

政策延续 持续增长

—2010 年汽车行业投资策略

投资评级 推荐

投资要点:

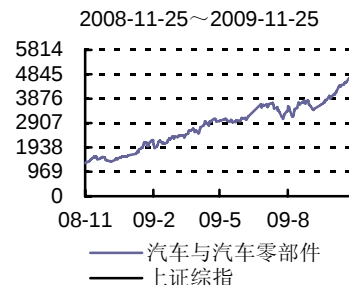
- **2009 年——我国车市的丰收年。**截止到今年 10 月份，我国汽车产销连续 8 个月达到百万辆水平，并于 10 月累计产销首次超过 1000 万辆，累计销量达 1089.14 万辆，累计同比增幅为 37.71%，成为超越美国的全球最大的汽车产销国。
- **经济回暖、优惠政策将延续、我国较低的人均汽车保有量、人均可支配收入的增长和城市化率的提高，**这些因素将有力促进我国汽车产业的持续发展。
- **乘用车大超预期，势头强劲。**交叉型乘用车和基本型乘用车是拉动乘用车增长的主要力量，2009 年 1-10 月累计同比增幅分别为 77.2%和 40.37%。2010 年政策延续、经济增长、人均可支配收入的提高，我们预计，2010 年乘用车增幅在 12%以上。
- **商用车逐步回暖，前低后高。**1-10 月商用车累计销售 270.11 万辆，同比增长 19.14%，表现差于乘用车，细分看，货车好于客车，小车好于大车。城乡经济发展促进轻（微）卡销售；固定资产投资和物流需求驱动重卡需求；公路旅客周转量持续增长驱动大客的新增需求和更新需求。我们预计，商用车 2010 年增幅在 8%左右。
- **投资策略：**2010 年的大消费主题，汽车销量增长可期待，行业景气可持续。行业新增产能有限，随着产销规模的扩大，虽原材料价格会有小幅上涨，行业毛利率仍有小幅上涨空间，盈利增长确定。估值看，由于汽车为可选消费板块，周期性明显，因而其估值弹性较大。但 2009 年是汽车股最佳的配置时机，2010 年稍显谨慎。具体到细分板块，乘用车板块估值弹性最大，盈利弹性受经营杠杆和财务杠杆作用也最大，看好 2010 年中级车市场的增长和小排量车增长带来的自主品牌轿车的盈利增长；商用车板块继续回暖，盈利增长确定，关注固定资产投资增长和经济复苏带来的确定增长机会，该板块市场竞争格局相对稳定，建议关注龙头地位公司；零部件板块随着整车车板块的增长，盈利增长滞后于整车板块的增长，同时关注出口恢复情况，盈利弹性较大。
- **建议重点关注公司。**乘用车板块：行业龙头上海汽车、战略转型为综合性汽车公司的 2010 年主要看点在乘用车的江淮汽车；商用车板块：建议关注具有龙头地位公司：福田汽车、宇通客车、潍柴动力；汽车零部件板块：关注零部件龙头华域汽车和受益出口复苏的中鼎股份、福耀玻璃。

2009 年 11 月 25 日

主要数据

行业指数	4600.16
上证指数/深圳成指	3223.53/13453.28
公司家数	86
总市值(百万元)	698786.74
流通市值(百万元)	477446.80

52 周行情图



相关研究报告

《》，2009-11-11

《》，2009-11-2

《》，2009-11-2

联系方式

研究员： 闻祥
 电 话： (86-21) 51097188-1870
 电 邮： wenxiang@gyzq.com.cn
 联系人： 赵喜娟
 电 话： (86-21) 51097188-1952
 电 邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地 址： 中国上海市浦东南路 379 号
 金穗大厦 15F (200120)

目 录

第 1 部分	2009 年——车市丰收年	4
1.1	2009 年——我国车市的丰收年	4
1.2	销大于产，厂家库存维持低位	6
1.3	我国汽车产业的发展空间较大	6
第 2 部分	乘用车大超预期，势头强劲	7
2.1	受益于政策利好，交叉型乘用车增长最为迅猛	8
2.2	受益于政策利好和内需增长，轿车需求超预期	8
2.3	2010 年乘用车势头将依然强劲	9
第 3 部分	商用车逐步回暖，前低后高	10
3.1	轻卡、微卡销售平稳增长	10
3.1.1	汽车下乡政策助力轻卡微卡销售增长	10
3.1.2	轻卡竞争格局相对稳定，中低端轻卡生产商机遇更大	11
3.1.3	政策延续，市场看好	11
3.2	重卡需求渐趋平稳	11
3.2.1	2009 重卡销量增幅前低后高	11
3.2.2	重卡有逐渐替代中卡的趋势	12
3.2.3	固定资产投资和物流需求驱动重卡需求	12
3.3	大中客市场逐渐恢复	13
第 4 部分	行业估值稍显谨慎	15
4.1	行业盈利弹性较大	15
4.2	行业估值稍显谨慎	15
第 5 部分	相关上市公司推荐	16
5.1	乘用车：盈利弹性、估值弹性较大	16
5.2	商用车：经济增长，盈利增长确定	18
5.3	汽车零部件：受益内需增长和出口恢复	21

图表目录

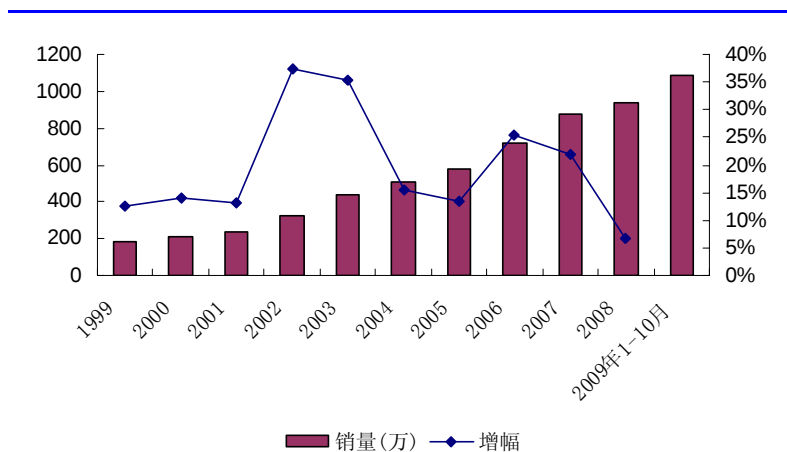
图 1:1999 以来我国汽车销量及增幅	4
图 2:2008 年以来单季度我国汽车销量及增幅	5
图 3: 2006 年-2009 年汽车月度销量	5
图 4: 2007 年-2009 年 10 月汽车月度销量增幅 (%)	5
图 5: 乘用车和商用车 2009 年 1-10 月销量累计增幅逐月提升 (%)	5
图 6: 2009 年 1-10 月厂商新增库存	6
图 7: 2007 年世界主要国家和世界平均每千人汽车保有量	7
图 8: 2009 年 1-10 月各细分车型累计同比增幅 (%)	7
图 9: 2006 年-2009 年 10 月交叉型乘用车月度销量	8
图 10: 2006 年-2009 年 10 月基本型乘用车月度销量	8
图 11: 2006 年-2009 年 10 月轿车销量分排量占比图	8
图 12: 2008 年我国各省区城镇居民家庭人均可支配收入	9
图 13: 2009 年我国各省区城镇居民家庭人均可支配收入 (根据第三季度数字年化)	9
图 14: 2009 年 1-10 月商用车各车型累计同比增幅 (%)	10
图 15: 2006 年-2009 年 10 月轻卡 (含非完整) 月度销量	10
图 16: 2006 年-2009 年 10 月微卡 (含非完整) 月度销量	10
图 17: 主要轻卡生产企业 2004 年以来市场份额图	11
图 18: 2006 年-2009 年 10 月重卡 (含非完整和半挂) 月度销量	12
图 19: 2005 年-2009 年 1-10 月重卡、中卡销量比例	12
图 20: 城镇固定资产投资累计完成额及增速	12
图 21: 铁路、公路、水运、民航货物周转量占比 (%)	12
图 22: 铁路、公路、水运周转量月度同比增幅	13
图 23: 半挂牵引车 2006-2009 年 10 月月度销量	13
图 24: 2006 年-2009 年 10 月大中客 (含非完整车辆) 月度销量图	13
图 25: 公路旅客周转量增幅与大中客销量增幅比较	14
图 26: 铁路、公路、水运、民航旅客周转量占比 (%)	14
图 27: 2006-2009 年季度行业营业收入与汽车销量	15
图 28: 2006-2009 年季度行业营业收入增幅与汽车销量增幅	15
图 29: Wind 汽车制造和汽车零配件与设备板块销售毛利率	15
图 30: Wind 汽车板块与 A 股 PE 估值比较	16
图 31: Wind 汽车板块与 A 股 PB 估值比较	16
表 1: 2009 年前 10 个月汽车产销量和新增库存	6
表 2: 上海汽车盈利预测表 (亿元)	17
表 3: 江淮汽车盈利预测表 (万元)	18
表 4: 福田汽车盈利预测表 (亿元)	19
表 5: 宇通客车盈利预测表 (万元)	20
表 6: 潍柴动力盈利预测表 (万元)	20
表 7: 华域汽车盈利预测表 (亿元)	22
表 8: 中鼎股份盈利预测表 (万元)	22

第 1 部分 2009 年——车市丰收年

1.1 2009 年——我国车市的丰收年

2008 年，受国际金融危机的影响，我国汽车产销形势不容乐观，特别是 2008 年下半年非常低迷，似乎从 1999 年开始的我国汽车产业的高速发展时期即将结束。在 1999 年-2007 年的七年间，我国汽车年销量从 1999 年的 183.2 万辆一路直上到 2007 年的 879.2 万辆，增长近 5 倍，实现了连续九年的两位数的高增长。然而，高增长却因 2008 年突来的金融危机而被中断，2008 年全年销售汽车 938.05 万辆，仅实现 6.70% 的增速，增速急剧下降，汽车工业形势十分危急。

