

2009 年 09 月 09 日

市场数据

行业优化平均市盈率	15.54
市场优化平均市盈率	20.60
国金运输设备指数	3028.13
沪深 300 指数	2890.93
上证指数	2714.97
深证成指	10738.95
中小板指数	4118.74



商用车行业研究简报

—— 巨变来临，透视行业长期增长潜力

减持

持有

增持

投资要点

- 09 年 8 月份，商用车行业出现全面复苏，共销售汽车 28 万辆，同比增长 60%，环比增长 10%；
 - ◆ 重卡行业 8 月份环比增长 6%，同比增长 72%，继续保持强劲的复苏态势；
 - ◆ 轻卡在国家实施直接补贴之后，8 月份终于出现明显的回升迹象，单月同比增长 49%，环比增长 14%；
 - ◆ 商用车龙头企业福田汽车 8 月份销量 5.4 万辆，同比增长 73%，环比上升 11%，单月销量仅仅低于 3、4 月份，按照这一趋势发展，公司 3 季度销量将与 2 季度持平！
- 在市场对短期月度数据变化已经产生审美疲劳的时候，我们更应当冷静的思考驱动行业增长的核心因素来自于哪里？我们认为 2009 年商用车行业自发的、集体性的外资合作并非出自偶然，而是行业发展带来的必然趋势：
 - ◆ 首先，中国资源品价格改革必将带来运输企业运营成本的上升；
 - ◆ 其次，中国环保标准的执行也将越来越严格，近期环保部门甚至提出未来可能征收“机动车污染防治税”；
 - ◆ 外部环境的变化促使商用车行业进入新一轮产业升级，能够推出更节油、更环保、先进技术产品的企业将获得长期持续发展能力，这是众多企业集体自发性的与外资合作的核心原因；
- 而中国商用车行业的产业升级，又正好迎合了全球金融危机背景下带来的产业转移：
 - ◆ 中国目前是全球最大的商用车市场，占据 15% 的市场份额，凭借规模和成本优势，中国商用车产品的价格是国际竞争对手的 1/4；
 - ◆ 目前制约商用车出口的核心问题是环保和燃油效率达不到发达国家的要求，而本轮产业升级将有效解决这一问题；
 - ◆ 欧洲龙头商用车企业的业务结构中，海外业务占比大多超过 50%，而中国企业不到 20%，我们认为出口将成为商用车长期增长的核心驱动力，这一确定性的增长因素必将提升商用车企业的整体估值；
- 目前汽车及零部件行业 09 年动态 PE 为 23 倍，其中整车 22 倍，零部件 24 倍，而商用车产业链的重点公司估值仍然普遍低于 20 倍，最低的福田汽车仅为 14 倍，仍具有明显的吸引力；
- 我们建议投资者继续增持商用车相关的上市公司，重点推荐福田汽车，潍柴动力，威孚高科，中国重汽和江铃汽车；

李孟滔

(8621)61038309

limengtao@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271

zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层（200011）

8 月份商用车全面复苏

- 09 年 8 月，汽车行业销量为 114 万辆，同比增长 82%，环比增长 5%，其中乘用车销售 86 万辆，同比增长 90%，环比增长 3%；商用车销售 28 万辆，同比增长 60%，环比增长 10%；
- 3 季度通常是商用车的销售淡季，然而 09 年的 8 月份却表现出极强的“淡季不淡”现象。以商用车龙头企业福田汽车为例，8 月份公司销量 5.4 万辆，同比增长 73%，环比上升 11%，单月销量仅仅低于 3、4 月份，按照这一趋势发展，公司 3 季度销量将与 2 季度持平！
- ◆ 重卡行业 8 月份环比增长 6%，同比增长 72%，继续保持强劲的复苏态势；
- ◆ 轻卡在国家实施直接补贴之后，8 月份终于出现明显的回升迹象，单月同比增长 49%，环比增长 14%；

