

汽车整车

陈光明

0755-82026708

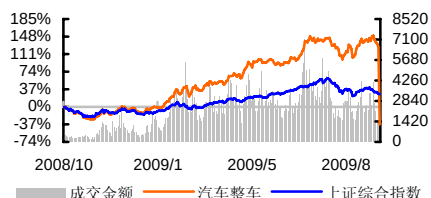
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	22
总市值(亿元)	2841
占A股比例(%)	0.92%
平均市盈率(倍)	28.02

行业表现

(%)	1M	3M	6M
汽车整车	-0.14	10.68	38.31
上证综合指数	3.25	-5.93	16.01



相关报告

《汽车行业: 乘用车增长延续、商用车复苏可期》2009-6-29

《汽车行业 2009 年投资策略: 估值接近底部, 静待行业复苏》2008-12-28

《汽车行业 2008 年投资策略: 超越行业周期, 寻找持续增长》2008-1-8

汽车行业 2009 年 4 季度投资策略

中性

行业销售旺季、低钢价营造良好盈利环境

投资要点:

- **四季度传统旺季, 行业全年大幅增长成定局。**节前购车需求以及年末冲量等因素作用下, 4 季度一般为全年销量最好的季度。就今年的情况看, 由于乘用车购置税减免政策可能于 12 月 31 日终止, 这必将推动消费者在今年末的提前购买, 从而在四季度形成一个消费高峰。按照这个趋势, 2009 年我国汽车销售有望达到 1300 万辆, 同比增长 40% 以上。
- **轿车增长延续、商用车复苏明显。**由于上年同期较低的基数, 自 7 月份起, 轿车月度销量同比增速高达 60% 以上, 我们预计这种增速水平有望持续到 2010 年初。2009 年, 我们预计轿车销量将超过 700 万辆, 同比增速 40% 以上。对于重卡和大中型客车等商用车行业, 我们看到的情况与之前的判断基本吻合, 公路客运量和公路货运量近几个月同比增速不断恢复与提高, 行业需求正在变好, 7 月份行业实现年内首次月度正增长, 预计大中客和重卡 4 季度同比增速分别达到 20% 和 60%。
- **原材料价格低位运行, 车企盈利环境趋好。**行业盈利自 4 月份单月同比正增长后, 近几个月行业月度盈利不断走高, 同比增速也在不断加大。5-7 月份单月利润总额分别为 109 亿、112 亿和 116 亿, 同比增长 48%、78% 和 140%。近期, 随着钢铁去库存化的结束, 钢材价格出现较大幅度下跌, 而目前经销商库存居高不下, 短期内价格难以大幅反弹, 这为下游汽车厂商提供了良好的盈利环境。
- **行业估值水平基本合理, 股价上行更多依赖盈利提升。**目前汽车股对大盘的估值溢价已经创出历史较高水平, 汽车股的估值水平已回升至 25 倍左右, 处于历史中枢之上。行业估值水平进一步提升的空间有限, 股价的上行将更多的取决于盈利的进一步提升。销量的超预期加上近期钢价的下跌使得汽车股盈利存在进一步上调的可能。
- **投资建议:** 我们建议买入行业基本面逐步好转且估值相对便宜的客车与重卡公司, 如宇通、江铃、威孚、潍柴、重汽等; 目前仍未看到轿车销量低于预期的数据表现, 即将到来的销售旺季预期将为相关公司带来投资机会, 建议持有, 如上汽、一汽等。另外, 可以关注具有区域重组预期的主题投资机会和零部件出口回暖预期下的投资机会, 前者如江淮、金龙等, 后者如中鼎、福耀等。

股票代码	公司名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
600066	宇通客车	1.02	0.84	0.95	1.07	14.1	17.1	15.2	13.5	强烈推荐
000550	江铃汽车	0.91	0.93	1.09	1.31	19.8	19.3	16.5	13.7	强烈推荐
000581	威孚高科	0.34	0.44	0.60	0.76	34.2	26.4	19.4	15.3	推荐
600104	上海汽车	0.10	0.73	0.97	1.05	191.4	26.2	19.7	18.2	推荐
000951	中国重汽	1.13	0.97	1.27	1.62	19.9	23.2	17.7	13.9	推荐
000338	潍柴动力	2.32	2.54	2.62	2.86	20.6	18.8	18.2	16.7	推荐
000800	一汽轿车	0.67	0.80	0.88	0.96	25.1	21.0	19.1	17.5	推荐
600418	江淮汽车	0.04	0.26	0.29	0.36	201.0	30.9	27.7	22.3	推荐
600166	福田汽车	0.38	0.84	0.78	0.75	39.8	18.0	19.4	20.1	中性
	长安汽车	0.01	0.46	0.35	0.38					中性
000625						993.0	21.6	28.4	26.1	

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目 录

1、四季度传统旺季，行业全年大幅增长成定局	3
2、轿车增长延续、商用车复苏明显	5
2.1 轿车需求的同比高增长将延续至 2010 年 1 季度	5
2.2 大中客与重卡：复苏迹象明显	7
3、原材料价格低位运行，车企盈利环境趋好	10
4、投资建议与重点公司	11