图 1:1999 以来我国汽车销量及增幅

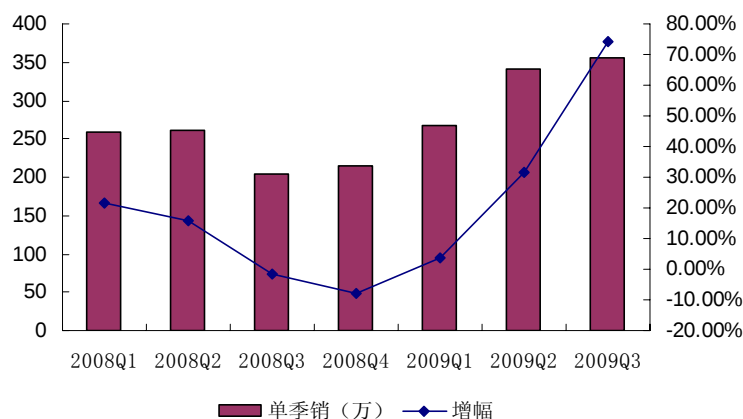


资料来源：ACCM、国元证券研究中心

2009 年我国为应对金融危机陆续出台了十大产业振兴和调整规划。2009 年 1 月 14 日国务院常务会议上最先审议并原则通过《汽车产业调整振兴规划》。该规划主要有以下几个重要方面：第一，减征车辆购置税刺激乘用车消费和用 50 亿财政补贴刺激商用车消费。对 1.6 升及以下排量乘用车从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日按 5% 征收车辆购置税；对商用车消费的刺激针对轻型载货车和轻型客车，从 2009 年 3 月 1 日至 12 月 31 日，国家安排 50 亿元，对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买 1.3 升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴，即“汽车下乡”政策，后来此政策由换购补贴改成直接补贴；第二，要推进汽车产业重组；第三，实施新能源汽车战略，推动低碳经济发展。

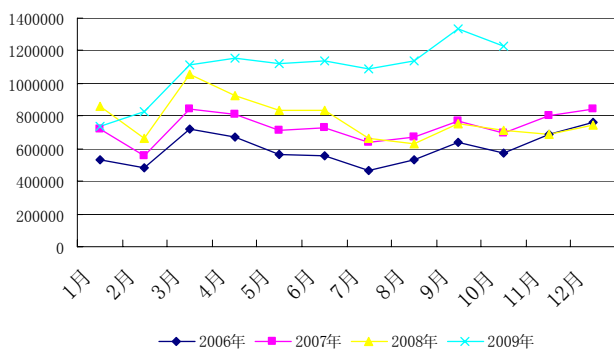
政策刺激立竿见影，我国汽车销售从 2009 年一季度开始有回暖迹象。2009 年一季度我国汽车产销分别为 256.76 万辆和 267.88 万辆，同比增长 1.91% 和 3.88%，一举扭转 2008 年第三和第四季度同比下滑的局面。2009 年二三季度销售逐季回暖，同比增速 31.36% 和 74.11%，我国汽车销售迅速回暖。

图 2:2008 年以来单季度我国汽车销量及增幅



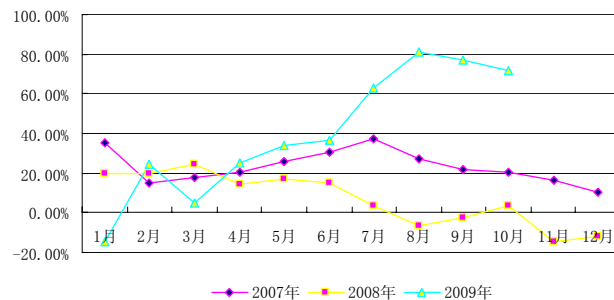
资料来源: ACCM、国元证券研究中心

图 3: 2006 年-2009 年汽车月度销量



资料来源: ACCM 国元证券研究中心

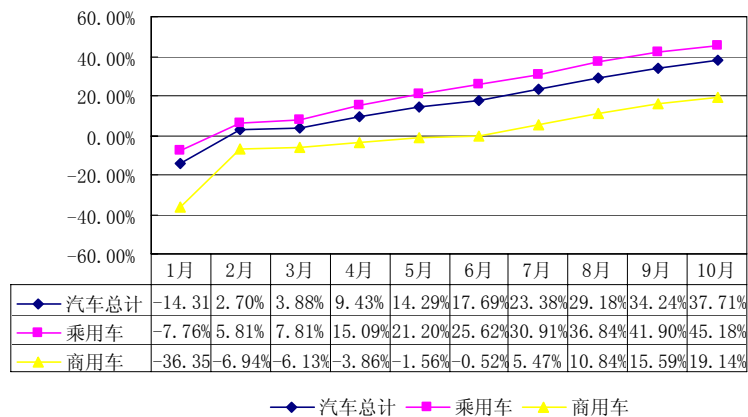
图 4: 2007 年-2009 年 10 月汽车月度销量增幅 (%)



资料来源: ACCM 国元证券研究中心

累计产销看, 1-10 月汽车累计产销 1087.32 万辆和 1089.14 万辆, 同比增长 36.23% 和 37.71%, 成为超越美国的全球最大的汽车产销国。其中, 乘用车 1-10 月累计销售 819.03 万辆, 同比增长 45.18%, 商用车 1-10 月累计销售 270.11 万辆, 同比增长 19.14%。乘用车和商用车累计同比增幅逐月上升, 已实现全面回暖。乘用车增幅高于商用车, 优惠政策对乘用车刺激更加明显。

图 5: 乘用车和商用车 2009 年 1-10 月销量累计增幅逐月提升 (%)



资料来源: ACCM 国元证券研究中心

1.2 销大于产，厂家库存维持低位

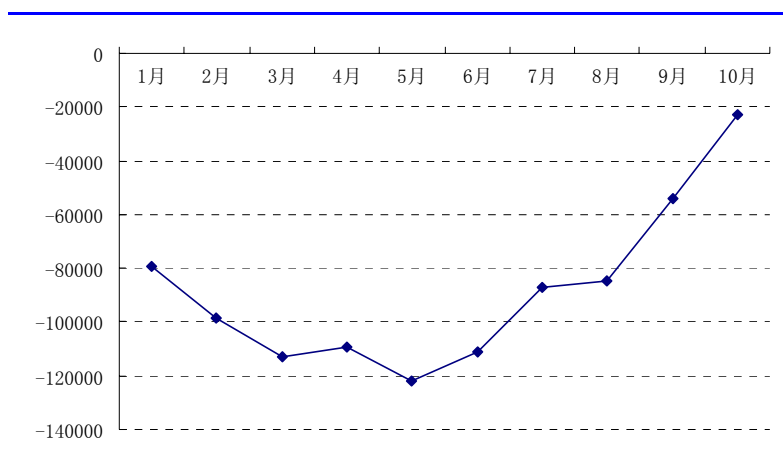
2009年1-10月，我国汽车产量低于销量。由于中汽协公布的数字为厂家批发数字，因此反映厂家的库存始终低位运行，低库存造成今年汽车价格体系在钢材等原材料价格大幅下跌的情况下依然稳定。经销商处库存也较低，部分城市已出现提车难现象，车市火爆可以想象。

表 1：2009 年前 10 个月汽车产销量和新增库存

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
产量	656845	807900	1095418	1156834	1106898	1153132	1109628	1140736	1362132	1258018
销量	735865	827550	1109734	1153082	1119716	1142076	1085558	1138498	1331809	1226319
本月产销率	112.03%	102.43%	101.31%	99.68%	101.16%	99.04%	97.83%	99.80%	97.77%	97.48%
本期产销率	112.03%	106.74%	104.33%	102.87%	102.46%	101.8%	101.17%	100.98%	100.52%	100.17%
本期新增库存	-79020	-98670	-112986	-109234	-122052	-110996	-86926	-84688	-54365	-22666

资料来源：ACCM 国元证券研究中心

图 6：2009 年 1-10 月厂商新增库存



资料来源：中汽协 国元证券研究中心

2009年，在厂家谨慎排产计划和国家政策的拉动下，1-5月全国汽车产销率达到102.46%，行业库存创两年以来的新低，轿车和交叉型乘用车库存水平平均出现较大幅度下降，成为当时令汽车厂商最伤脑筋的问题。面对较紧库存形势，6月后，各车企及时调整生产节奏，使库存得到充分释放。但经销商处库存仍偏低，提车难现象时隔两年再次出现。

1.3 我国汽车工业的发展空间较大

我们认为，2009年我国汽车工业的良好发展形势证实我国汽车业仍有很大的发展空间。2010年后增长将延续，具体基于以下原因：

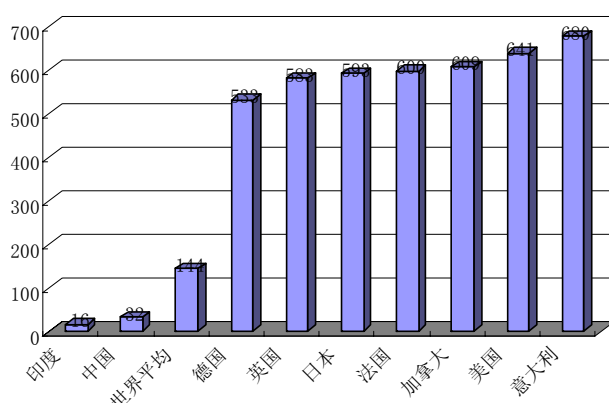
第一，经济回暖。我国汽车业从1999年以来平均年销量增长接近20%，几乎两倍于GDP的增速。2008年我国汽车销量增幅突然下降到6.7%的水平，是金融危机导致的特殊经济环境所致，不是中国汽车市场的真实需求的反映。今年第三季度国内GDP同比增长8.9%，经济呈现V字形反转，我国汽车消费已提前GDP增长而增长。

第二，优惠政策仍将延续。2010年我国经济发展的主基调是“保增长、调结构”，拉动经济的三架马车之一——消费将在2010年保增长中贡献更大力量。汽车（乘用车）作为耐用消费品，2006年、2007年、2008年和2009年1-9月汽车消费在社会总消费中占比不断加大，分别为3.86%、4.02%、4.15%和4.97%，汽车消费对社会总消费的贡献度越来越大。汽车产业涉及面广、关联度高，前后产业链长，消费拉动大，汽车产业的较快平稳发展对促进国民经济发展具有重要意义。2009年汽车购置税减半优惠政策、汽车下乡政策、“以旧换新”政策有力地促进了汽车销售。2010年，我国仍将执行