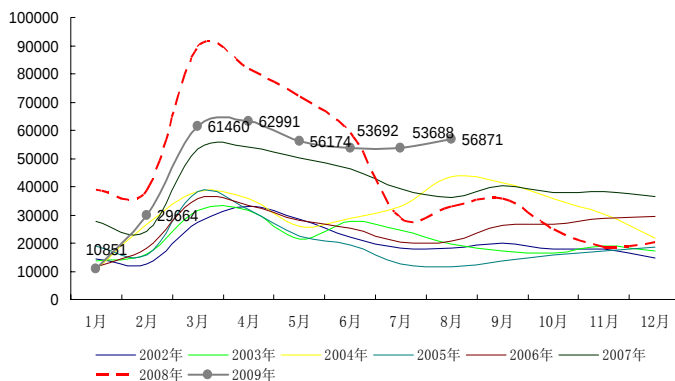
图表1：09 年 8 月商用车企业销量排名

单位：辆

企业名称	2009年8月	同比	环比	09年1-8月	累计同比
北汽福田汽车股份有限公司	54,397	81.4%	13.0%	384,105	24.7%
东风汽车公司	38,101	73.0%	10.5%	273,686	-5.3%
中国第一汽车集团公司	26,669	109.0%	13.2%	180,898	-8.3%
安徽江淮汽车股份有限公司	18,116	94.8%	15.0%	130,017	11.2%
重庆长安汽车股份有限公司	14,615	127.5%	27.5%	105,796	34.1%
金杯汽车股份有限公司	13,764	7.7%	11.3%	104,286	17.4%
中国重型汽车集团公司	9,337	-1.9%	-2.3%	86,992	1.7%
江西江铃汽车控股有限公司	7,953	12.6%	-16.7%	69,376	5.0%
山东凯马汽车制造有限公司	8,979	86.0%	23.7%	67,149	41.9%
上汽通用五菱汽车股份有限公司	7,286	52.0%	7.8%	60,881	41.7%
商用车行业	280,220	59.8%	10.3%	2,104,865	10.8%

图表2：重卡月度销量走势

单位：辆



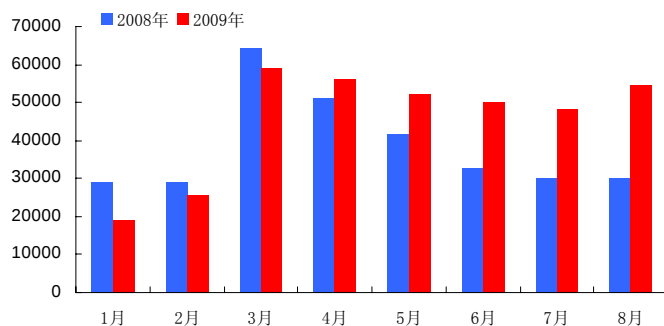
图表3：09 年 8 月重卡企业销量排名

单位：辆

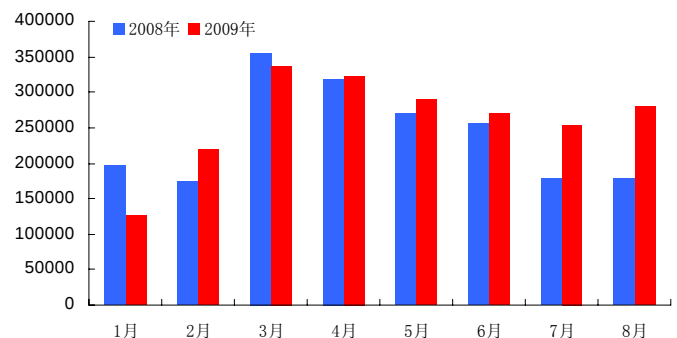
	8月销量	同比	环比	09年1-8月	累计同比	市场份额
中国重汽	9,328	-2%	-2%	86,838	2%	23%
一汽集团	14,241	226%	11%	76,490	-19%	20%
东风汽车	9,767	76%	10%	61,986	-31%	16%
北汽福田	9,006	101%	5%	48,314	6%	13%
陕西重汽	6,081	37%	7%	43,605	-18%	11%
北方奔驰	2,829	72%	13%	18,635	-2%	5%
上汽红岩	1,416	28%	4%	14,307	-25%	4%
安徽华菱	1,382	256%	-7%	11,386	25%	3%
安徽江淮	1,162	89%	0%	7,743	-12%	2%
湖北三环	579	51%	-10%	6,994	10%	2%
合计	56,871	72%	6%	385,012	-13%	100%
其中：整车	10,002	47%	-1%	88,966	6%	
底盘	23,042	76%	11%	187,753	-4%	
牵引车	23,827	80%	4%	108,293	-33%	

