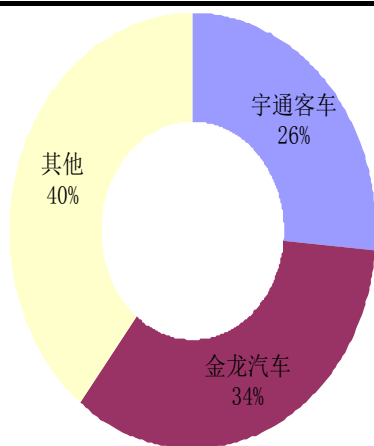
公司	CP	收入增长		归属母公司利润增长		EPS (元)		PE		PB		ROE		评级
		2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	
东风汽车	4.780	11.96%	9.16%	37.75%	3.42%	0.22	0.22	22	21	1.8	1.7	8.03%	8.03%	中性
福田汽车	13.990	7.56%	10.41%	56.46%	9.71%	0.65	0.68	21	21	3.4	3.0	15.82%	15.33%	增持
江铃汽车	14.950	8.00%	10.00%	4.84%	6.84%	0.95	1.02	16	15	2.6	2.3	17.57%	16.40%	买入

资料来源：山西证券研究所

大、中客车：长期价值大，估值低

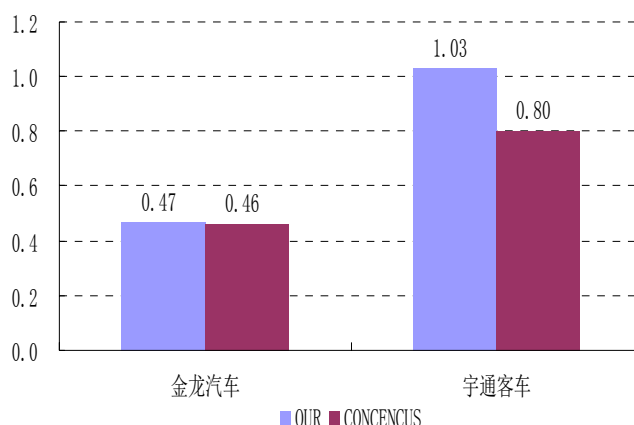
大、中客销量目前仍然处于低迷阶段，但正如上文所述我们对我国大、中客车企业的长期前景表示乐观，更为重要的是目前大、中客车上市公司的估值已经比较低，根据我们队金龙汽车和宇通客车的业绩预测，目前两家公司的动态 PE 分别为，考虑到两家公司在大中客车市场的较高的占有率，我们认为这两家公司的投资价值已经存在，尤其是宇通客车。我们分别给予金龙汽车（增持），和宇通客车（买入）评级。

图表 47：09 年大中客市场占有率情况



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图表 48：大中客公司业绩预测与其他机构预测值比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所

图表 49：大中客公司估值比较

公司	CP	收入增长		归属母公司利润增长		EPS(元)		PE		PB		ROE		评级
		2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	
金龙汽车	8.840	-10.00%	10.00%	5.27%	1.55%	0.47	0.47	19	19	2.6	2.3	13.21%	11.95%	中性
宇通客车	12.390	-5.00%	10.00%	0.93%	6.73%	1.03	1.10	12	11	3.4	3.0	27.73%	25.97%	买入

资料来源：山西证券研究所

零部件：看好大集团旗下的零部件配套企业

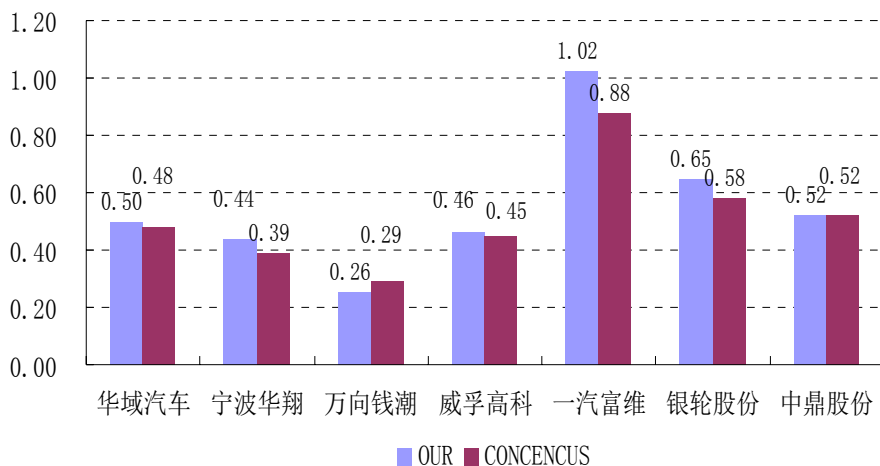
目前，我国零配件行业的组织模式主要是以整车厂商为核心的分级供应商模式，主要的整车厂商都通过合营、合资的方式拥有自己的核心零部件供应商，只有少数的一些独立的零部件供应商，而且除了部分公司外，大部分的独立供应商属于核心整车厂商的二级供应商。因此，在现阶段我们看好大的汽车集团下属的零部件提供商，目前我们覆盖的上市公司中，华域汽车、一汽富维属于此类企业。