促进汽车消费的政策，汽车购置税减半政策、“以旧换新”政策以及新能源汽车整车刺激力度有望加大。

第三，我国人均较低的汽车保有量为我国汽车工业发展提供空间。2007 年全球平均每千人汽车保有量为 144 辆，排名靠前的意大利、美国、加拿大、法国、日本的每千人汽车保有量分别为 680 辆、641 辆、609 辆、600 辆和 593 辆，而我国每千人汽车保有量为 32 辆（2008 年我国每千人汽车保有量为 38 辆），与上述保有量水平有很大差距。以发达国家经验看，当千人保有量低于 140 辆-150 辆时，汽车销量增速维持相对高位；之后，汽车销量增速将放缓；当千人保有量达到 300 辆的时候，汽车需求从首次购买转换成更新为主。考虑到影响汽车需求的其他因素（如道路、停车条件等），我国上述阶段可能会提前来到，但相对很低的人均汽车保有量仍然为我国的汽车工业发展提供广阔空间。

图 7：2007 年世界主要国家和世界平均每千人汽车保有量



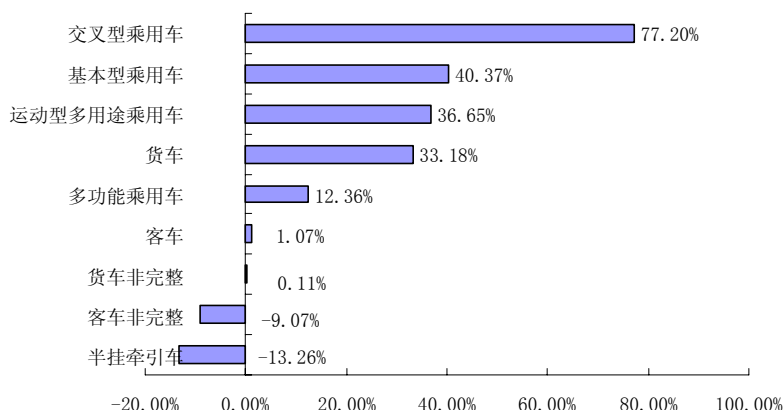
资料来源：ACCM 国元证券研究中心

第四，人均可支配收入的增长和城市化率的提高也是驱动汽车需求的主要因素。随着这两个因素的提高，越来越多的居民加入到有能力购买和消费汽车行列，成为推动未来我国汽车消费的最主要的力量。

第 2 部分 乘用车大超预期，势头强劲

2009 年 1-10 月乘用车完成销售 819.03 万辆，同比增长 45.18%，商用车完成销售 270.11 万辆，同比增长 19.14%，乘用车好于商用车。

图 8：2009 年 1-10 月各细分车型累计同比增幅（%）



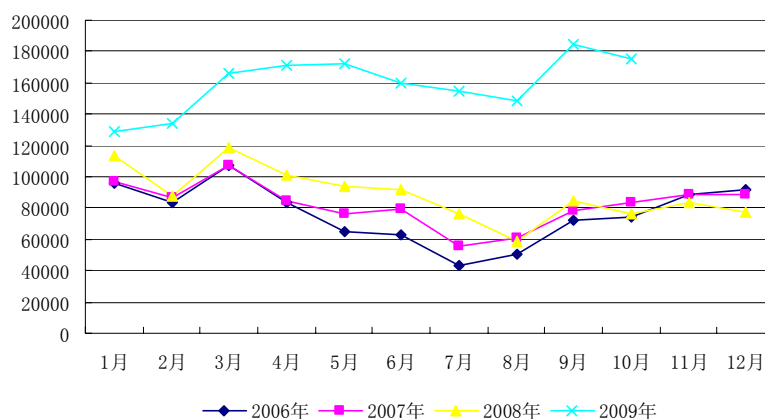
资料来源: ACCM 国元证券研究中心

各细分车型中, 乘用车的四个细分车型(交叉型乘用车、基本型乘用车、运动型多用途乘用车 SUV、多功能乘用车 MPV) 都有增长, 其中交叉型乘用车和基本型乘用车增幅大于乘用车增幅, 是拉动乘用车销量增长的主要车型。

2.1 受益于政策利好, 交叉型乘用车增长最为迅猛

交叉型乘用车这种微型客车既可客运, 也可以少量货运, 适用于个体客运经营和个体运输需求, 在城乡结合部最受农民欢迎。此车型由于同受双重利好政策(购置税减半优惠政策和汽车下乡政策) 的刺激, 在 2009 年第一个迅猛增长, 也是增幅最大的车型。2009 年 1-10 月份累计同比增幅为 77.2%。

图 9: 2006 年-2009 年 10 月交叉型乘用车月度销量

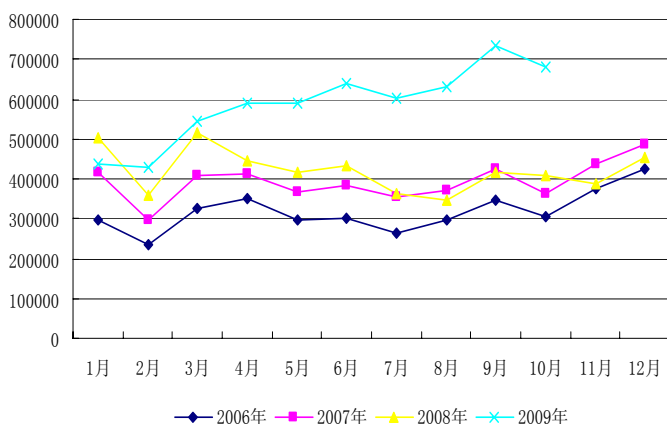


资料来源: ACCM 国元证券研究中心

2.2 受益于政策利好和内需增长, 轿车需求超预期

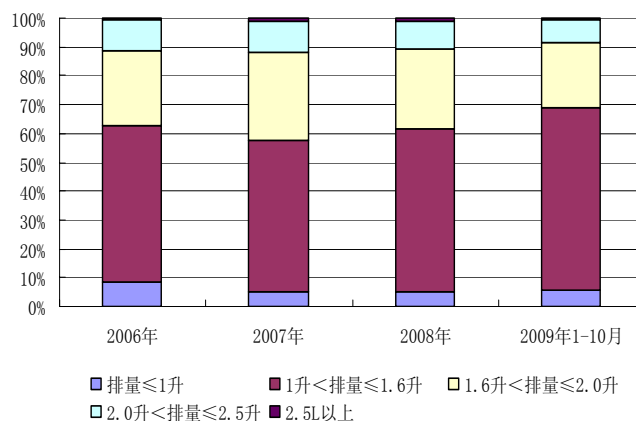
基本型乘用车(轿车) 1-10 月份累计同比增幅为 40.37% (其中 1.6L 及以下排量的轿车销售增幅为 58.25%), 仅次于交叉型乘用车, 是增幅排名第二的车型。

图 10: 2006 年-2009 年 10 月基本型乘用车月度销量



资料来源: ACCM 国元证券研究中心

图 11: 2006 年-2009 年 10 月轿车销量分排量占比图



资料来源: ACCM 国元证券研究中心

2009 年在购置税减半的优惠政策刺激下, 车市结构有了明显调整, 1.6L 及以下排量轿车销售 2009 年 1-10 月的占比为 69.16%, 这一占比在 2006-2008 年为 62.84%、57.64% 和 61.54%, 占比呈现提高趋势。

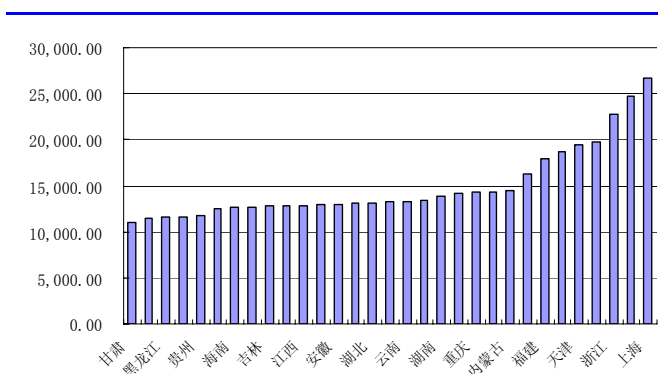
2.3 2010 年乘用车势头将依然强劲

保增长、拉内需，汽车优惠政策将延续，2010 年，我国仍将执行促进汽车消费的政策，汽车购置税减半政策、“以旧换新”政策以及新能源汽车政策优惠力度有望加大。

2009 年在所有的汽车调整政策中，购置税减半的优惠政策力度最大，效果最明显，不但有效地刺激了汽车需求，还有力地调整了汽车结构。车市结构的优化，有利于节能减排，促进自主品牌发展。工信部新闻发言人已在 11 月 5 日的中国工业经济秋季运行形势报告会上表示，考虑延续汽车购置税减半的优惠政策。

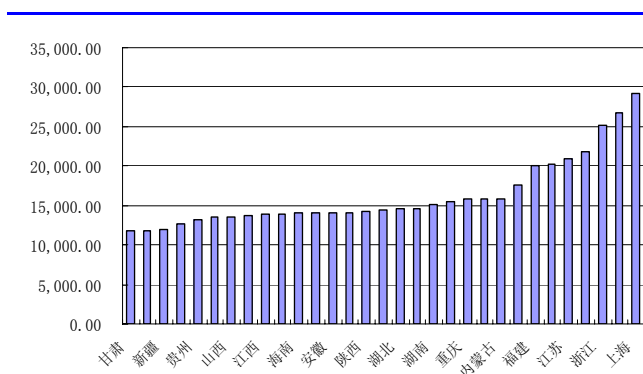
2003 年以来上海等沿海发达省份城镇居民人均可支配收入陆续达到 14000 元，伴随着的是从 02 年开始的车市的高增长，直到 08 年因金融危机而中断。因此，根据这一经验，我们认为人均可支配收入达到 14000 元后，将步入汽车消费时代。根据国家统计局公布的 2009 年第三季度的城镇人均可支配收入进行年化计算，2009 年将新增湖南、河北、湖北、河南、陕西、四川、安徽、云南、海南九省区的城镇居民人均可支配收入达到或超过 14000 元，吉林、江西、山西等省份的城镇居民人均可支配收入将逼近 14000 元。