图表4：福田汽车月度销量

单位：辆



图表5：商用车行业月度销量单位：辆



来源：汽协，国金证券研究所

反思，商用车行业掀起合资浪潮的背后

- 2009 年，商用车行业出现一次集体性的合资浪潮，这些合资案例都具有极其相同的特征：

- 1) 引进国外先进的发动机和整车生产技术；
- 2) 利用合资方的营销网络进行海外销售；
- 3) 中方企业在合资方案中拥有更大的话语权；

09 年以来我国商用车行业的合资案例

- 09 年 1 月 29 日 福田汽车和戴姆勒公司成立商用车合资公司
 - ◆ 引进戴姆勒公司 OM457 型柴油机技术；
 - ◆ 合资公司生产的福田欧曼品牌产品可以通过戴姆勒的销售体系进行海外销售；
 - ◆ 福田的欧曼重卡业务评估值较账面值增加 332%；
- 09 年 7 月 16 日德国 MAN 公司获得中国重汽 25% 的股权
 - ◆ 引进 MAN 公司 D20、D26、D08 三款柴油机；
 - ◆ 引进 MAN 公司 TGA 系列整车及零部件总成技术；
 - ◆ 利用 MAN 公司现有销售网络在全球范围内合作经销重卡；
 - ◆ MAN 购买中国重汽香港股权的价格较收盘价溢价 17%；
- 09 年 8 月 30 日一汽集团与美国通用成立一汽通用轻型商用车公司
 - ◆ 引进通用轻型商用车产品；
 - ◆ 利用通用汽车遍布全球的高效营销服务网络，全面参与全球轻型汽车市场竞争；
- 09 年 8 月 31 日广州日报报道江淮汽车有望与卡特彼勒成立合资公司
 - ◆ 合作涉及重卡和发动机领域；
 - ◆ 卡特彼勒和纳威司达将以现金+技术的形式入股；

中国商用车行业的产业升级已迫在眉睫

中国资源品价格改革必将带来运输企业运营成本的上升；

中国环保标准的执行也将越来越严格；

外部环境的变化促使商用车行业进入新一轮产业升级；

能够推出更节油、更环保、先进技术产品的企业将获得长期持续发展能力；

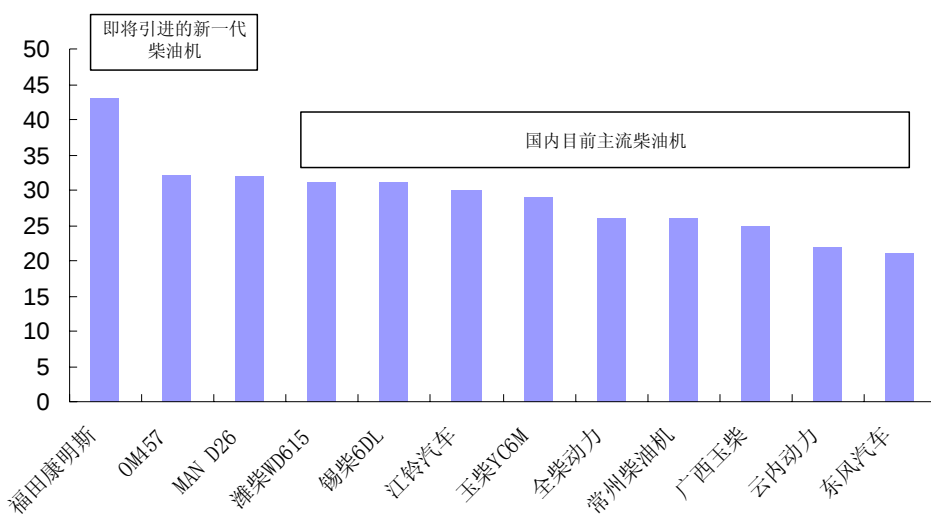
这是众多企业集体自发性的与外资合作的核心原因；

在产业升级过程中掌握先机的企业将拥有领先优势，中国重汽和福田汽车显然具备这一特征；

■ 我们认为 2009 年商用车行业出现的合资浪潮看似偶然，但实际上是行业发展所面临的必然趋势：

- ◆ 首先，我国商用车行业目前主流产品的技术平台较为落后，都属于上个世纪 80 年代左右引进的，例如重卡行业的“斯太尔”和“日产柴”体系，轻卡行业中的“五十铃”体系，尽管国内企业在这些平台的基础上不断进行升级改造，但其产品的生命周期接近尾声已是大势所趋（排放和燃油利用率都达不到要求）；