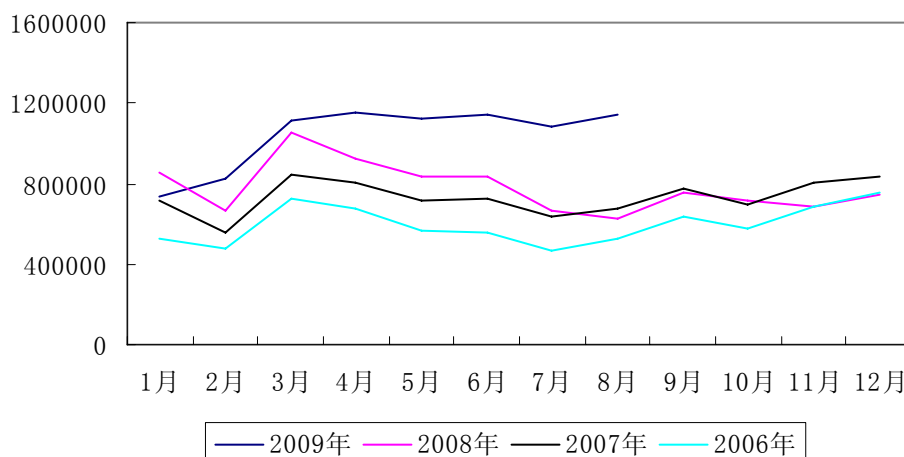
图 表

图表 1：我国汽车月度销售趋势（单位：辆）	3
图表 2：2009 年前 8 个月国内汽车销售情况（单位：辆）	3
图表 3：2009 年前 8 个月细分行业销量增速	4
图表 4：我国汽车历年分季度销量情况（单位：辆）	4
图表 5：轿车月度销量及增速（单位：万辆、%）	5
图表 6：轿车累计库存变化	6
图表 7：主要乘用车公司前 8 个月销售情况（单位：辆）	6
图表 8：轿车销售结构略有改善	7
图表 9：我国公路客运量月度增长	8
图表 10：2007-2009 年大中型客车月度销售走势（单位：辆）	8
图表 11：我国公路货运量月度增长	9
图表 12：2007-2009 年重卡月度销售走势（单位：辆）	9
图表 13：重卡分类产品月度销售走势（单位：辆）	9
图表 14：汽车重点企业集团月度利润总额变化（单位：万元）	10
图表 15：上海现货市场钢材价格	10
图表 16：汽车与上证 A 股历史 P/E 比较	11
图表 17：汽车与上证 A 股历史 P/E 比较	11
图表 18：主要汽车股盈利预测与评级	12

1、四季度传统旺季，行业全年大幅增长成定局

2009 年 3 月份以来，国内汽车产销屡创新高。1-8 月我国汽车累计销售 833 万辆，同比分别增长 81%。其中乘用车和商用车分别销售 622 万辆、211 万辆，分别较上年同期增长 90.2%、57.7%。销售数据大幅超出预期，反映了国家在年初出台一系列扶持政策的显著效果，在政策、财富效应等因素作用下，08 年下半年累积的需求得到极大的释放。

图表 1：我国汽车月度销售趋势（单位：辆）



资料来源：中汽协，中投证券研究所

图表 2：2009 年前 8 个月国内汽车销售情况（单位：辆）

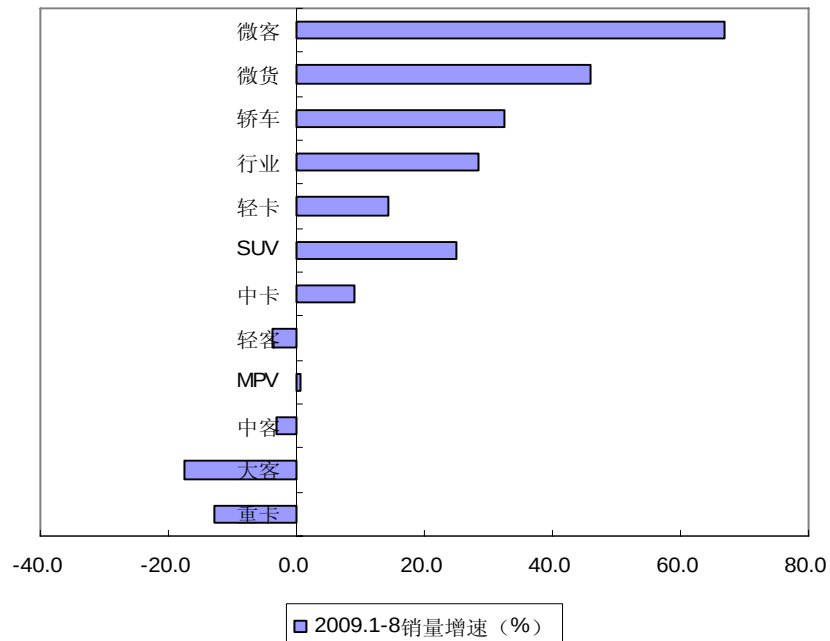
	2009.8	2009.1-8	2008.1-8	环比 (%)	同比 (%)	累计增长 (%)
汽车总计	1138498	8331285	6449266	4.9	81.0	29.2
乘用车合计	858278	6226420	4550310	3.1	90.2	36.8
轿车	629385	4475208	3373066	4.6	82.6	32.7
MPV	20207	140280	139288	14.8	53.0	0.7
SUV	60463	372095	297491	3.5	72.5	25.1
微客	148223	1238837	740465	-4.4	153.7	67.3
商用车合计	280220	2104865	1898956	10.8	57.7	10.8
客车	24487	164866	172820	17.6	28.3	-4.6
货车	187765	1464358	1150078	12.6	64.2	27.3
半挂牵引车	23827	108293	162140	4.1	80.3	-33.2
客车非完整车辆	7194	51066	62449	-8.4	56.0	-18.2
货车非完整车辆	36947	316282	351469	6.9	39.8	-10.0

资料来源：中汽协，中投证券研究所

2009 年以来，汽车细分市场的增长呈现三个明显的特征：一、受益于汽车下乡、购置税减免 5%，微型客货车市场领先行业增长；轻卡市场增长良好，预计在以旧换新等政策推动下，微型客货车和轻卡市场高增长将延续；二是轿车市场 1-8 月同比增长超过 80%，主要原因在于 08 年下半年累积的需求在 09 年

政策刺激下得到极大的释放；三是受08年上半年基数较高、同时09年出口市场大幅下滑的影响，大中型客车和重卡市场09年上半年出现较大幅度的下滑。但自7月份起，月度销售数据已开始同比正增长。