图 12：2008 年我国各省区城镇居民家庭人均可支配收入



资料来源：WIND 国元证券研究中心

图 13：2009 年我国各省区城镇居民家庭人均可支配收入（根据第三季度数字年化）



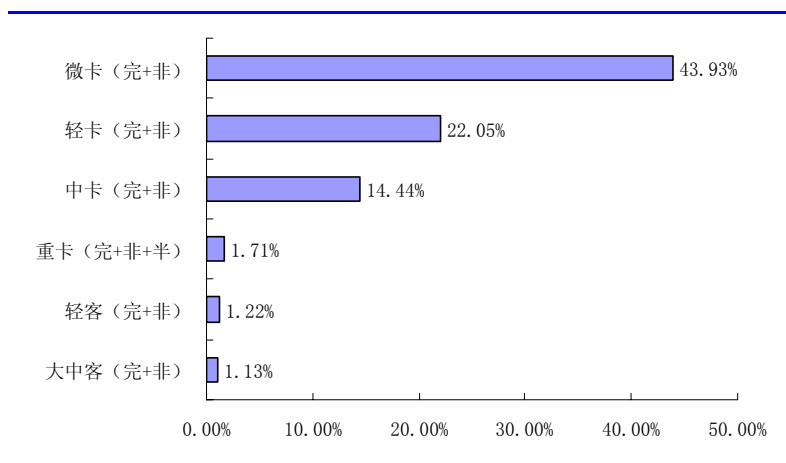
资料来源：WIND 国元证券研究中心

受益于此，二三线城市的居民首次购车需求得到提升，再加上购置税减半和养路费减免的政策刺激，中低端车型在二三线城市获得畅销。我们认为，未来几年内，随着中西部省份居民可支配收入陆续步入汽车消费区间——人均可支配收入 1.4 万元以上，汽车消费将在二、三线城市居民的新增需求和一线城市居民的换购需求下得以强劲驱动。2010 年乘用车仍将保持 12%以上的增长。

第3部分 商用车逐步回暖，前低后高

2009年1-10月我国商用车完成销售270.11万辆，同比增长19.14%，明显落后于乘用车。细分看，货车好于客车，小车好于大车。

图14：2009年1-10月商用车各车型累计同比增幅（%）



资料来源：ACCM 国元证券研究中心

3.1 轻卡、微卡销售平稳增长

3.1.1 汽车下乡政策助力轻卡微卡销售增长

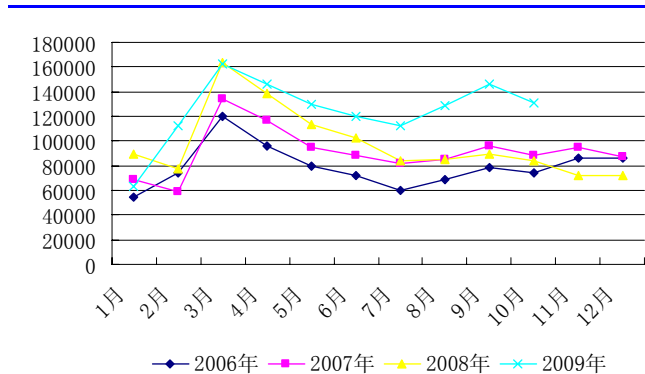
今年3月13日发布的《汽车摩托车下乡实施方案》明确对农民报废三轮汽车和低速货车换购轻型载货车以及购买1.3升以下排量的微型客车，给予一次性财政补贴。此即为对轻卡和微客实施的“汽车下乡”政策。但由于轻卡补贴有换购的限制，刺激作用弱于微客。

6月11日《汽车摩托车下乡操作细则》印发，与之前的《方案》相比，《细则》主要有以下几点改进：一、明确将微卡纳入补贴范围；二、直接购买轻卡也能享受补贴，由换购升级为直购。

截止到2009年10月份，我国已实现轻卡和微卡（含非完整车辆）销售1253819辆和434965辆，累计同比增幅为22.05%和43.93%，成为拉动货车增长的主要车型。

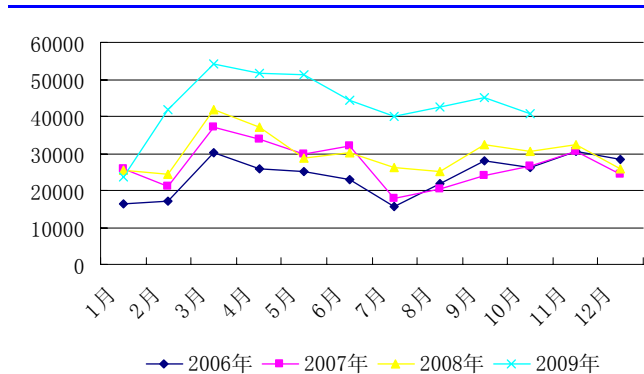
轻卡主要用于城乡物流运输市场，受益于城市化率的提高和城乡经济的繁荣，轻卡销量平稳增长。实证研究表明，我国的轻卡销量与GDP的增速高度相关。

图15：2006年-2009年10月轻卡（含非完整）月度销量



资料来源：ACCM 国元证券研究中心

图16：2006年-2009年10月微卡（含非完整）月度销量



资料来源：ACCM 国元证券研究中心

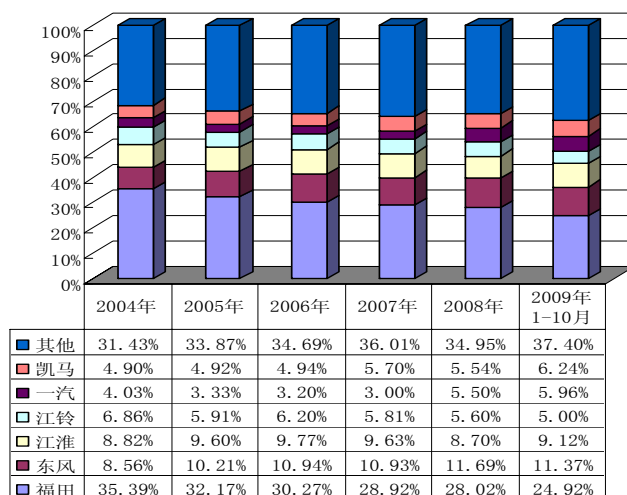
微卡纳入补贴范围，更符合中西部农村市场需求，由于中西部道路基础设施相对薄

弱，农民购买力较弱，微卡凭借其尺寸小、排量低、价格便宜的优势更能满足当地农民的农用车升级换代的需求。因此，2009 年微卡的销售增幅高于轻卡增幅。

3.1.2 轻卡竞争格局相对稳定，中低端轻卡生产商机遇更大

轻卡行业竞争格局相对稳定，前几家企业福田、东风、江淮、江铃、凯马和一汽占据 60%以上市场份额。行业龙头福田的市场份额在 25%左右；东风和江淮属于第二阵营，分列二、三位，市场份额分别为 11.37%和 9.12%，其余凯马、一汽、江铃市场份额均在 5%左右。产品结构方面，福田汽车九成以上为低端的时代轻卡，江淮的康铃和帅铃轻卡分属于低端和中端，东风汽车的小霸王和多利卡轻卡档次略微高于江淮轻卡，江铃则主要以高端轻卡庆铃五十铃为主，也有中端的轻卡江铃凯运。

图 17：主要轻卡生产企业 2004 年以来市场份额图



资料来源：ACCM 国元证券研究中心

轻卡主要用于城乡物流运输市场，因此它的需求主要在城乡结合部和广大农村，鉴于中国国情，未来轻卡销售结构将继续下移，具备规模优势的低端轻卡企业福田、东风、江淮将受益。福田汽车的低端轻卡的下游微卡将更加受益于在未来几年微卡市场空间的发展。

3.1.3 政策延续，市场平稳

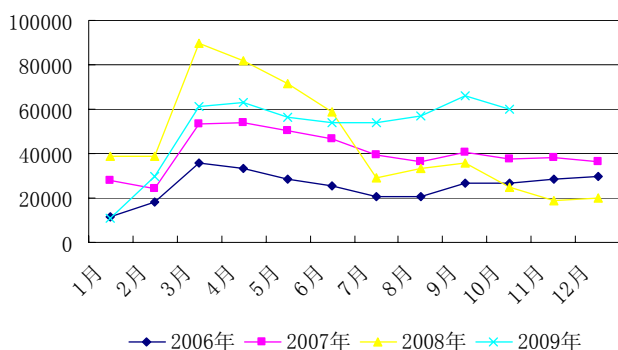
今年 6 月发布《汽车摩托车下乡操作细则》中规定的汽车下乡政策的实施时间为 2009 年 3 月 1 日至 2009 年 12 月 31 日。该政策其实到 6 月以后才产生效果，在明年调结构保增长的基调下，拉动内需将成为主题之一，因此汽车下乡政策有望延续。2009 年该政策的执行已经促使部分农民兄弟提前购买，2010 年销量提前释放和政策效应将边际递减，2010 年轻微卡的销量保持平稳，增幅与 09 年相比将大幅下降，轻卡小幅增长，微卡难以增长。