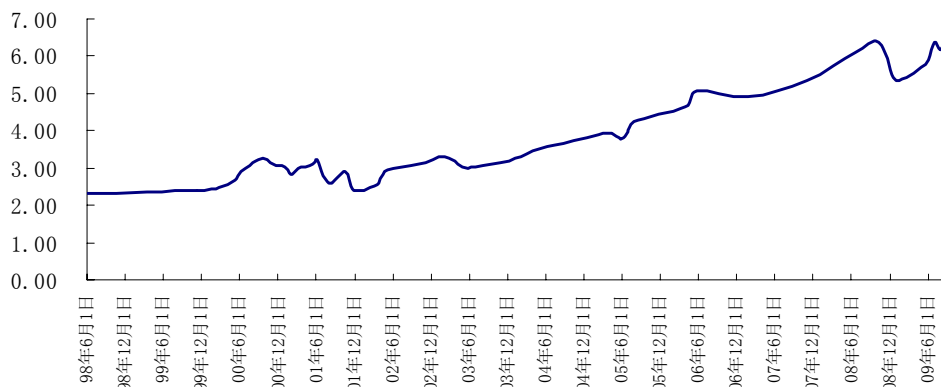
图表6：国内即将引进的柴油机与目前的产品升功率比较 单位：KW/l



来源：国金证券研究所

- ◆ 其次，中国资源品价格改革是目前经济体制改革中的核心部分，成品油价格市场化必将带来运输企业成本的上升，而中国对环保的执行标准也越来越严格，外部环境的变化对商用车产品提出了更高的要求；
- ◆ 因此，我们认为商用车行业向效率更高、更环保、更节油的产品升级已经迫在眉睫，这是引发众多企业自发性的与外资合作的核心原因，谁能够在产业升级的过程中掌握先机，谁就拥有了更加确定长期可持续发展能力；

图表7：北京 93 号汽油价格走势 单位：元/l

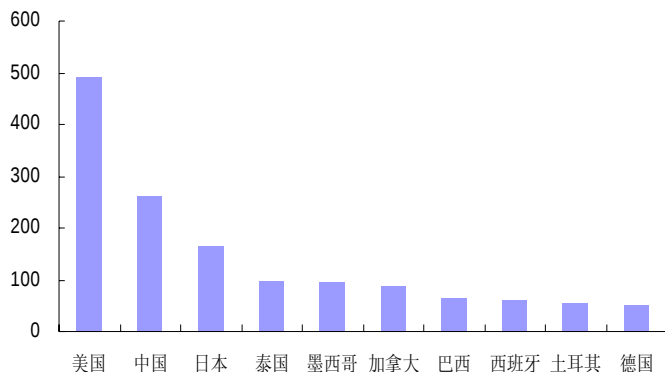


来源：国金证券研究所

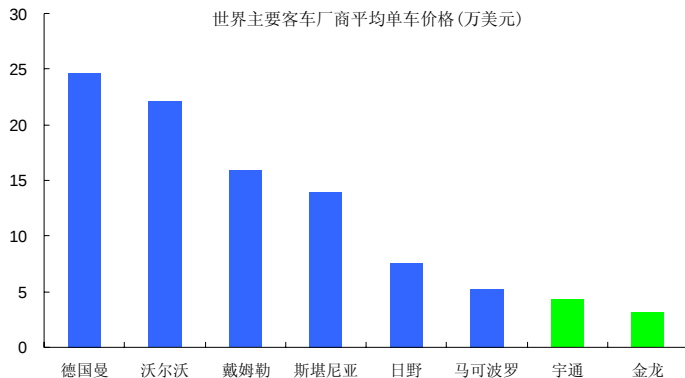
产业升级加速国际产业转移，出口是长期增长驱动力

- 2008 年全球商用车行业销量为 1,789 万辆，中国为 261 万辆，占全球市场份额的 15%，是全球最大的商用车市场（剔除皮卡和 SUV）；

图表8：08 年全球商用车产量前 10 名国家 单位：万辆



图表9：中国商用车价格优势明显

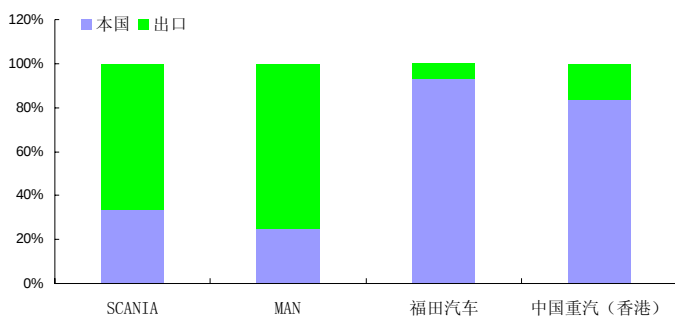


来源：OICA，公司年报，国金证券研究所；注：国际市场将皮卡和 SUV 归为轻型商用车，而我国则归为乘用车，因此统计数据的口径存在差异；

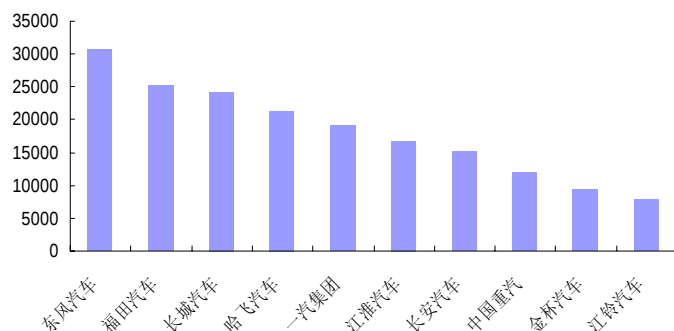
中国商用车的燃油效率和排放升级之后，将提高产品在海外市场的竞争力，再凭借价格优势，全球商用车制造向中国转移是必然趋势

- 由于本土市场的规模巨大，中国商用车企业具备明显的成本优势，以客车为例，欧洲主流客车企业的平均产品价格都在 20 万美元以上，而宇通、金龙等国内企业的产品价格只有 5 万美元；
- 然而，由于产品技术落后，导致中国商用车的效率和排放标准都达不到发达国家的要求，这是制约我国商用车海外出口的主要原因。我们认为，随着此次商用车行业的产业升级，中国商用车产品的竞争力将大幅提高，全球商用车制造向中国转移是必然趋势；
- 从国内外商用车企业的业务结构可以看出，中国商用车企业的海外业务占比与国外竞争对手相比还相去甚远，出口将成为商用车行业长期增长的核心驱动力；

图表10：08 年商用车企业本土和出口业务占比



图表11：08 年中国商用车企业出口排名 单位：辆



来源：公司年报，汽协，国金证券研究所

估值仍然具有吸引力，建议“增持”

- 目前汽车及零部件行业 09 年动态 PE 为 23 倍，其中整车 22 倍，零部件 24 倍，而商用车产业链的重点公司估值仍然普遍低于 20 倍，最低的福田汽车仅为 14 倍，仍具有明显的吸引力；
- 我们建议投资者继续增持商用车相关的上市公司，重点推荐福田汽车，潍柴动力，威孚高科，中国重汽和江铃汽车；

图表12：商用车产业链行业重点公司投资评级

股票名称	收盘价	08EPS	EPS	09EPS	EPS	10EPS	08PE	09PE	10PE	08PB	09PB	投资	目标价
	(元)	(元)	09%08	(元)	10%09	(元)						评级	元/股
中国重汽	23.66	1.127	2.84%	1.159	34.94%	1.564	20.99	20.41	15.13	3.98	3.51	买入	30.00
福田汽车	15.09	0.400	168.50%	1.074	11.73%	1.200	37.73	14.05	12.58	4.60	4.26	买入	20.00
江铃汽车	19.08	0.909	20.46%	1.095	19.09%	1.304	20.99	17.42	14.63	4.07	3.42	买入	25.00
潍柴动力	44.91	2.320	21.64%	2.822	13.78%	3.211	19.36	15.91	13.99	4.68	3.61	买入	56.00
威孚高科	10.16	0.341	53.08%	0.522	43.49%	0.749	29.79	19.46	13.56	2.30	2.06	买入	15.00
汽车及零部件行业加权平均值							49.63	22.87	18.58	3.37	3.15		
整车							61.08	22.25	18.08	3.71	3.19		
零部件							34.81	24.40	19.82	2.79	3.05		

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明:

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明:

- 增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上;
- 持有: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%;
- 减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明:

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明:

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 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“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。