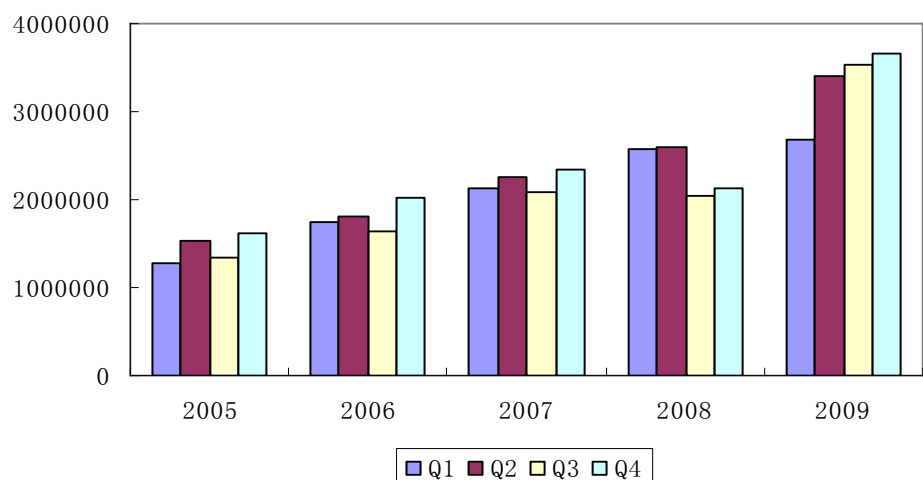
图表 3：2009 年前 8 个月细分行业销量增速



资料来源：中汽协，中投证券研究所

节前购车需求以及年末冲量等因素作用下，4季度一般为全年销量最好的季度。就今年的情况看，由于乘用车购置税减免政策可能于12月31日终止，这必将推动消费者在今年末的提前购买，从而在四季度形成一个消费高峰。按照这个趋势，2009年我国汽车销售将达到创纪录的1300万辆，同比增长40%以上。

图表 4：我国汽车历年分季度销量情况（单位：辆）



资料来源：中汽协，中投证券研究所

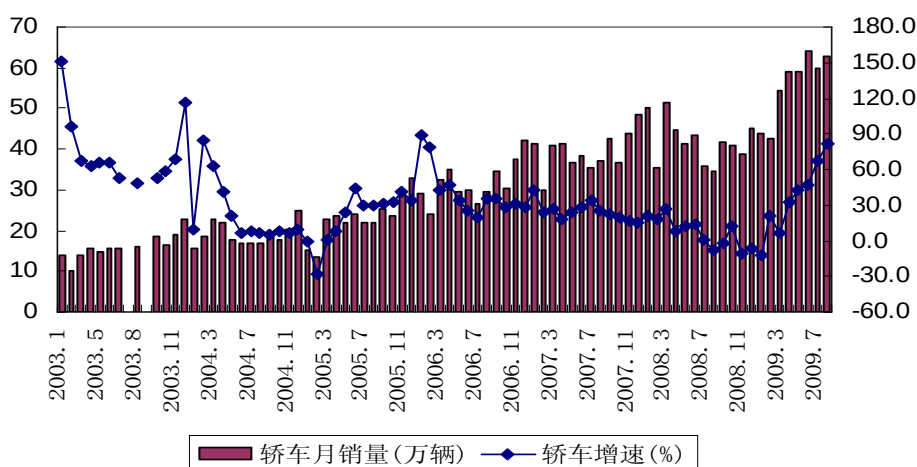
2、轿车增长延续、商用车复苏明显

2.1 轿车需求的同比高速增长将延续至 2010 年 1 季度

无论与发达国家在人均 GDP2000 美元时的轿车拥有量还是与同等发达水平国家的轿车拥有量相比，我国轿车普及率还非常低（在以前的研究中已多次提及，这里不再赘述），随着经济持续增长和居民收入的快速提高，轿车普及率将会快速提升。从区域来看，由于我国存在明显的地区间经济发展水平和人均收入水平的差距，这决定我国汽车需求具有多层次性和阶段性。居民轿车消费将逐步从北京、上海等发达地区向中等发达和欠发达地区梯次推进。根据日、韩等国汽车消费启动的经验，我们的汽车需求目前正处于快速增长阶段，这一阶段将持续 10 年以上的时间，汽车开始大规模进入家庭。未来 5-10 年，我国轿车需求的年均复合增长率有望达到 15%左右的水平。

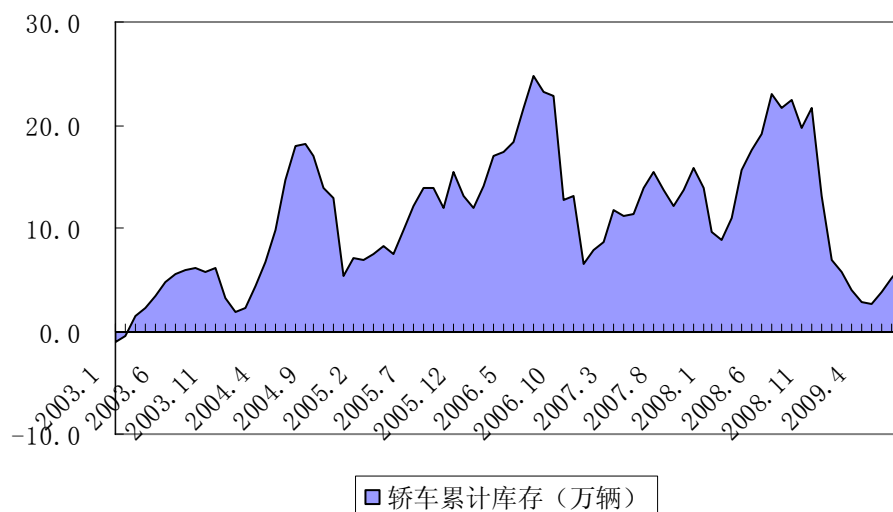
但过去 20 多年轿车市场增长表明，轿车需求也具有较为明显的周期性。我们认为这种周期波动实际上体现为轿车消费“推迟-累积-释放”的不断循环过程。宏观经济、信贷松紧度、财富效应、收入预期以及原油价格都是导致轿车消费延迟或释放的重要因素。我们观察比较近的一次是 2004 年，受信贷紧缩和行业调控等因素影响，当年 6 月份起轿车销量增速显著下滑，经历了长约 1 年的低增长后，自 2005 年 5 月起销量增速同比上升至 30%以上，超预期增长持续了 1 年多的时间。这种超预期的增长实际上正常的消费需求和前期推迟需求的集中释放。2009 年，我们再次经历了轿车市场的超预期增长。由于上年同期较低的基数，自 7 月份起，轿车月度销量同比增速高达 60%以上，我们预计这种增速水平有望持续到 2010 年初。2009 年，我们预计轿车销量将超过 700 万辆，同比增速 40%以上。但在高基数、透支性需求等因素影响下，我们判断 2010 年轿车增速可能回落至 10%左右。