3.2 重卡需求渐趋平稳

3.2.1 2009 重卡销量增幅前低后高

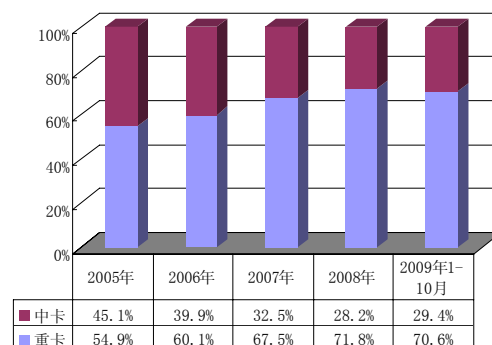
2008 年由于国Ⅲ排放标准的实施和金融危机的爆发导致当年的销量呈现“前高后低”的走势非常显著，2008 年上半年和下半年的销量结构为 70: 30，而在正常年份（以 2006 年和 2007 年为例）的上下半年的销量结构为 52: 48。2009 年上半年我国实现重卡销量为 27.5 万辆，同比下降 27.71%；7-10 月份实现重卡销售 236715 辆，比去年同期的 122807 辆同比增长 92.75%，由于基于 2008 年扭曲的销量结构，月度或季度同比已不具有可比性。预计全年仍可实现 63 万辆的销量，增幅 16%。

图 18: 2006 年-2009 年 10 月重卡（含非完整和半挂）月度销量



资料来源: ACCM 国元证券研究中心

图 19: 2005 年-2009 年 1-10 月重卡、中卡销量比例



资料来源: ACCM 国元证券研究中心

3.2.2 重卡有逐渐替代中卡的趋势

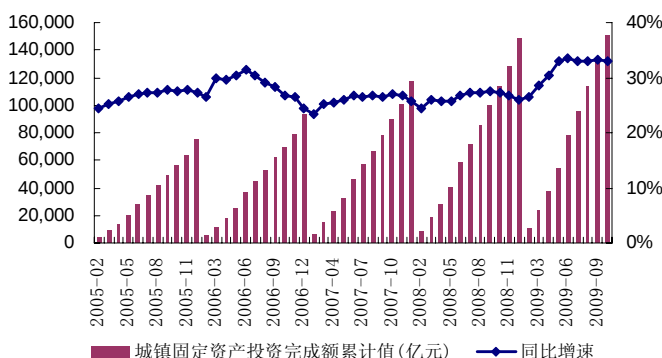
计重收费以来,重卡有逐渐替代中卡的趋势。2005 年至 2008 年,重卡销量比重不断升高,中卡销量比重逐渐下降,2009 年 1-10 月由于重卡销量增幅前低后高的销量结构,这种趋势没有得以真实反映。目前我国重卡的保有量只相当于中卡保有量的 80%左右,因此替代过程还将持续相当时间。

3.2.3 固定资产投资和物流需求驱动重卡需求

固定资产投资依然高位运行,1-10 月份城镇固定资产投资完成额累计为 15.07 万亿元,同比增长 33.10%,处于历史的相对高位,预计全年固定资产投资总额有望超过 18 万亿。

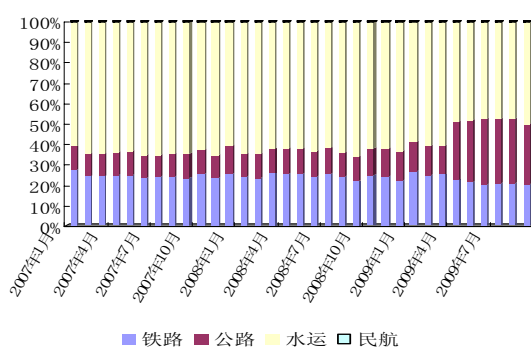
去年金融危机以来,国家出台的 4 万亿投资计划主要的执行时间是从 2008 年第四季度至 2010 年,因此明年这一计划仍将继续推进;今年投入的基建等项目平均工期较长,后续几年仍将持续投入,因此未来城镇固定资产投资仍将维持高位。

图 20: 城镇固定资产投资累计完成额及增速



资料来源: WIND 国元证券研究中心

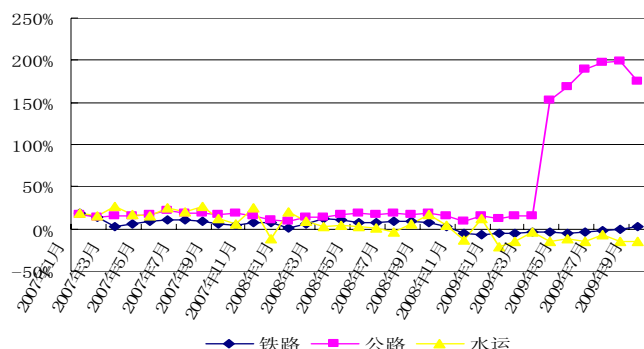
图 21: 铁路、公路、水运、民航货物周转量占比 (%)



资料来源: WIND 国元证券研究中心

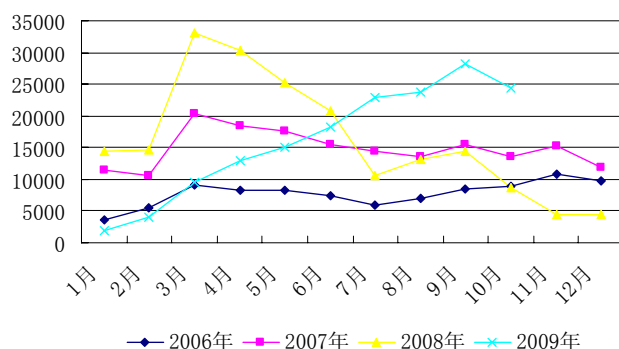
在货运周转量中,由于铁路覆盖范围不及公路广泛,且铁路基建投资相对于经济发展缓慢,虽近几年政府加大铁路投资,但运力缺口仍越来越大,因此公路货运周转量占比逐渐增大。据国家统计局数据,2008 年公路货物周转量在总货物周转量中的占比为 12.59%,2009 年第一季度占比为 14.41%,4 月该占比急剧上升到 28.88%,4-9 月份总的占比为 30.70%。可见,公路运输的优势明显从而导致其占比扩大。

图 22：铁路、公路、水运周转量月度同比增幅



资料来源：WIND 国元证券研究中心

图 23：半挂牵引车 2006-2009 年 10 月月度销量



资料来源：WIND 国元证券研究中心

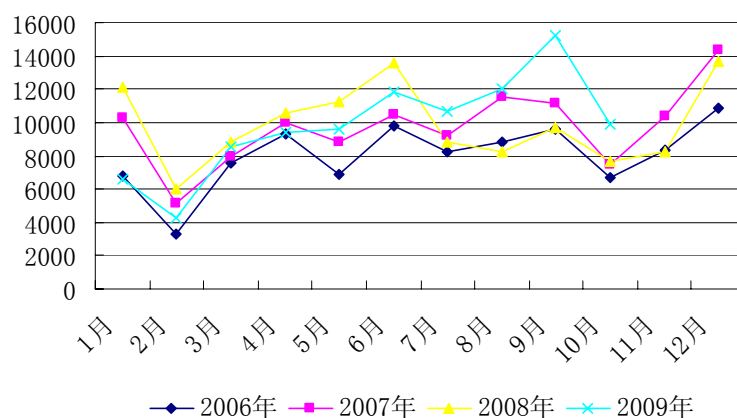
从铁路、公路和水运货物周转量的月度同比增幅看，从今年 4 月份后，虽总货物周转量月度同比增幅仅在 15%左右，但由于铁路运力和水运运力同比下降，公路货物周转量同比增幅突然放大到 150%以上，我国半挂车的销量随着公路货物周转量的增加而稳步增加，到年底半挂车的累计同比增幅将由负转正。我们判断，2010 年公路货物周转量仍将高位运行，公路物流需求将强力推动半挂车的新增需求和更新需求。

由此，在固定资产投资驱动的重卡完整与非完整车和物流需求的驱动的半挂车的拉动下，在我国城镇化进程还将持续相当长的时间的情况下，我们判断重卡在相当长时间内仍将保持增长。预计，10 年重卡销量有望增长 15%左右。

3.3 大中客市场逐渐恢复

2009 年虽然我国汽车销量连创新高，但是商用车不如乘用车，客车不如货车，大中客不如轻客，大中客是所有细分市场中，表现最差的车型。2009 年上半年每月的大中客销量增幅均为负，7 月后，单月增幅开始转正。累计同比增幅看，直到 9 月，累计同比增幅依然为-1.25%，10 月累计同比增幅开始转正，为 1.13%。2009 年，车市逐渐回暖，大中客回暖最晚。

图 24：2006 年-2009 年 10 月大中客（含非完整车辆）月度销量图

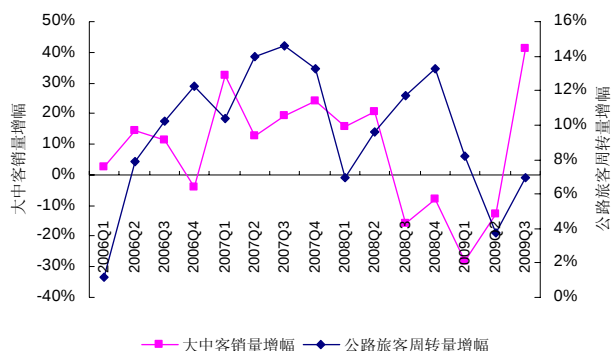


资料来源：ACCM 国元证券研究中心

2008 年由于奥运因素、国III排放标准的实施，2008 年上半年大中客集中消费现象明显，再加上金融危机的影响，导致 2008 年下半年直到 2009 年上半年客车消费一直低迷。一方面是内销和海外出口受到国际金融危机的影响而大幅度减少。内销方面，由于

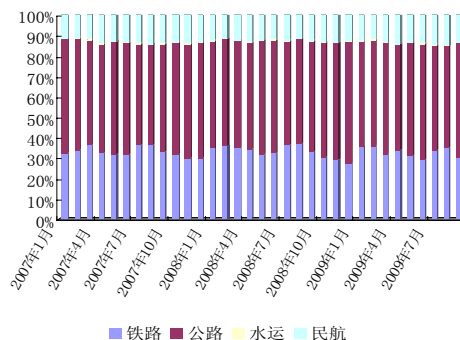
金融危机的影响，公路客运周转量不高，旅游、客流需求不高，影响上半年客车销量需求。出口方面，客车的出口占比较高，因此出口下滑对客车的销量影响也最大。另一方面，今年政府出台的一系列刺激汽车消费的政策中，几乎没有针对刺激客车需求的政策。