另外，在我们覆盖的零部件企业当中，主要供应乘用车部件的企业业绩相对更加确定，而商用车零部件供应商，尤其是重卡零部件供应商的业绩仍然有待于重卡行业销量在下半年恢复后确定。

长期来看，中国零部件供应商的成本优势相比海外零部件厂商仍然巨大，随

着整车制造集团如上海汽车、一汽集团等逐步将核心零部件资产分离，我们认为未来我国将有可能产生诸如德尔福、伟世通、博世这样的大型独立零部件供应商，在世界汽车市场上将会有很大的潜力。

图表 50：零部件公司业绩预测与其他机构预测值比较



资料来源：WIND 资讯，山西证券研究所整理

图表 51：零部件公司估值比较

公司	CP	收入增长		归属母公司利润增长		EPS (元)		PE		PB		ROE		评级
		2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	
华域汽车	8.37	-	14.6%	-	4.5%	0.50	0.52	17	16	N/A	N/A	N/A	N/A	买入
宁波华翔	9.54	12.38%	9.28%	17.7%	17.4%	0.44	0.51	22	19	3.7	3.1	16.61%	16.38%	增持
万向钱潮	7.51	15.00%	15.00%	16.09%	15.04%	0.26	0.28	29	27	4.6	4.0	15.29%	14.42%	中性
威孚高科	10.9	-30.00%	-5.00%	-0.12%	-0.12%	0.46	0.47	24	23	2.5	2.5	10.42%	10.63%	中性
一汽富维	14.3	-10.00%	2.00%	14.33%	11.44%	1.02	1.14	14	13	1.9	1.6	14.02%	13.52%	买入
银轮股份	13.1	2.00%	10.00%	3.25%	14.96%	0.65	0.75	20	18	2.2	2.0	11.26%	11.73%	增持
中鼎股份	10.1	18.00%	15.65%	39.18%	15.11%	0.52	0.60	19	17	6.9	5.2	27.91%	24.31%	增持

资料来源：山西证券研究所

重点公司介绍

一汽轿车（000800）：稳健增长

- ◆ 08 年公司业绩亮丽，大幅度超越行业水平；09 年一季度公司业绩增速有所放缓，但二季度新车型的上市将助推公司继续增长。老款马六销售有所下滑，但新马六的销量前景看好；奔腾 B70 在经历了 08 年全年的高增长后增速趋于缓慢但增速仍高于同级对手；1.6L 的奔腾 B50 受益小排量车购置税减收，销量前景乐观。
- ◆ 主力车型定位高端，较高的毛利水平使得公司盈利能力突出。与行业其他竞

争对手（上海汽车、长安汽车）相比，公司主攻中高级轿车市场，即使是 A 型车奔腾也是同级别中的高端车型，因此公司毛利相对较高。我们认为由于公司 09 年新推出的车型仍然延续了相对其他公司的高端产品路线，因此公司的高毛利水平将继续维持。

- ◆ 公司经营管理水平良好，资产质量不断上升。08 年公司净资产收益率达到 17.6%，较 07 年大幅增加了 8 个百分点。杜邦分析的结果显示，公司 08 年在保持权益乘数平稳的同时，销售净利率由 07 年的 4.1% 上升到 5.4%，而资产周转率从 1.5% 上升到 2.0%。盈利能力和资产管理水平的提高得益于公司较高的管理水平。