图表 5：轿车月度销量及增速（单位：万辆、%）



资料来源：中汽协，中投证券研究所

图表 6: 轿车累计库存变化



资料来源：中汽协，中投证券研究所

就投资标的的选择看，投资乘用车，不仅要关注销量的增长同时也要看其销售结构的变化。而从盈利能力上说，中高端轿车才是轿车公司盈利主体。观察轿车市场过去一年多来的销售结构，1.6L 以上轿车销售占比自 2009 年 1 季度末起已开始缓慢回升至 30%左右，虽然较 08 年上半年 35%的比重有所下降，但较 09 年 1 季度 26%的比重已经有了明显的提升。在这种背景下，产品系列齐全的轿车公司既能分享市场结构调整带来的需求增长，同时也能保证在中高端市场的盈利能力。简单说就是既要有一定的增长，又要有很好的产品结构。我们认为目前 A 股汽车公司中，上海汽车最符合这个标准。产品覆盖齐全，新君威、新君越等产品的推出不但推动销量的增长，同时有效改善了公司产品结构，而本部荣威逐渐成熟、自主品牌有望得到政策扶持。

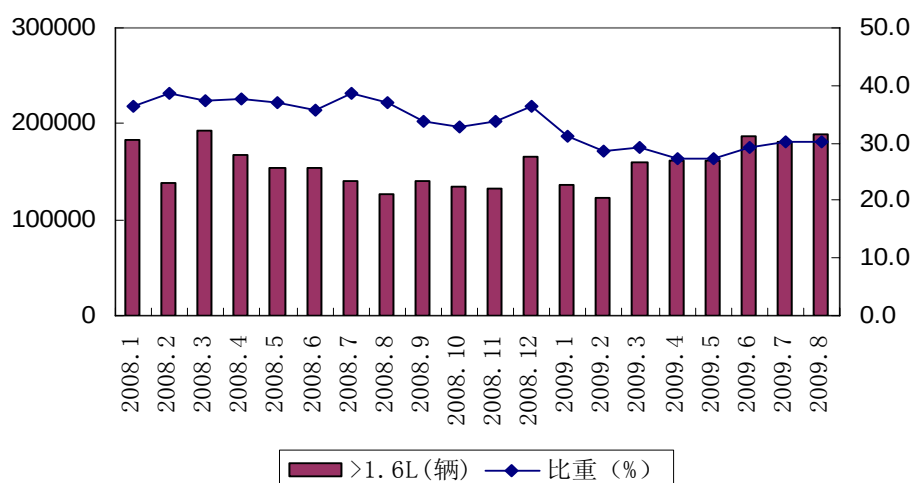
图表 7: 主要乘用车公司前 8 个月销售情况（单位：辆）

企业名称	8 月	环比%	同比%	1-8 月	1-8 月累计%
上海大众汽车有限公司	65353	5.16	110.42	441509	32.93
一汽-大众汽车有限公司	64764	26.64	64.89	420332	22.37
上海通用汽车有限公司	62195	12.59	101.86	398073	34.21
北京现代汽车有限公司	50713	15.75	208.23	351529	78.15
重庆长安汽车股份有限公司	41212	7.80	256.94	337608	73.64
东风日产乘用车部	42196	-20.51	68.55	320353	52.39
奇瑞汽车股份有限公司	40147	15.44	96.53	286147	13.67
*一汽丰田销售公司	40619	-2.37	53.20	248305	-3.09
比亚迪汽车有限责任公司	38391	21.20	223.81	246881	188.76
广汽本田汽车有限公司	27384	-15.43	9.46	223133	12.98
长安福特马自达汽车有限公司	28594	6.44	131.16	195896	35.47
浙江吉利控股集团有限公司	23387	5.58	67.23	192557	28.42
神龙汽车有限公司	21189	4.78	111.32	158735	27.18

天津一汽夏利汽车股份有限公司	14763	1.60	56.24	140655	17.60
东风悦达起亚汽车有限公司	20502	-3.71	104.86	132737	39.11
东风本田汽车有限公司	18339	0.42	33.77	126979	13.42
哈飞汽车股份有限公司	13269	5.36	55.63	123704	7.91
广汽丰田汽车有限公司	18175	-9.45	31.88	117217	5.02
东风汽车公司	13867	-9.98	106.97	112537	55.69
一汽轿车股份有限公司	15949	-5.18	50.58	108085	35.53
重庆长安铃木汽车有限公司	11733	9.32	35.16	92499	2.31

资料来源：中汽协，中投证券研究所

图表 8：轿车销售结构略有改善



资料来源：中汽协，中投证券研究所

2.2 大中客与重卡：复苏迹象明显

大中客和重卡行业2009年前8个月同比均出现了17%和13%的下滑，下滑的原因有较大的共性：一是受08年上半年国3切换导致销量基数较高的影响；一是受09年出口市场大幅下滑的冲击。就目前的情况看，09年上半年是其最坏的时候，下半年以来行业复苏迹象明显。

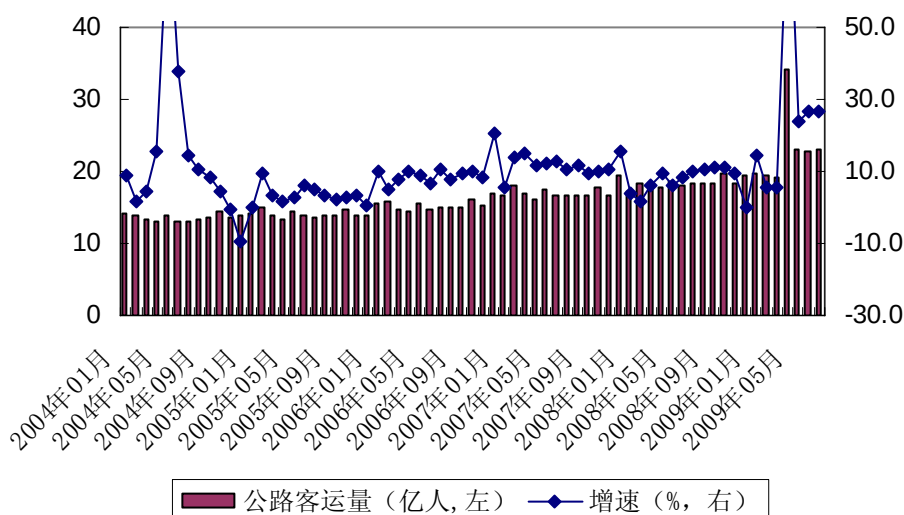
从大中型客车目前的月度销售趋势来看，降幅在明显缩窄，7月份大中型客车销量同比增长20%，为今年来首次月度正增长。09年下半年到明年，行业基本面逐步好转：国家出台的“以旧换新”补贴政策将刺激中型客车的更新需求上升；上海世博会、广州亚运会等大型赛会将加快相关城市公交车新增和更新需求。我们预计2009年国内大中客销售超过11万辆，与08年基本持平，下半年受上年同期基数较低的影响，销量增速同比将保持在15%左右。