图 25：公路旅客周转量增幅与大中客销量增幅比较



资料来源：WIND 国元证券研究中心

图 26：铁路、公路、水运、民航旅客周转量占比 (%)



资料来源：WIND 国元证券研究中心

公路旅客周转量占比平稳，公路客流不会受到铁路客流的挤占。现在有更为快捷的动车组，对客车需求的影响并不是很大。动车组一般在 400 至 500 公里以上才会有优势，而在短途的客流运输中，客车以其方便灵活仍占据优势。在 300 至 400 公里之间它们会有些竞争和交集，而在 500 公里以上，一般都会选择火车，而 200 公里以下基本上就是客车的市场。动车和城际快车有一定的局限性，目前动车主要开行在主要的中心城市之间线，并且铁路和公路运输也是互补的，很多人春节回家，包括旅游，都是坐完火车再坐客车，两者并不存在完全替代的现象。从铁路、公路旅客周转量占比看，不存在铁路客流挤占公路客流的情况。据国家统计局数据，2007 年以来，我国公路旅客周转量占比一直为 55% 左右，比较平稳。

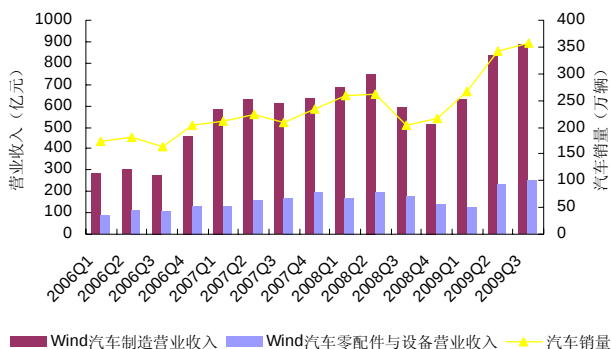
从 2009 年下半年起，提前消费而压抑需求的影响已经结束，经济回暖导致公路旅客周转量增幅已逐渐回升，两因素将共同促进大中客需求增长。下半年起，大中客已实现单月同比正增长，1-10 月累计同比增幅为 1.13%，已开始转正，年末的最后两个月是大中客的销售旺季，2009 全年大中客有望实现 5% 的增幅。明年仍将延续增长，亚运会和世博会等大型赛事将提升政府换车需求，明年大中客销量增长确定性强，预计有望实现 8% 的增长。

第 4 部分 行业估值稍显谨慎

4.1 行业盈利弹性较大

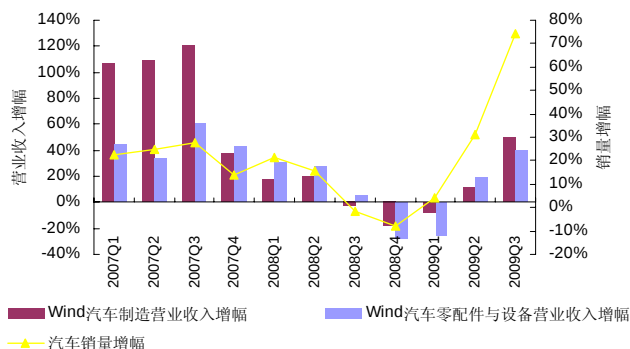
据 Wind 统计，汽车制造板块和汽车零配件与设备板块的营业收入与汽车行业的销量趋势一致，增幅趋势也一致。

图 27：2006-2009 年季度行业营业收入与汽车销量



资料来源：WIND 国元证券研究中心

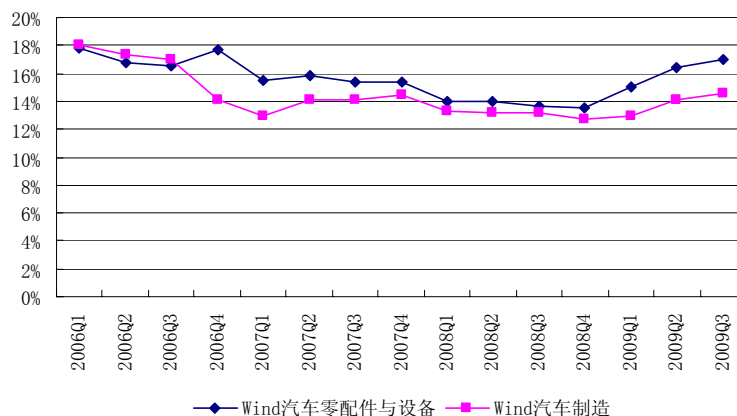
图 28：2006-2009 年季度行业营业收入增幅与汽车销量增幅



资料来源：WIND 国元证券研究中心

汽车板块的销售毛利率在今年钢材等原材料价格低位徘徊的背景下随着产销规模的扩大而提高。2010 年，行业产销规模将进一步提高，而行业新增产能有限，产能利用率提高，虽然钢材等原材料成本会有小幅上涨，在经营杠杆的作用下，行业毛利率仍会继续提高一个百分点以上。

图 29：Wind 汽车制造和汽车零配件与设备板块销售毛利率



资料来源：Wind 国元证券研究中心

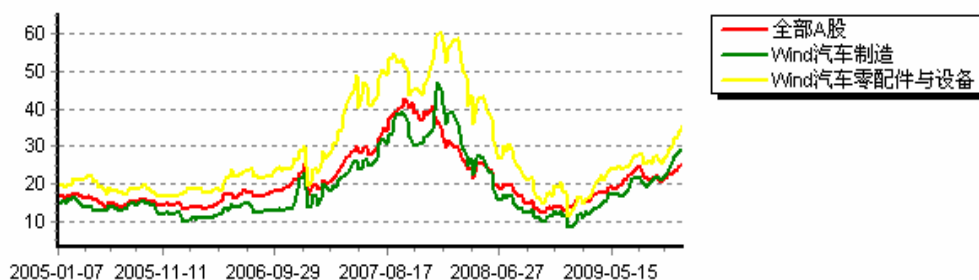
4.2 行业估值稍显谨慎

以 Wind 板块分类，以市盈率（整体法、财务数据匹配规则 当年三季×4/3）估值看，当前的 A 股、汽车制造板块和汽车零配件与设备板块的市盈率分别为 25 倍、29 倍和 35 倍，若以明年 EPS 计算，两板块的市盈率为 20-25 倍左右，处于合理估值区间。

以市净率（整体法，剔除负值，当年三季报）估值看，当前的 A 股、汽车制造板块和汽车零配件与设备板块的市净率分别为 3.5 倍、3.8 倍和 3.82 倍，现在汽车股的估值相当于 2007 年大盘 4200 点左右的估值水平。但从 ROE 水平看，2007 第三单季度汽车制造板块和汽车零配件与设备板块的 ROE 分别为 2.85% 和 2.22%，2009 年第三单季度汽车制造板块和汽车零配件与设备板块的 ROE 则分别为 5% 和 4.21%，因此 PB 估值仍有向上空间。但我们认为，2009 年是本轮周期中配置汽车股的最佳时机，2010 年稍显

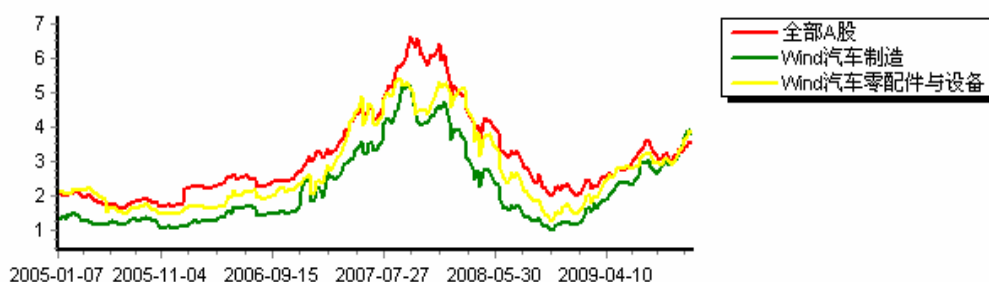
谨慎。

图 30: Wind 汽车板块与 A 股 PE 估值比较



资料来源: Wind 国元证券研究中心

图 31: Wind 汽车板块与 A 股 PB 估值比较



资料来源: Wind 国元证券研究中心

由于汽车为可选消费板块，周期性明显，因而其估值弹性较大。基于汽车行业的良好盈利预期和该板块较大的估值弹性，我们仍然维持行业“推荐”的投资评级。

具体到各细分板块，乘用车板块估值弹性最大，盈利弹性受经营杠杆和财务杠杆作用也最大，看好 2010 年中级车市场的增长和小排量车增长带来的自主品牌轿车的盈利增长；商用车板块继续回暖，盈利增长确定，关注固定资产投资增长和经济复苏带来的确定增长机会，该板块市场竞争格局相对稳定，建议关注具有龙头地位公司；零部件板块随着整车板块的增长，盈利增长滞后于整车板块的增长，同时关注出口恢复情况，盈利弹性较大。

第 5 部分 相关上市公司推荐

5.1 乘用车：盈利弹性、估值弹性较大

乘用车板块估值弹性最大，盈利弹性受经营杠杆和财务杠杆作用也最大，看好 2010 年中级车市场的增长和小排量车增长带来的自主品牌轿车的盈利增长。推荐乘用车龙头上海汽车和战略转型为综合性汽车公司的 2010 年主要看点在乘用车的江淮汽车。

上海汽车

● **整车销量创新高。**公司 2009 年 1-9 月份共销售整车 194.75 万辆，同比增加 47.3%，市场占有率为 20.1%，比去年同期提高 1.8 个百分点，继续领先于国内五大汽车集团。其中自主品牌车销售 65755 辆，同比增加 186.4%；合资品牌车销售 103.97 万辆，同比增加 37.7%，微车销售 75.62 万辆，同比增长 64.2%。

● **投资收益是利润的主要来源。**上海大众销量喜人，双品牌发展势头良好；上海通用销售好转，别克品牌表现突出。公司前三季度实现的营业利润是 55.04 亿元，其中对联营企业和合营企业的投资收益为 52.18 亿。如不考虑上半年计提双龙的 11.82 的资产减值损失，则前三季度的营业利润为 66.86 亿元，对联营企业和合营企业的投资收益占其营业利润的比重则为 78%。其中联营企业和合营企业整车板块（主要为大众和通用）的投