图表 52：一汽轿车报表预测（单位：百万）

利润表	2008A	2009E	2010E	资产负债表	2008A	2009E	2010E
营业收入	20245.46	24294.55	29153.46	货币资金	1875.74	2429.45	2915.35
减：营业成本	15747.07	18775.01	22384.24	应收和预付款项	3071.49	2909.92	4264.50
营业税金及附加	986.29	1183.55	1420.26	存货	1294.61	3406.16	2198.27
营业费用	1655.74	2035.48	2442.57	其他流动资产	0.00	0.00	0.00
管理费用	642.13	831.30	1143.32	长期股权投资	711.95	711.95	711.95
财务费用	-74.53	14.96	94.59	投资性房地产	82.21	82.21	82.21
资产减值损失	96.42	0.00	0.00	固定资产和在建工程	2445.02	3515.05	4085.08
加：投资收益	98.85	0.00	0.00	无形资产和开发支出	417.70	672.50	927.29
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	127.21	63.61	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	资产总计	10025.95	13790.86	15184.66
营业利润	1291.20	1454.26	1668.47	短期借款	0.00	460.68	1379.96
加：其他非经营损益	-15.06	-11.92	-11.92	应付和预收款项	3372.70	5774.40	5061.85
利润总额	1276.14	1442.34	1656.55	长期借款	0.00	39.67	235.72
减：所得税	177.17	216.35	248.48	其他负债	34.98	34.98	34.98
净利润	1098.96	1225.99	1408.07	负债合计	3407.68	6309.72	6712.51
减：少数股东损益	11.47	12.80	14.70	股本	1627.50	1627.50	1627.50
归属母公司股东净利润	1087.49	1213.19	1393.37	资本公积	2481.77	2481.77	2481.77
现金流量表	2008A	2009E	2010E	留存收益	2457.65	3307.71	4284.03
经营性现金净流量	1144.08	2231.60	1142.54	归属母公司股东权益	6566.92	7416.99	8393.30
投资性现金净流量	-1241.30	-1810.13	-1310.13	少数股东权益	51.35	64.15	78.85
筹资性现金净流量	-531.92	132.25	653.48	股东权益合计	6618.27	7481.14	8472.15
现金流量净额	-653.96	553.72	485.89	负债和股东权益合计	10025.95	13790.86	15184.66

资料来源：山西证券研究所

上海汽车（600104）：双龙影响基本消除，上海通用高增长成亮点

- ◆ 08 年年报中，上海汽车受旗下双龙汽车破产保护影响，资产减值损失高达 32 亿元，资产损失计提比较充分，我们预计 09 年公司将会再有 9 亿多的计

提，双龙破产对公司业绩的影响基本消除。

- ◆ 今年后半年，公司旗下的上海大众、上海通用有多款高档乘用车推出，如斯柯达昊锐，别克君越等。再加上上半年已经推出的新领驭、新君威、克鲁斯等车型开始逐渐进入销量增长期，我们对公司下半年汽车销量高增长保有信心。另外公司车型结构相对其他轿车生产企业优势明显，新领域、君越等都是有着良好销售业绩 B 级车型，因此公司投资收益增长有保障。
- ◆ 公司旗下通用五菱的交叉型乘用车销量增长也比较强劲，再加上钢铁等原材料价格处于较低水平，因此我们预计今年上海汽车本部的盈利前景也十分良好。此外，我们对公司经营管理水平保持信心，我们认为公司有有能力达到管理费用率下降的目标。综合来看，我们认为公司本部有望较大程度的减亏。

图表 53：上海汽车报表预测（单位：百万）

利润表	2008A	2009E	2010E	资产负债表	2008A	2009E	2010E
营业收入	105406	108568	117253	货币资金	22470	14500	3430
减：营业成本	93235	94947	102542	应收和预付款项	18077	25528	21566
营业税金及附加	790	814	879	存货	7442	11377	8948
营业费用	7190	7704	8320	其他流动资产	6503	6503	6503
管理费用	5376	5428	5863	长期股权投资	21471	27288	34106
财务费用	1517	141	1	投资性房地产	1340	1340	1340
资产减值损失	3229	930	100	固定资产和在建工程	17098	15234	14050
加：投资收益	4489	5818	6818	无形资产和开发支出	3244	3270	3256
公允价值变动损益	301	0	0	其他非流动资产	8390	8383	8376
其他经营损益	180	0	0	资产总计	106035	113421	101574
营业利润	-962	4422	6366	短期借款	4326	0	0
加：其他非经营损益	482	100	100	应付和预收款项	24803	36225	29260
利润总额	-480	4522	6466	长期借款	8279	7053	0
减：所得税	370	15	15	其他负债	30090	30090	30090
净利润	-850	4507	6451	负债合计	67498	73368	59349
减：少数股东损益	-1506	645	923	股本	6551	6551	6551
归属母公司股东净利润	656	3863	5528	资本公积	22202	22202	22202
现金流量表	2008A	2009E	2010E	留存收益	5887	6759	8007
经营性现金净流量	12010	2527	2080	归属母公司股东权益	34640	35512	36760
投资性现金净流量	-4236	-1815	-1815	少数股东权益	3897	4542	5464
筹资性现金净流量	-850	-8683	-11335	股东权益合计	38537	40053	42224
现金流量净额	6697	-7971	-11070	负债和股东权益合计	106035	113421	101574

资料来源：山西证券研究所

潍柴动力（000338）：业绩前低后高，估值优势明显

- ◆ 09 年一季度重卡及装载机分别同比下滑 39.1%和 38.8%，这两个下游行业仍

然处于低谷。不过受益于国家大规模的固定资产投资，重卡及工程机械行业销量都处在环比上升的状态，回暖趋势明显。

- ◆ 我们认为公司重卡、装载机发动机 09 年将保持市场地位，而公司积极开拓挖掘机等新下游，因此我们认为公司发动机业务收入下滑不会很严重，我们认为 09 年公司发动机业务仅下滑 5%。
- ◆ 公司重卡及关键总成业务将会和行业走势相同——逐步复苏、前低后高。我们队公司重卡业务板块的收入预测为下降 10%。
- ◆ 重卡生产对钢材等原材料价格的敏感性较高，我们预计公司的毛利水平会有较大的恢复。

图表 54：潍柴动力报表预测（单位：百万）

利润表	2008A	2009E	2010E	资产负债表	2008A	2009E	2010E
营业收入	33128	30770	33789	货币资金	5436	3160	7230
减：营业成本	26429	24246	26786	应收和预付款项	8227	7960	9828
营业税金及附加	134	125	137	存货	5851	4449	6930
营业费用	1631	1669	1833	其他流动资产	0	0	0
管理费用	1624	1631	1792	长期股权投资	346	346	346
财务费用	286	-41	-117	投资性房地产	87	87	87
资产减值损失	372	162	162	固定资产和在建工程	7136	8005	8174
加：投资收益	-25	0	0	无形资产和开发支出	1115	1041	967
公允价值变动损益	0	0	0	其他非流动资产	285	193	100
其他经营损益	0	0	0	资产总计	28485	25242	33663
营业利润	2626	2978	3196	短期借款	1246	0	0
加：其他非经营损益	115	68	68	应付和预收款项	12968	9260	15019
利润总额	2741	3045	3264	长期借款	772	0	0
减：所得税	329	457	490	其他负债	2172	2172	2172
净利润	2412	2589	2775	负债合计	17159	11432	17192
减：少数股东损益	480	516	553	股本	833	833	833
归属母公司股东净利润	1931	2073	2222	资本公积	1988	1988	1988
现金流量表	2008A	2009E	2010E	留存收益	5177	7144	9253
经营性现金净流量	1912	1748	5509	归属母公司股东权益	7998	9965	12075
投资性现金净流量	-1940	-1942	-1442	少数股东权益	3329	3844	4397
筹资性现金净流量	706	-2082	4	股东权益合计	11326	13810	16472
现金流量净额	678	-2276	4071	负债和股东权益合计	28485	25242	33663

资料来源：山西证券研究所

江铃汽车（000550）：主打高端，内涵式增长

- ◆ 公司主打高端轻型商用车，需求保持平稳。在 09 年 1 月受春节因素影响大幅度下降 40%以后，目前公司产品销量已经回到平稳增长的正常状态。

- ◆ 虽然公司轻卡产品属于高端产品，但“汽车下乡”对公司销量有一定程度影响。
- ◆ 公司利润率一直远高于同业对手，除了产品高端外，公司更拥有从发动机到核心零部件的完整轻型商用车生产链，再加上今年原料成本价格下降，我们预计今年公司的利润水平恢复水平较大。
- ◆ 公司是典型的利润为导向的经营稳健型企业，风险远低于其他上市车企。

图表 55：江铃汽车报表预测（单位：百万）

利润表	2008A	2009E	2010E	资产负债表	2008A	2009E	2010E
营业收入	8587	9274	10201	货币资金	1574	3773	3758
减：营业成本	6645	7038	7792	应收和预付款项	545	573	658
营业税金及附加	146	157	173	存货	1058	622	1238
营业费用	526	568	625	其他流动资产	31	31	31
管理费用	589	609	670	长期股权投资	16	16	16
财务费用	-59	-90	-119	投资性房地产	0	0	0
资产减值损失	9	6	6	固定资产和在建工程	2363	1946	1518
加：投资收益	6	0	0	无形资产和开发支出	327	309	288
公允价值变动损益	0	0	0	其他非流动资产	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	资产总计	5914	7270	7508
营业利润	738	985	1053	短期借款	39	0	0
加：其他非经营损益	165	10	10	应付和预收款项	1544	2302	1852
利润总额	902	995	1063	长期借款	8	0	0
减：所得税	105	159	170	其他负债	172	172	172
净利润	797	836	893	负债合计	1763	2474	2024
减：少数股东损益	13	14	15	股本	863	863	863
归属母公司股东净利润	784	822	878	资本公积	839	839	839
现金流量表	2008A	2009E	2010E	留存收益	2348	2978	3652
经营性现金净流量	166	2490	216	归属母公司股东权益	4050	4681	5355
投资性现金净流量	-515	-112	-112	少数股东权益	101	114	129
筹资性现金净流量	-262	-179	-120	股东权益合计	4151	4796	5484
现金流量净额	-612	2199	-16	负债和股东权益合计	5914	7270	7508

资料来源：山西证券研究所

风险提示：

- ◆ 原材料价格在通货膨胀的预期下结束低位运行转为高速增长，这将给汽车产业的盈利蒙上阴影。
- ◆ 成品油价格上涨抑制乘用车消费。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。