重卡目前的情况要远远好于市场年初的预期，7月份重卡销量同比增长86%，为今年来首次月度正增长。重卡市场超出预期的增长主要来自国家4万亿投资项目逐步启动带来的需求。在重卡市场的结构性增长中，我们也可以明显的看出这点。与固定资产投资密切相关的重卡整车和重卡底盘需求要明显好于与外贸进出口相关的半挂牵引车。09年下半年至明年，国内强劲的固定资产

投资仍将维持，同时随着全球经济的触底回升，进出口市场将逐步好转，这又将带动牵引车需求的回复。实际上从最近几个月的数据看，牵引车销量环比增长在明显加快。从目前的情况看，我们估计2009年重卡销量超过55万辆，同比实现微幅增长。其中由于上年同期较低的基数，下半年销量同比增速有望达到60%左右。另外，在产业振兴规划中也明确提出未来几年“重型货车占载货车的比例达到25%以上”，而目前重卡的销售比重仅为23%左右，存在一定的提升空间。

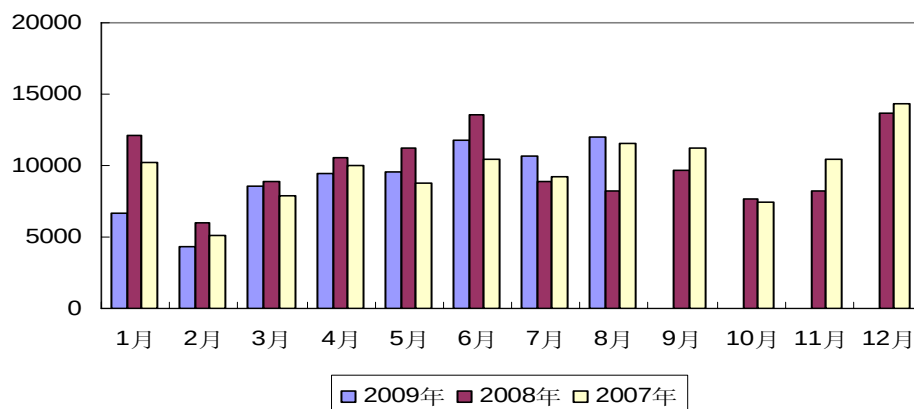
2009 年，无论是重卡还是大中型客车公司，由于销量几无增长，其业绩的增长或恢复主要来自于钢材成本的下降。实际上，我们从相关公司 08 年 4 季度及 09 年 1 季度的财务报告上，已经明显看到了毛利率的回升，就目前来看，这种毛利率的回升在 2009 年是可以持续的。

图表 9：我国公路客运量月度增长



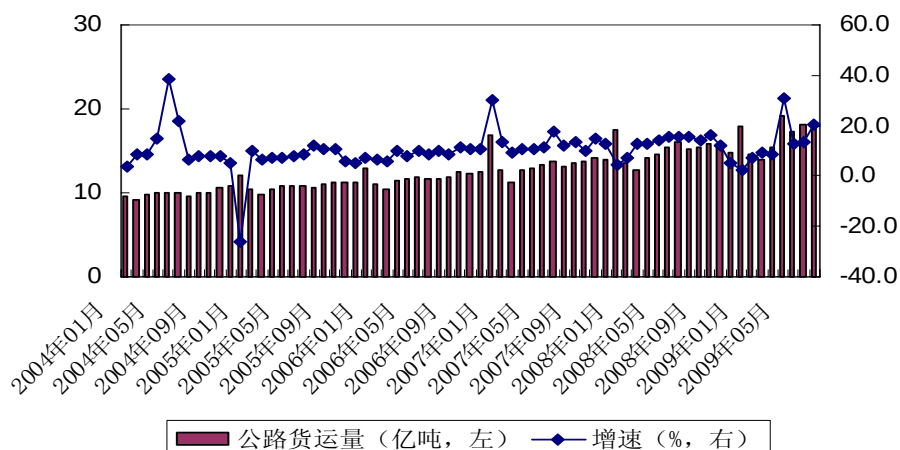
资料来源：WIND.NET，中投证券研究所

图表 10：2007-2009 年大中型客车月度销售走势（单位：辆）



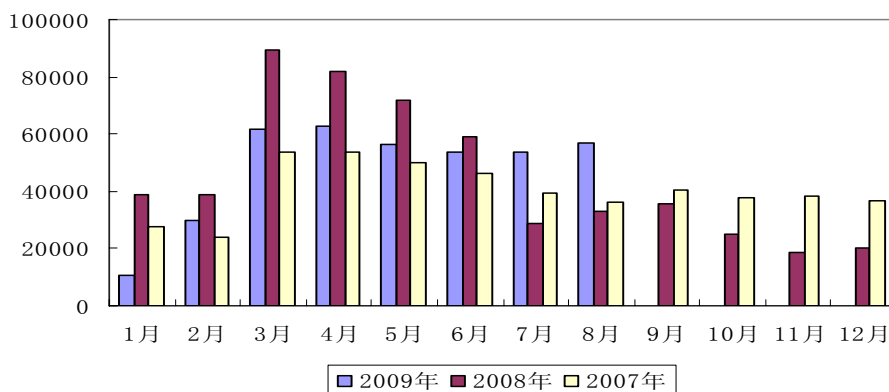
资料来源：中汽协，中投证券研究所

图表 11: 我国公路货运量月度增长



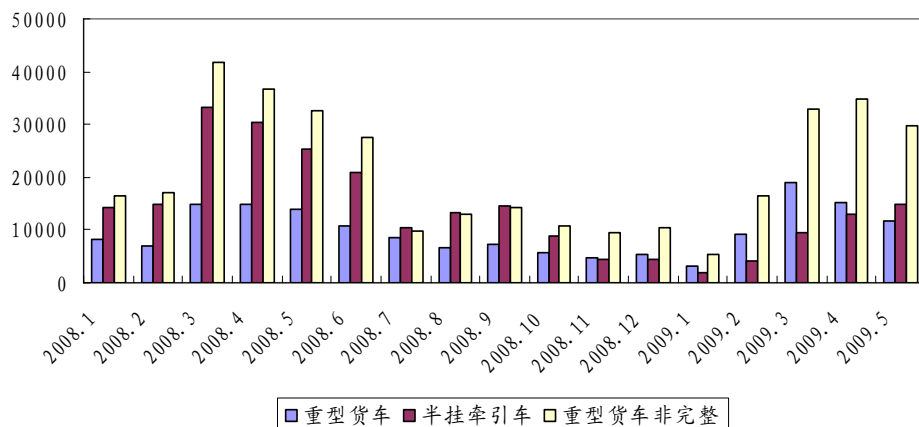
资料来源: WIND.NET, 中投证券研究所

图表 12: 2007-2009 年重卡月度销售走势 (单位: 辆)



资料来源: 中汽协, 中投证券研究所

图表 13: 重卡分类产品月度销售走势 (单位: 辆)



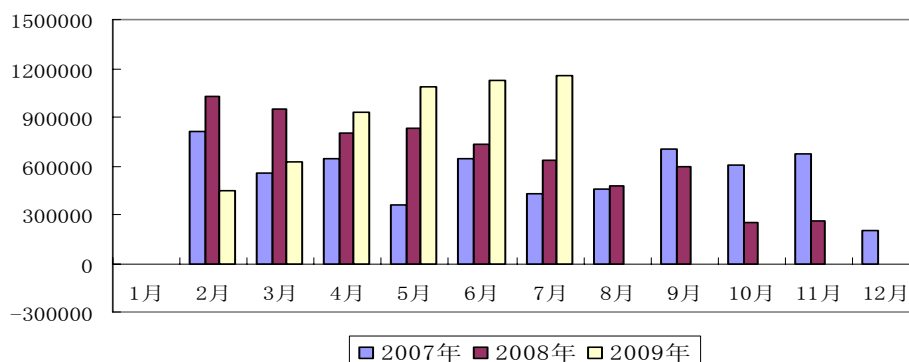
资料来源: 中汽协, 中投证券研究所

3、原材料价格低位运行，车企盈利环境趋好

由于上年基数较高，同时本年度结构性增长的因素（单价与盈利能力相对低下的微车、轻卡和小排量轿车增速明显较快，而单价和盈利能力相对较高的中高级轿车和重卡销量增速明显放缓），2009 年 1 季度行业整体出现“增量不增利”的局面。

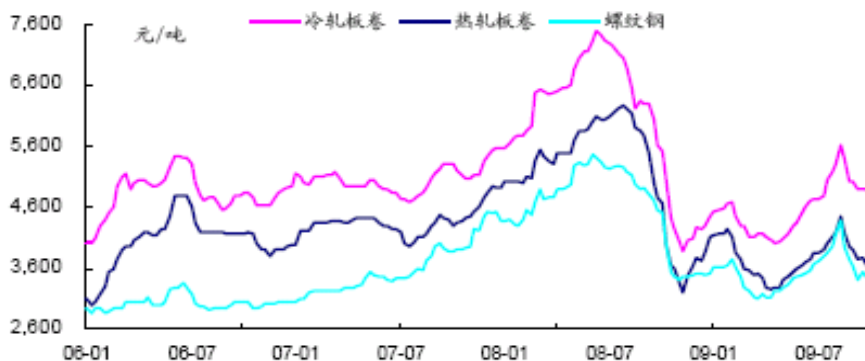
随着在产销规模不断的扩大，加之上游原材料钢价持续低位运行，汽车行业月度利润降幅不断收窄，4 月份单月盈利甚至创出 08 年 3 月份以来的新高。2009 年 1-7 月累计实现利润总额 537.6 亿元，同比增长 8.9%，为今年以来首次正增长。从单月情况来看，自 4 月份单月同比正增长后，近几个月行业月度盈利不断走高，同比增速也在不断加大。5-7 月份单月利润总额分别为 109 亿、112 亿和 116 亿，同比增长 48%、78%和 140%。近期，随着钢铁去库存化的结束，钢材价格出现较大幅度下跌，而目前经销商库存居高不下，短期内价格难以大幅反弹，这为下游汽车厂商提供了良好的盈利环境。

图表 14：汽车重点企业集团月度利润总额变化（单位：万元）



资料来源：中汽协，中投证券研究所

图表 15：上海现货市场钢材价格



资料来源：钢之家，中投证券研究所

4、投资建议与重点公司

在国家政策扶持、行业销量屡超预期等因素作用下，2009 年以来汽车股走出一波强劲的上漲行情，整个板块也实现了由对大盘折价到溢价的转变，从目前看，汽车股对大盘的估值溢价已经创出历史较高水平。部分汽车股的估值水平已回升至 25 倍左右，已经处于历史中枢之上。估值水平进一步提升的空间有限，股价的上行将更多的取决于盈利的进一步提升。销量的超预期加上近期钢价的下跌使得汽车股盈利存在进一步上调的可能。

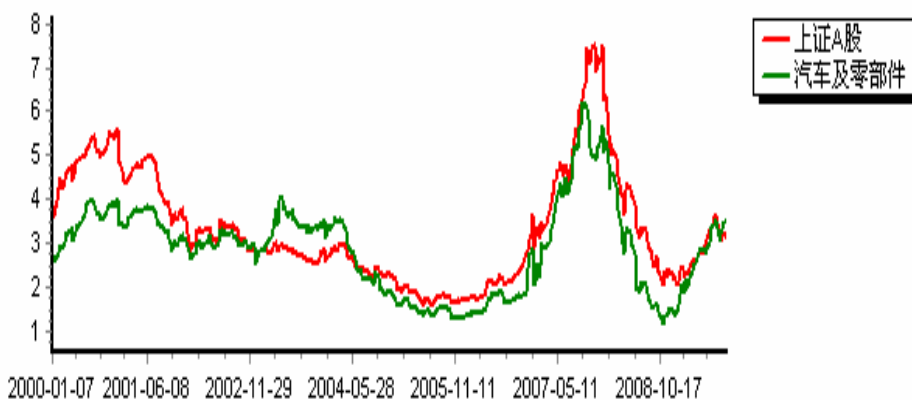
我们建议买入行业基本面逐步好转且估值相对便宜的客车与重卡公司，如宇通、江铃、威孚、潍柴、重汽等；目前仍未看到轿车销量低于预期的数据表现，即将到来的销售旺季预期将为相关公司带来投资机会，建议持有，如上汽、一汽等。另外，可以关注具有区域重组预期的主题投资机会和零部件出口回暖预期下的投资机会，前者如江淮、金龙等，后者如中鼎、福耀等。

图表 16: 汽车与上证 A 股历史 P/E 比较



资料来源：Wind.Net，中投证券研究所

图表 17: 汽车与上证 A 股历史 P/E 比较



资料来源：Wind.Net，中投证券研究所

图表 18: 主要汽车股盈利预测与评级

公司名称	2008EPS	2009EPS	2010EPS	2011EPS	2008P/E	2009P/E	2010P/E	2011P/E	投资评级
宇通客车	1.02	0.84	0.95	1.07	14.1	17.1	15.2	13.5	强烈推荐
江铃汽车	0.91	0.93	1.09	1.31	19.8	19.3	16.5	13.7	强烈推荐
威孚高科	0.34	0.44	0.60	0.76	34.2	26.4	19.4	15.3	推荐
上海汽车	0.10	0.73	0.97	1.05	191.4	26.2	19.7	18.2	推荐
中国重汽	1.13	0.97	1.27	1.62	19.9	23.2	17.7	13.9	推荐
潍柴动力	2.32	2.54	2.62	2.86	20.6	18.8	18.2	16.7	推荐
一汽轿车	0.67	0.80	0.88	0.96	25.1	21.0	19.1	17.5	推荐
江淮汽车	0.04	0.26	0.29	0.36	201.0	30.9	27.7	22.3	推荐
福田汽车	0.38	0.84	0.78	0.75	39.8	18.0	19.4	20.1	中性
长安汽车	0.01	0.46	0.35	0.38	993.0	21.6	28.4	26.1	中性

资料来源: Wind.Net, 中投证券研究所

600066 宇通客车: 业绩持续增长的长期投资品种

09 年上半年, 销量高基数下的下滑, 下滑幅度好于行业。在全球经济增长放缓、海外出口萎靡的背景下, 公司 2009 年上半年实现销售 11361 辆, 受上年同期高基数影响, 同比下滑 26%, 好于行业 30% 的下滑幅度。公司产品销售结构继续保持稳定, 中高档车销售比重保持在 70% 左右, 大型客车占比约 40%, 产品均价由上年同期的 26.5 万/辆提升至本期的 29.7 万元/辆。

毛利率明显回升, 下半年有望延续。08 年下半年以来钢价的低位运行大大缓解了公司的成本压力, 宇通客车上半年毛利率由上年同期的 14.6% 回升至 16.5% 的水平, 同比回升 2 个百分点。从目前的情况看, 09 年钢价价格要明显低于 07 年水平, 下半年在产销规模扩大的情况下, 我们认为 09 年下半年公司客车业务毛利率将回到 17% 左右。

大中型客车行业低谷已过, 行业正增长可期。近期公路客运量增速不断恢复与提高, 大中型客车需求在逐步转好。2009 年 7 月, 大中型客车销量同比增长 20%, 为 2009 年以来首次正增长。根据往年客车销售的季节性特征, 下半年销量约为全年的 55% 以上。我们预计 2009 年宇通客车销售约 2.7 万辆, 较 2008 年小幅下滑 4%。2010 年, 在国家出台的“以旧换新”补贴政策、一些大型赛会以及出口市场逐步恢复等推动下, 宇通客车销量将实现约 10% 的增长。

维持“强烈推荐”评级。预测公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.84 元、0.95 元、1.07 元, 目前股价对应 09 年、10 年市盈率分别为 15 倍、14 倍, 估值水平处于行业低端。考虑到大中型客车是我国汽车业在全球具有比较优势的产业, 而宇通又是大中型客车行业的龙头, 我们维持对公司“强烈推荐”的投资评级, 给予公司 6-12 个月目标价 19 元, 对应 2010 年 20 倍 P/E。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8336	8431	9125	10038
同比(%)	4%	1%	8%	10%
归属母公司净利润	531	435	491	555
同比(%)	37%	-18%	13%	13%

毛利率(%)	15.7%	16.4%	16.4%	16.4%
ROE(%)	31.6%	24.1%	24.6%	24.9%
每股收益(元)	1.02	0.84	0.95	1.07
P/E	14.10	17.22	15.24	13.49
P/B	4.46	4.15	3.75	3.36
EV/EBITDA	7	8	7	5

000550 江铃汽车：业绩具有较高稳定性的优秀商用车公司

上半年销量增长 2.6%。2009 年上半年，公司实现整车销售 5.3 万辆，较上年同期增长 2.6%。受益汽车下乡政策，公司轻卡增长加快，销量较上年同期增长 7.7%；全顺商用车销量小幅下滑 3.5%，销售表现明显好于竞争对手南京依维柯，后者销量同比下滑近 20%。值得注意的是，7 月份全顺开始放量，单月销售超过 3000 辆，同比增长 24%。我们预计江铃 09 年完成销售 10.5 万辆，同比增长 11%。

毛利率环比如期回升。在产销规模扩大、钢材价格持续下跌等因素作用下，09 年上半年公司综合毛利率回升至 24.8%，略高于上年同期的 24.6%。但近几个季度环比回升明显，2009 年 2 季度单季毛利率达到 27.2%的历史较高水平。全年来看，我们维持公司 2009 年毛利率将会回升至 24-25%的历史平均水平的判断，主要基于以下几点预期：原材料钢材成本较 08 年显著降低；08 年后推出的新产品将改善 09 年公司产品销售结构；V348 的国产化率水平将继续提高。

公司未来三年成长明确。排放标准的升级有望驱动轻客柴油化比例进一步提高，江铃全顺作为该领域的领导者必将长期受益。在轻卡市场，排放标准的不断提高在一定程度上将促进轻卡市场整体向中高端迁移，未来中高档轻卡市场容量将不断扩大。江铃是同业内国 3 技术储备最完备的企业，在国家严格推动国 3 排放标准执行的情况下，我们认为江铃汽车的轻卡业务将迎来市场份额的快速提升。

维持“强烈推荐”评级。预测江铃汽车 2009-2011 年每股收益分别为 0.93 元、1.09 元、1.31 元，目前股价对应的 09 年、10 年市盈率分别为 20 倍、17 倍。公司未来几年成长相对明确，给予公司未来 6-12 个月目标价格 22 元，对应 2010 年 20 倍 P/E，维持“强烈推荐”评级。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	8587	10082	11911	14505
同比(%)	2%	17%	18%	22%
归属母公司净利润	797	826	965	1160
同比(%)	3%	3%	17%	20%
毛利率(%)	22.6%	23.8%	23.4%	22.9%
ROE(%)	19.4%	17.5%	17.9%	18.7%
每股收益(元)	0.91	0.93	1.09	1.31
P/E	19.80	19.28	16.49	13.69
P/B	3.83	3.38	2.95	2.56

EV/EBITDA 15 11 9 8

600104 上海汽车：销量增长与结构改善提升公司盈利水平

大额计提减值，2009 年上半年公司净利润较下滑 26.4%。公司 2009 年上半年盈利出现大幅下滑的主要原因是因双龙汽车进入回升程度，公司对其继续计提了 11.8 亿元的减值，已基本计提完毕。另外，本期实现证券投资收益 0.6 亿元，同比减少约 4 亿元。

上半年，本部与合营公司充分分享了我国汽车市场的繁荣。2009 年上半年，在行业政策刺激、宽松的货币投放以及财富效应等因素影响下，汽车市场再现繁荣，公司作为国内最大的汽车生产企业，也是充分受益。上海通用在新君威和雪佛兰克鲁兹的推动下实现了销量提升与产品销售结构的改善，上半年完成销售 28 万辆，增长 16%；上海大众在朗逸和晶锐的带动下实现销量 31 万辆，增长 15%。反映在财务报表中的合营公司投资收益达 28 亿元，同比增 10%。得益于汽车下乡、小排量车减税等政策刺激，上汽通用五菱收入同比增 53%。在本部方面，荣威品牌逐渐获得市场认同，销售 3.3 万辆，增长 300% 以上。

新产品推动下半年产品结构继续改善。下半年，上海通用的中高级轿车新君越与上海大众的昊锐的逐步放量将继续改善公司的产品结构，提升其盈利能力，下半年盈利基本乐观。但需要注意的是在 08 年下半年抑制需求的释放完毕、减税政策 09 年底到期以及货币政策或将紧缩的综合影响下，我们判断 2010 年的轿车市场增速将由 2009 年的 26% 左右下降至 10% 左右。

维持“推荐”评级。预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.73 元、0.97 元和 1.05 元，目前股价对应 09 年、10 年 P/E 分别为 25 倍、19 倍，估值处于行业中端，考虑到公司在国内汽车行业中的龙头地位以及在自主品牌和新能源汽车发展中的潜力，给予公司 6-12 个月目标价 20 元，对应 2010 年 20 倍的 P/E，维持“推荐”评级。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	105406	124914	132430	143036
同比(%)	1%	19%	6%	8%
母公司净利润	656	4784	6322	6901
同比(%)	-86%	629%	32%	9%
毛利率(%)	11.5%	12.9%	13.1%	13.1%
ROE(%)	1.9%	12.0%	14.3%	14.0%
每股收益(元)	0.10	0.73	0.97	1.05
P/E	191.19	26.22	19.84	18.18
P/B	3.62	3.15	2.83	2.55
EV/EBITDA	32	10	8	7

000951 中国重汽：静待从“量”到“利”的转变

公司上半年销量表现好于同业。受经济增长放缓、出口市场低迷以及上年同期基数较高等因素的影响,国内重卡市场 2009 年上半年销量同比下滑 31%。公司 2009 年上半年销售 4.2 万辆,同比下滑约 19%,销量表现好于同业,集团的市场份额由 07、08 年的 20%提升至 25%左右。我们预计公司 09 年销售 8 万辆,与上年持平。

毛利率如期回升,但销售费用增加使得单车利润未能明显提高。在钢价下跌及公司零部件采购成本有效控制等基础上,公司产品毛利率由去年 4 季度的 4.7%环比提升至 1 季度的 10.1%和 2 季度的 9.1%,毛利率回升符合我们前期的判断。在产销恢复的背景下,09 年公司毛利率水平达到 10%以上的概率较大。但公司目前为抢占更大的市场份额可能依然保持激进的销售政策,在销量下滑 19%的背景下,上半年销售费用增长 17%,这导致单车利润未能明显提高。在前期与曼合作协议的达成后,我们判断公司的销售策略将从量转到利润上来。

重卡行业趋势转好,下半年月度增速有望回升至 50%左右。09 年下半年至明年,国内强劲的固定资产投资仍将维持,同时随着全球经济的触底回升,进出口市场将逐步好转,这又将带动牵引车需求的恢复。实际上从最近几个月的数据看,公路货运量增速在不断恢复与提高,牵引车销量环比增长也在明显加快。我们预计下半年重卡有望销售 27 万辆,行业月度销量同比增速有望达到 50%左右。

维持“推荐”评级。维持中国重汽 2009-2011 年每股收益分别为 0.97 元、1.27 元和 1.62 元的预测。重卡是我国具有全球比较优势的行业,公司是国内重卡市场龙头,与曼的合作将进一步巩固公司重卡行业领导地位同时提升其海外市场的开拓能力,给予公司 6-12 个月目标价 32 元,对应 2010 年 25 倍 P/E,维持“推荐”评级。

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	19193	18842	20231	23232
同比(%)	11%	-2%	7%	15%
归属母公司净利润	473	405	531	679
同比(%)	-34%	-14%	31%	28%
毛利率(%)	8.6%	10.0%	10.4%	10.9%
ROE(%)	19.0%	14.3%	15.9%	17.1%
每股收益(元)	1.13	0.97	1.27	1.62
P/E	19.12	23.31	17.78	13.90
P/B	3.54	3.33	2.83	2.38
EV/EBITDA	11	11	8	7

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

陈光明, 中投证券研究所汽车行业分析师, 管理学硕士, 4 年行业经历, 5 年证券行业从业经验。

主要研究覆盖公司: 上海汽车、长安汽车、一汽轿车、宇通客车、金龙汽车、江铃汽车、江淮汽车、潍柴动力、中国重汽、威孚高科等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434