资收益为 44.9 亿元，可见，上海大众（1-9 月销量 51.21 万辆，同比增加 38.17%）和上海通用（1-9 月销量 48.02 万辆，同比增加 35.36%）销售良好，为公司贡献了 81.6% 的营业利润。合资公司的投资收益仍将保持稳定增长，支撑上汽的业绩增长。

● **荣威已实现制造阶段的盈利。**自主品牌发展良好，在荣威 550 热销的带动下，不考虑研究开发支出，荣威品牌已实现制造阶段的盈利，但名爵、南维柯等自主品牌仍然亏损。全部自主品牌的盈亏平衡点在 16 万台左右，今年自主品牌销量有望达到 8.9 万台，明年在荣威 350 的上市，销量有望继续大幅增长，但实现自主品牌整体盈利仍有困难。

● **新能源汽车自主研发正在进行。**2009 年 1 月公司与上汽集团共同投资 20 亿元，成立上海捷能汽车技术有限公司，自主开发能够逐步替代传统内燃机驱动技术的油电混合和纯电驱动核心产品技术。上汽已明确提出新能源汽车产业化发展目标——2010 年自主品牌混合动力轿车荣威 750 上市，2012 年荣威 550 插电式强混轿车上市，自主品牌纯电动轿车推向市场。**确保完成世博会新能源汽车任务。**2010 年 5 月 1 日至 10 月 31 日，上海世博会将在浦江两岸举行。凭借上海汽车强大的研发和生产能力，将会出色完成世博会新能源汽车任务。预计，上汽将会提供以下新能源车辆——园区内（零排放）车辆：纯电动（12 米大巴和工作用车）、超级电容（12 米大巴）和燃料电池（12 米大巴、轿车、观光车）；园区外（低排放）车辆：混合动力（12 米大巴、轿车）。

● **盈利预测与投资评级。**预测 09-10 年的 EPS 为 0.94 元和 1.48 元，公司作为我国汽车集团的龙头，在明年世博会新能源汽车概念的刺激下，可以享受较高估值，维持“推荐”的投资评级。

表 2：上海汽车盈利预测表（亿元）

亿元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,058.92	1,386.00	1,690.92	1,860.01
减：营业成本	932.35	1,195.92	1,452.90	1,598.19
营业税金及附加	7.90	14.87	17.49	19.24
销售费用	71.90	97.77	118.30	128.30
管理费用	53.76	45.44	46.65	53.15
财务费用	15.17	6.75	10.00	11.91
资产减值损失	32.29	12.50		
加：投资收益	44.89	78.00	98.28	113.02
营业利润	-9.70	90.75	143.86	162.24
加：营业外收入	5.14	0.90		
减：营业外支出	0.25	0.40		
利润总额	-4.80	91.25	143.86	162.24
减：所得税费用	3.70	6.81	10.07	12.98
归属于母公司股东的净利润	6.56	61.71	96.87	109.39
EPS（元）	0.10	0.94	1.48	1.67

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

江淮汽车

●公司 10 月 18 日推出和悦轿车，明年初推出悦悦轿车后，将覆盖 MPV、SUV 和 A0、A、B 和 C 级车 6 大乘用车产品平台和轻卡重卡以及底盘生产。**江淮汽车成为自主品牌阵营中产品线最长、车型品种最丰富的企业。**

●**传统业务稳定发展。**瑞风 MPV 领跑行业，2009 年 1-9 月销量同比增长 22.68%，高于细分行业（销量同比增长 8.05%）14.63 个百分点。毛利率有望恢复到 31% 以上的水平，仍是公司利润的主要来源。“汽车下乡”刺激轻卡业务发展。江淮轻卡 2009 年 1-9 月销

量累计同比增长 28.82%，市场份额进一步扩大，毛利率在诸多利好因素下有望上涨到 14% 以上的水平。

● **战略业务已现曙光。**轿车业务大规模投入，三年又建一个新江淮。同悦轿车带动轿车上规模，轿车业务渐入佳境。10 月 18 日和悦轿车上市，直面竞争对手比亚迪 F3，性价比比较高。预测轿车今年销量达 72000 辆，年底有望达到月度盈亏平衡。

● **多项政策催化。**汽车下乡、购置税减半、汽车以旧换新等政策对公司构成利好。

● **维持“推荐”的投资评级。**预测公司 2009 年和 2010 年的 EPS 分别为 0.31 元和 0.48 元。由于公司正处在战略转型期，盈利能力低于正常经营水平，盈利弹性非常大，业绩超预期的可能性非常大。长远看公司将发展成自主品牌以乘用车为主的综合性整车生产企业，轿车业务明年即将大反转，开始盈利，维持“推荐”的投资评级。

表 3：江淮汽车盈利预测表（万元）

万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1,427,381.99	1,472,464.28	2,025,819.42	2,949,290.10
减：营业成本	1,219,885.76	1,295,891.63	1,733,538.09	2,555,207.78
营业税金及附加	42,323.09	38,126.21	48,619.67	70,782.96
销售费用	66,162.46	64,983.01	139,781.54	171,058.83
管理费用	58,147.73	66,353.23	64,826.22	73,732.25
财务费用	1,195.86	2,551.26	4,456.80	5,603.65
资产减值损失	948.56	3,911.20	4,051.64	4,718.86
加：投资收益	0.30	-161.67	226.11	316.55
营业利润	38,718.84	486.08	30,771.57	68,502.32
加：营业外收入	3,286.79	2,258.15	2,800.00	
减：营业外支出	219.10	477.51	200.00	
利润总额	41,786.54	2,266.73	33,371.57	68,502.32
减：所得税费用	8,767.28	-3,741.91	-6,674.31	6,850.23
少数股东损益	173.50	303.49	256.73	395.24
归属于母公司股东的净利润	32,845.76	5,705.14	39,789.16	61,256.85
EPS（元）	0.27	0.04	0.31	0.48

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

5.2 商用车：经济增长，盈利增长确定

商用车板块继续回暖，盈利增长确定，关注固定资产投资增长和经济复苏带来的确定增长机会，该板块市场竞争格局相对稳定，建议关注具有龙头地位公司：福田汽车、宇通客车、潍柴动力。

福田汽车

● **新能源汽车概念。**公司以“新能源”为其核心战略，规划到 2010 年新能源汽车产量将超过 1 万辆，2015 年希望新能源汽车能占到 15% 的比重，新能源概念将是公司股价再次上行的催化剂。

● **轻（微）卡市占率继续保持第一。**受政策刺激，福田轻微卡从市场获益，1-8 月实现轻微卡销售累计同比增长 28.30%，行业排名继续保持第一。

● **经济复苏、物流需求驱动福田中重卡销量。**随着我国经济逐步复苏，投资驱动的中重卡的需求和物流驱动的半挂牵引车的需求正在快速恢复和增长。1-8 月公司中重卡（含非完整车辆）完成销售 49896 辆，累计同比增长 4.9%。基于去年下半年的低基数，累计同比增长将逐月大幅放大。

● **关注经营模式转变，盈利能力明显提升。**2009 年上半年公司的净利率为 2.3%，较前两年有很大提升。

●**福田康明斯年底具备批量生产能力。**短期内，在达到 10 万台的盈亏平衡点前，福田康明斯仍将贡献负投资收益。长期看将提升高端轻卡和蒙派克的竞争优势，同时带来主营利润的增加和投资收益的增加。

●**组建福田戴姆勒公司可能在今年年底或明年初成立。**公司成立后，中重卡业务不再并表，按 50% 的权益计入投资收益，短期看，中重卡业务贡献的净利将会减少，长期看，随着合资公司做大做强，将贡献更大的收益。

●**维持“推荐”的投资评级。**不考虑与戴姆勒组建中重卡合资公司而引起的会计核算方法的变化和评估增值的影响，预测 09 年—11 年的 EPS 分别为 1.02 元、1.26 元和 1.34 元，维持“推荐”的投资评级。

表 4：福田汽车盈利预测表（亿元）

亿元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	300.70	445.00	498.40	548.24
减：营业成本	276.32	390.71	434.60	479.71
营业税金及附加	0.87	2.18	2.44	2.69
销售费用	9.91	20.83	25.42	28.51
管理费用	9.74	17.13	18.94	20.28
财务费用	1.31	0.89	1.25	1.37
资产减值损失	0.88	0.75		
加：投资收益	-0.12	-0.60	-0.30	0.50
营业利润	1.56	11.91	15.45	16.18
加：营业外收入	1.98	0.60		
减：营业外支出	0.42	0.25		
利润总额	3.12	12.41	15.45	16.18
减：所得税费用	-0.34	3.13	3.94	3.92
归属于母公司股东的净利润	3.46	9.28	11.51	12.26
EPS（元）	0.40	1.01	1.26	1.34

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

宇通客车

● 受益于行业复苏，单季度销售增 49.63%。单三季度，公司共销售客车 7474 辆，同比增长 49.63%，环比下降-1.2%；其中大、中、轻型客车分别销售 2861 辆、3811 辆和 802 辆，同比分别增长 15.13%、-10.03%和 19.88%。行业情况看，据中汽协数据，单三季度，我国实现客车（包括非完整车辆）为 97212 辆，同比增长 29.66%，环比增长 10.03%。其中，大中客实现销售 37863 辆，同比增长 41.09%，环比增长 7.12%。单 2009 年三季度宇通的大中客市场份额为 17.62%，2009 年前三季度的市场份额为 19.11%，2008 年全年的大中客市场份额为 20.41%，市场份额略有下降。

● 毛利率上涨，三费比率平稳。单三季度，公司销售毛利率为 17.07%，公司上半年的毛利率为 16.46%，毛利率继续提高。前三季度毛利率为 16.70%，较去年同期提高 2.52 个百分点，主要原因为原材料价格较低，中高档车型占比提高。三费比率显示出公司较强的控制能力，前三季度三费比率为 9.75%，去年同期为 9.76%，费用比率平稳。

● 四季度销售旺季和行业的进一步复苏将有助于业绩提升。四季度中的 11 月份和 12 月份是传统的客车销售旺季，从 2006-2007 年的数据统计看，11 月和 12 月份的月销量占全年的销量比为 8.8%和 11.9%左右，虽然 9 月份销量较低，第四季度的销量仍占全年的 27.5%左右，加之今年上半年大中客销售萎靡，三、四季度逐渐复苏，四季度的大中客企业的业绩仍有望超预期。

● 盈利预测与投资评级。预测公司 2009 年和 2010 年的 EPS 为 0.91 元和 1.00 元，公司作为客车行业龙头，随着出口回暖和行业复苏，公司将充分享受行业增长，理应享受更高的估值，维持“推荐”的投资评级。

表 5：宇通客车盈利预测表（万元）

万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	788,077.26	833,567.19	823,000.00	954,680.00
减：营业成本	642,260.09	702,401.15	684,736.00	795,248.44
营业税金及附加	7,917.20	2,997.39	4,115.00	4,773.40
销售费用	41,099.97	40,535.31	39,915.50	45,824.64
管理费用	36,968.18	41,006.07	39,504.00	45,824.64
财务费用	1,801.86	2,070.00	823.00	954.68
资产减值损失	5,486.43	15,154.53	1,800.00	0.00
加：公允价值变动收益	1,537.80	-1,684.37	400.00	
投资收益	4,929.56	35,300.11	3,233.80	
营业利润	59,010.90	63,018.48	55,740.30	62,054.20
加：营业外收入	1,545.70	967.41	1,500.00	
减：营业外支出	773.82	1,003.43	600.00	
利润总额	59,782.78	62,982.46	56,640.30	62,054.20
减：所得税费用	16,197.71	10,572.67	8,496.04	9,308.13
净利润	43,585.07	52,409.79	48,144.25	52,746.07
少数股东损益	5,888.66	-694.50	481.44	527.46
归属于母公司股东的净利润	37,696.41	53,104.29	47,662.81	52,218.61
EPS（元）	0.73	1.02	0.92	1.00

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

潍柴动力

● 产业链完善，有利于协同效应的发挥。公司的产品涵盖从动力总成（发动机、变速箱、车桥）到重卡整车，拥有重卡行业完整的产业链，有利于协同效应的发挥。

● 扩大配套领域，打造通用动力供应商。全面涉足重卡、装载机、挖掘机、大中客、船舶和工业发电等领域。

● 良好的对外合作助推稳定增长。公司已与德国博世公司和福田汽车签署长期战略协议。

● 公司各项产品在行业处于领先优势。下半年在物流运输需求驱动的半挂牵引车的拉动下，重卡销量将会超过上半年，全年重卡销量可实现小幅增长，4 万亿投资拉动工程机械行业销量增长，潍柴三大产品将从中受益。

● 毛利率有望提升。公司发动机的成本构成主要是钢材、外协件，外协件的采购成本也与钢材价格有高相关性。因此，发动机成本与钢材价格相关性很大。变速箱和重卡成品也于钢价价格正相关。09 年钢材价格低位运行，有助于毛利率提升。

● 盈利预测与投资评级。我们预测，2009 年、2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 4.16 元、4.21 元和 4.48 元，维持“推荐”的投资评级。

表 6：潍柴动力盈利预测表（万元）

万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,312,778.44	3,461,853.47	3,738,801.75	3,850,965.80

减：营业成本	2,642,903.18	2,620,623.08	2,848,966.93	2,919,032.07
营业税金及附加	13,412.54	15,232.16	15,702.97	16,174.06
销售费用	163,139.45	159,245.26	175,723.68	177,144.43
管理费用	162,401.06	145,397.85	160,768.48	165,591.53
财务费用	28,633.21	17,309.27	24,302.21	29,652.44
资产减值损失	37,208.22	40,000.00	29,000.00	29,000.00
加：投资收益	-2,522.03	1,500.00	1,600.00	1,650.00
营业利润	262,558.76	465,545.86	485,937.48	516,021.27
加：营业外收入	16,087.76	9,000.00		
减：营业外支出	4,565.64	2,000.00		
利润总额	274,080.88	472,545.86	485,937.48	516,021.27
减：所得税费用	32,898.90	69,831.88	72,890.62	77,403.19
少数股东损益	48,047.32	56,379.96	61,957.03	65,792.71
归属于母公司股东的净利润	193,134.66	346,334.03	351,089.83	372,825.37
EPS（元）	2.32	4.16	4.21	4.48

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

5.3 汽车零部件：受益内需增长和出口恢复

零部件板块随着整车板块的增长，盈利增长滞后于整车板块的增长，同时关注出口恢复情况，盈利弹性较大。关注零部件龙头华域汽车和受益出口复苏的中鼎股份。

华域汽车

- **资产重组将公司打造成国内最大的独立汽车零部件供应商。**巴士股份将退出原从事的公交客运、出租车客运、长途客运服务以及物流租赁等业务，通过股权无偿划转、出售资产和发行股份购买资产三步骤，将上汽集团 23 家独立供应汽车零部件业务置入上市公司，从而将公司打造成国内最大的独立汽车零部件供应商。重组后，上汽集团持有其股本的 60.1%，成为其最大控股股东。
- **注入公司多为细分行业的龙头公司，盈利能力较强。**本次拟注入的资产分为内外饰件类、功能性总成件类和热加工类，前两类相关业务资产盈利能力强，背靠外资方股东，具有较强的研发能力，公司多为细分市场龙头，盈利能力较强。
- **上汽集团实施“中性化、零级化、国际化”的发展战略将拓展公司的发展空间。**公司已在全国主要的汽车生产基地上海、吉林、湖北、山东等地布局，便于给整车厂配套，依靠其规模优势和技术优势，为中性化发展打下基础，提升在国内的市场份额。
- **重组完成后，公司资产由三部分构成。**拟购买资产的子公司权益 85.2 亿元；民生银行 1.976 亿股权和兴业证券 4800 万股；出售资产所得现金 24.5 亿元。公司的现金非常充裕，可能适时进行资产收购，利于发展。
- **盈利预测与投资评级。**预测 09- 11 年的实现 EPS 分别为 0.54 元、0.66 元和 0.78

元。考虑到公司的现金类资产，对应的每股价值为 0.77 元。综合考虑到公司在汽车零部件行业的龙头地位和良好的股东背景，维持“推荐”的投资评级。

表 7：华域汽车盈利预测表（亿元）

亿元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	54.25	233.00	279.60	335.52
减：营业成本	48.59	195.95	235.70	283.85
营业税金及附加	1.61	0.21	0.25	0.30
销售费用	0.19	2.91	3.36	4.03
管理费用	6.60	19.57	22.93	27.18
财务费用	2.32	0.42	0.84	2.01
资产减值损失	0.15	0.10		
加：投资收益	0.74	10.25	12.81	15.37
营业利润	-4.47	24.09	29.34	33.53
加：营业外收入	4.86	0.30		
减：营业外支出	0.53	0.31		
利润总额	-0.14	24.08	29.34	33.53
减：所得税费用	0.50	1.95	2.48	2.72
归属于母公司股东的净利润	-0.36	13.93	17.17	20.16
EPS（元）	-0.02	0.54	0.66	0.78

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

中鼎股份

● 公司顺利通过保密资格认证和国军标质量体系认证。通过这两个认证后，公司将进行武器装备生产许可证的认证工作，目前公司相关部门正在紧锣密鼓地推进工作。在拿到认证后，公司将可顺利进入军工领域的配套，目前相关的配套企业正在开发中。

● 公司顺利通过认证，标志着公司的产品研发实力和生产能力很强。公司是目前国内最大的综合性的橡胶零件生产企业，具有从配料、密炼、翻炼，出片到冷却包装的完整的生产流程体系，具有炼胶、制模、硫化一体化的产业结构。军工质量体系认证较民品质量体系认证的要求严格许多，需要满足许多特殊工艺的要求。认证的通过标志着公司的研发实力和规模优势显著，产品质量水平较高。对提升公司的品牌的知名度和美誉度大有帮助，对公司将来顺利进入其他领域如船舶、铁路、航天航空等领域打下坚实基础。

● 公司出口回暖明显。9 月份后，海外销售同比增幅由负转正，据估计出口同比增幅已达两位数。明年海外订单充分，预计其同比增幅将达 30%以上。

● 毛利率稳步回升。公司三季报的毛利率为 34.47%，同比提高 7.64 个百分点。其中第一、二、三单季度的毛利率分别为 33.20%、34.07%和 35.58%，稳步上升。边角料循环使用的新技术和生产规模的不断扩大致使毛利稳步回升。

● 盈利预测与投资评级。预测 2009 年-2010 年的 EPS 为 0.50 元和 0.59 元，考虑到公司在非轮胎橡胶行业的龙头地位和进入军工领域和其他领域的良好成长性，维持“推荐”的投资评级。

表 8：中鼎股份盈利预测表（万元）

万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	62,509.69	102,536.89	141,000.00	180,610.00
减：营业成本	44,950.56	72,416.88	92,355.00	117,757.72
营业税金及附加	395.78	575.65	1,128.00	1,444.88

销售费用	2,479.65	4,962.88	8,178.00	10,655.99
管理费用	3,791.76	6,529.09	11,985.00	14,810.02
财务费用	767.08	1,819.43	2,538.00	3,612.20
资产减值损失	190.12	921.16	300.00	
加：投资收益		52.36	600.00	840.00
营业利润	9,934.74	15,364.16	25,416.00	33,169.19
加：营业外收入	3,279.31	2,044.58	2,500.00	
减：营业外支出	191.83	156.86	70.00	
利润总额	13,022.22	17,251.88	27,846.00	33,169.19
减：所得税费用	3,235.62	2,591.81	4,176.90	4,975.38
少数股东损益	0.00	1,310.91	2,603.60	3,101.32
归属于母公司股东的净利润	9,786.60	13,349.17	21,065.50	25,092.49
EPS（元）	0.31	0.42	0.50	0.59

资料来源：公司公告 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn