

汽车、机械

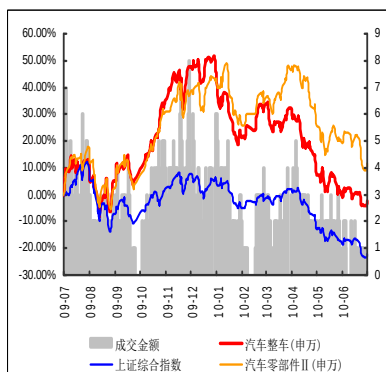
汽车行业 2010 年下半年投资策略

面临阶段性增速回落，中长期前景依然良好

2010 年 7 月 8 日

评级：看好

一年汽车行业走势图



资料来源：wind

研究员
张旭

联系人

白宇

010-82190365

Email: baiyu@sxzq.com

MSN: ericbai1982@yahoo.com.cn

张小玲

0351-8686990

010-82190365

zhangxiaoling@sxzq.com

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

投资要点

● **宏观经济下滑，行业需求增长面临考验。**汽车行业已经是中国经济的支柱性行业，与宏观经济密切相关。未来两个季度，宏观经济形势虽然二次探底的可能性较低，但是阶段性回落将不可避免。在此背景下，作为典型的可选消费品，乘用车需求必将受到一定影响。同时经济调结构以及房地产的调控政策也将直接压制固定资产投资及房地产投资增长，作为投资品的商用车需求也将从上半年的高位回落。

● **价格、成本双双下降，行业盈利保持稳定。**在行业需求回落的情况下，产品价格战成为经销商促进销量的唯一手段。三季度将是汽车价格战最为严重的阶段，但随着 9 月份汽车销量旺季的到来汽车价格下降的趋势将放缓。同时，由于宏观经济回落，钢材等大宗商品的价格大幅度回落，汽车行业的成本压力大幅度减弱。综合来看，汽车行业的盈利水平也将维持。目前行业整体毛利水平在 15%左右，优质企业的毛利在 20%左右。

● **产能利用率长期压力不大，短期结构性过剩。**在行业面临增速下滑的大背景，汽车企业近期的扩产行为无疑增加了市场对产能利用率下滑的担忧。我们认为从中长期的角度来看，我国汽车市场的增长空间仍然较大，因此不应该对汽车厂商的扩张过分忧虑。同时，我们认为，目前的主流合资汽车厂商的扩产计划相对较为理性，而部分自主品牌厂商的扩张速度较快，因此未来中高端汽车的产能扩张压力并不大，而低端车型有可能出现过剩。

● **细分行业中，商用车下半年的增速压力更大。**在行业整体面临增速回落的情况下，下半年我们最为看好轿车和大中客子行业。我们认为由于消费具有一定的刚性，并且轿车销量增速二季度已经开始回落，未来大幅度回落的可能性降低。我们对交叉型乘用车、重卡的销量最为担忧，交叉型乘用车的市场空间本就不大，而前期的销量高增过度的透支了这块市场的需求。重卡方面，房地产投资的回落，公路货运的充分恢复使其下半年继续维持上半年爆发性增长的可能性不大。大中客周期性较弱，因此未来几个季度销量增速仍将继续上行。

● **投资策略。**虽然增速面临下滑，但是汽车行业上市公司半年报及三季报的业绩表现仍然有可能非常优异，建议关注其中比较突出的企业如：中国重汽(000951)、潍柴动力(000338)、东风汽车(600006)、福田汽车(600166)。在行业下行阶段，一些周期性较弱的投资品种价值会凸显。这方面我们建议关注大中客子行业，以及经营稳健的企业，如宇通客车(600066)、江铃汽车(000550)。作为中国的支柱性产业，伴随着我国产业升级、经济质量的提升，汽车行业必将涌现出一些未来的世界性企业，我们建议战略性关注有这样潜力乘用车集团，如上汽、一汽，建议关注他们旗下的上市公司如上海汽车(600104)、一汽轿车(000800)、华域汽车(600741)。

请务必阅读正文之后的特别声明部分

目 录

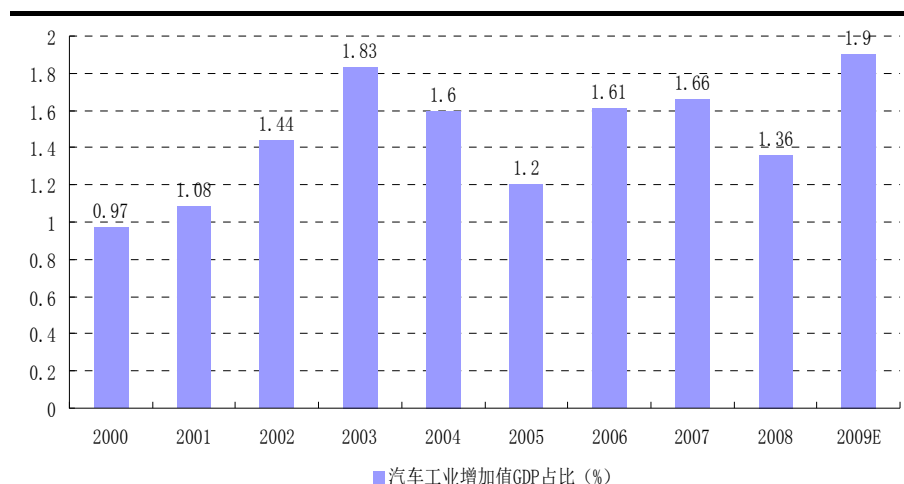
行业整体：宏观景气度下降影响汽车行业短期发展	3
典型的周期性行业	3
面临经济增速回落的现实	4
汽车需求伴随着经济回落	5
价格会有下降，但影响并非想象中的严重	5
产能利用率长期压力不大，短期结构性过剩	6
成本压力较小	7
行业增长空间仍然巨大，产业升级打开新的成长空间	8
细分子行业：商用车下半年增速压力更大	10
乘用车	10
商用车	11
零部件	13
投资策略	13
汽车行业估值处于历史低点，半年、季报业绩仍将靓丽	13
行业下行阶段，选择周期性较弱的投资品种	14
战略性配置优势企业	14
股票选择	15
东风汽车（600006）：三大主营业务均处于上升期	15
上海汽车（600006）：自主品牌、合资品牌双管其下	15

行业整体：宏观景气度下降影响汽车行业短期发展

典型的周期性行业

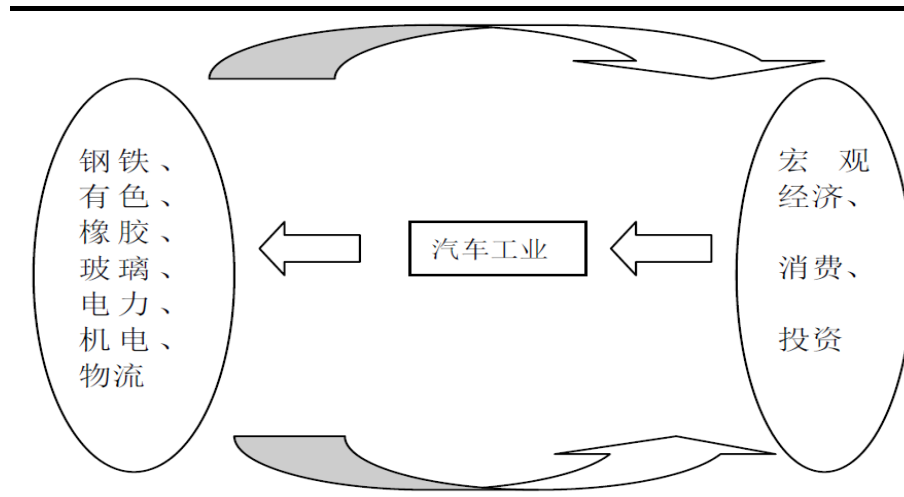
- 汽车行业作为典型的周期性行业，其增长与整体经济密切相关。我国汽车工业在经历了几年的高速增长后，目前已经成为名副其实的支柱产业，预计 09 年汽车工业增加值的 GDP 占比将达到了 1.9%，创下了近年来的新高。更进一步，由于产业链较长，汽车工业对上游的钢铁、机电、物流等都有很大需求，因此其增长对宏观经济的增长的拉动作用相当之大。另一方面，汽车直接面对宏观经济中的需求面，乘用车依赖于消费增长、商用车依赖于投资增长，因此宏观经济直接刺激着汽车的增长。

图表 1：汽车工业 GDP 占比走势



资料来源：统计局 山西证券研究所

图表 2：汽车行业与宏观经济密切相关

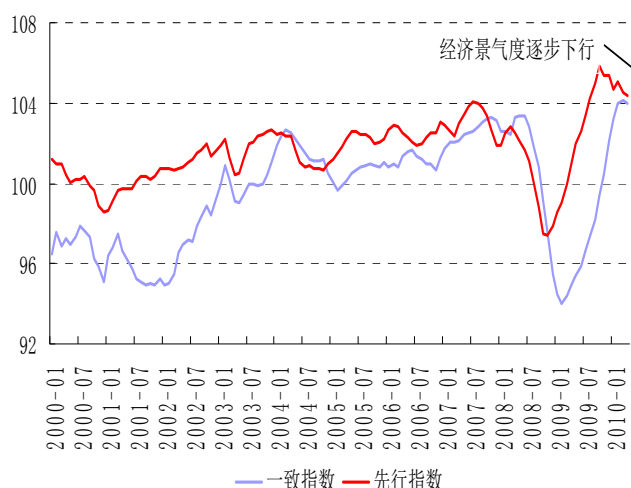


资料来源：山西证券研究所

面临经济增速回落的现实

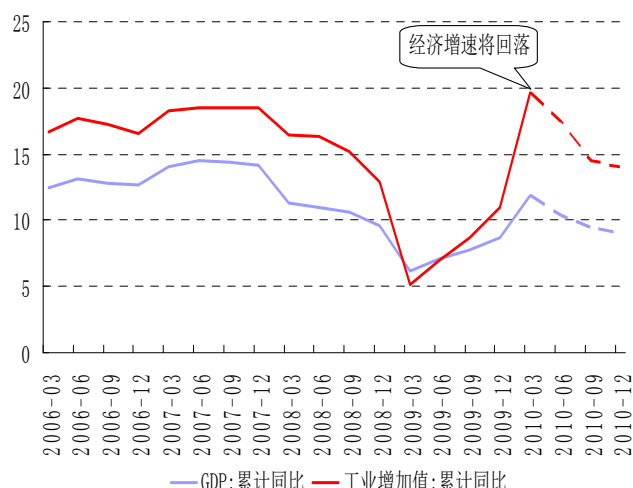
- 我国经济 09 年在政府大量信贷及基建投资的带动下率先于全球经济复苏，并在 10 年一季度达到了 11.9% 的高增长水平。如果剔除物价因素的影响，1 季度 GDP 实际增长高达 9.7%，是 05 年来的新高。面对明显趋于过热的宏观经济、向上的物价走势，行政调控以及货币收紧等政策不断的出台。

图表3：宏观经济景气指数



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

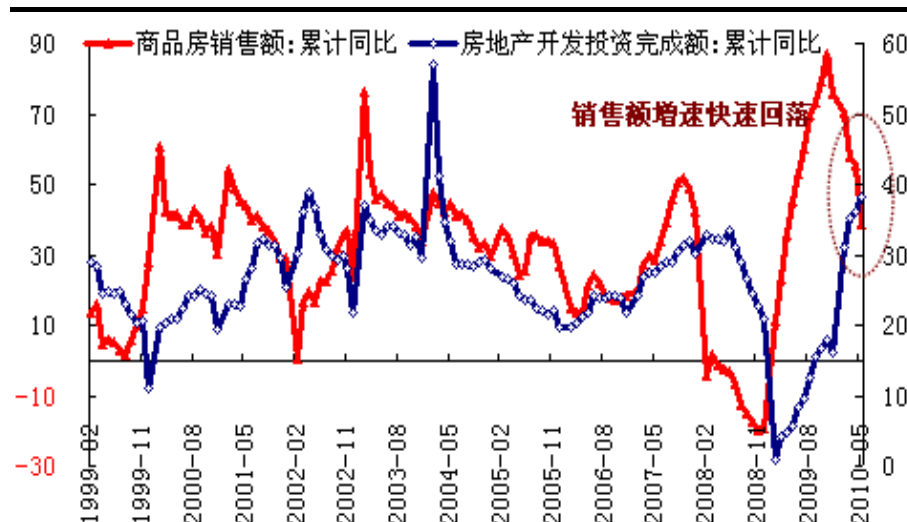
图表4：GDP增速与工业增加值



资料来源：国家统计局 山西证券研究所

- 未来两个季度固定资产投资及房地产投资都将逐步回落，尤其是房地产投资回落将更为明显。虽然保障性住房建设及各地的基建投资都将保证固定资产投资及房地产投资不会产生剧烈的下滑，但是增速回落仍然会影响商用车尤其是重卡的需求。

图表5：房地产销售与投资走势

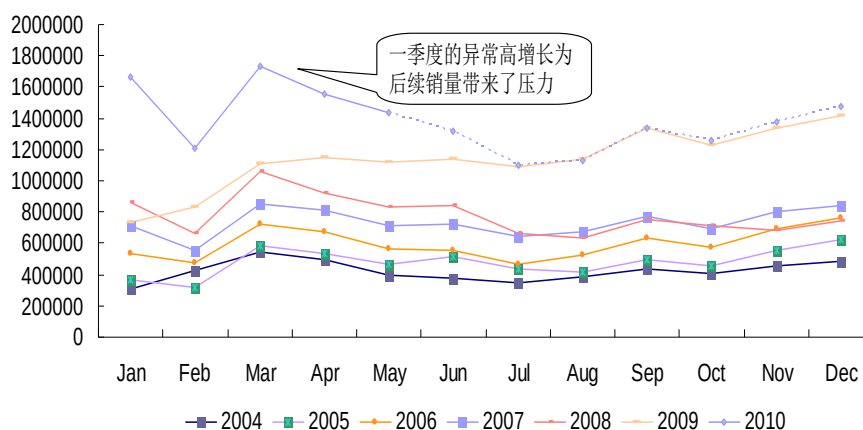


资料来源：山西证券研究所

汽车需求伴随着经济回落

- 由于汽车需求与宏观经济的较强关度，因此当经济增长出现下滑的时候，汽车需求也将面临一定的压制。我们预测在即将到来的三季度，在经济下滑，高基数，季节性淡季等多方面因素影响下将逐步走低，甚至或有月度出现负增长。但8月份后，随着销售旺季的到来，汽车销量逐步回升。

图表 6：汽车销量走势预测

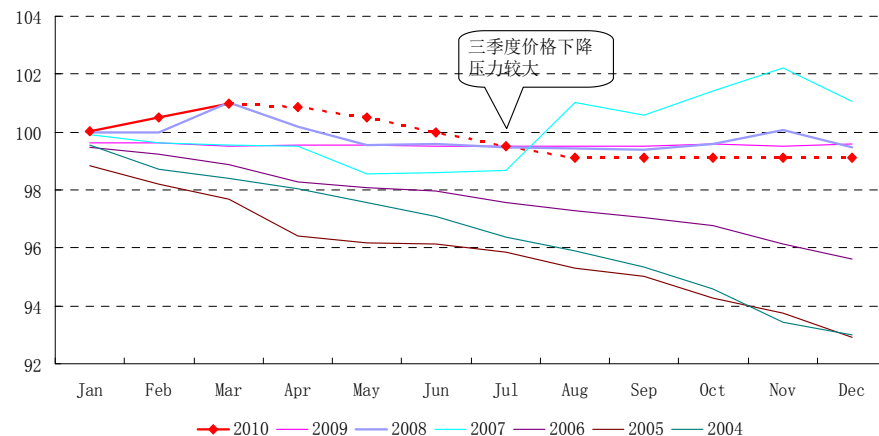


资料来源：山西证券研究所

价格会有下降，但影响并非想象中的严重

- 面对下降的需求汽车价格下调成为经销商刺激销量的最直接手段。我们认为 3 季度的销量淡季将是全年汽车价格下降最严重的时刻，这也是 2010 年未来时间里汽车行业盈利面面对的最严峻考验。但我们认为其影响并非想象的那么严重，我们的理由如下：1) 首先，汽车经销商将负担一部分车价下降。作为产业链下游，经销商不可能将降价压力全部转移给整车厂商。2) 整车厂商可以承受一定幅度的价格下降而不影响利润。产品价格下降是整车厂商经营常态，一般来说经过一个阶段的生产，汽车厂商同一产品的成本都会有所下降，因此一定幅度的降价对厂商盈利影响并不严重。

图表 7：汽车价格走势



资料来源：山西证券研究所

产能利用率长期压力不大，短期结构性过剩

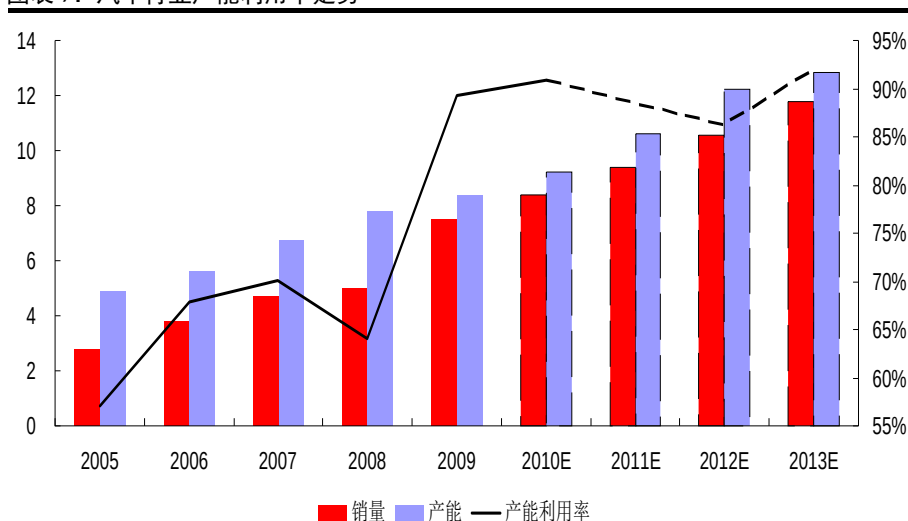
- 09 年汽车销量的爆发式增长大大的激发了汽车厂商扩产的热情，各大厂商不断的公布了自己新建产能、生产基地的计划。奇瑞、比亚迪、长安等汽车厂商的扩产计划均较为庞大。在行业面临增速下滑的大背景，汽车企业的扩产行为无疑增加了市场对产能利用率下滑的担忧。我们认为从中长期的角度来看，我国汽车市场的增长空间仍然较大，因此不应该对汽车厂商的扩张过分忧虑。同时，我们认为，目前的主流合资汽车厂商的扩产计划相对较为理性，而部分自主品牌厂商的扩张速度较快，因此未来中高端汽车的产能扩张压力并不大，而低端车型有可能出现过剩。

图表 8：近期汽车厂商扩产计划

厂商	项目	地点	规划产能	计划投资	预计建成时间
奇瑞	整车基地	大连	20 万	47 亿	2011 年底
	微车	开封	28 万	100 亿	2012 年
	内蒙古基地	鄂尔多斯	30 万	100 亿	2011 年
华晨宝马	第二工厂	沈阳	30 万	50 亿	2012 年
吉利	兰州基地	兰州	12 万	20 亿	2011 年
长城	天津基地	天津	50 万	85 亿	2010 年
比亚迪	长沙工厂	长沙	30 万	30 亿	2010 年
	西安二厂	西安	40 万	50 亿	2011 年
长安汽车	原有基地	重庆、河北	80 万	--	2012 年
	哈飞扩建	哈尔滨	20 万	--	2012 年
	长安福特第三工厂	重庆	15 万	33.4 亿	2012 年
北汽	现代三工厂	北京	30 万	100 亿	2012 年
广汽	菲亚特项目	长沙	25 万	50 亿	2011 年
东风	东风本田	武汉	24 万	11.5 亿	2012 年
	东风日产	广州	24 万	50 亿	2012 年
一汽	大众成都基地	成都	40 万	70 亿	2012 年
	大众佛山基地	佛山	20 万	--	2013 年
上汽	大众南方基地	待定	待定	--	--

资料来源：山西证券研究所

图表 9：汽车行业产能利用率走势

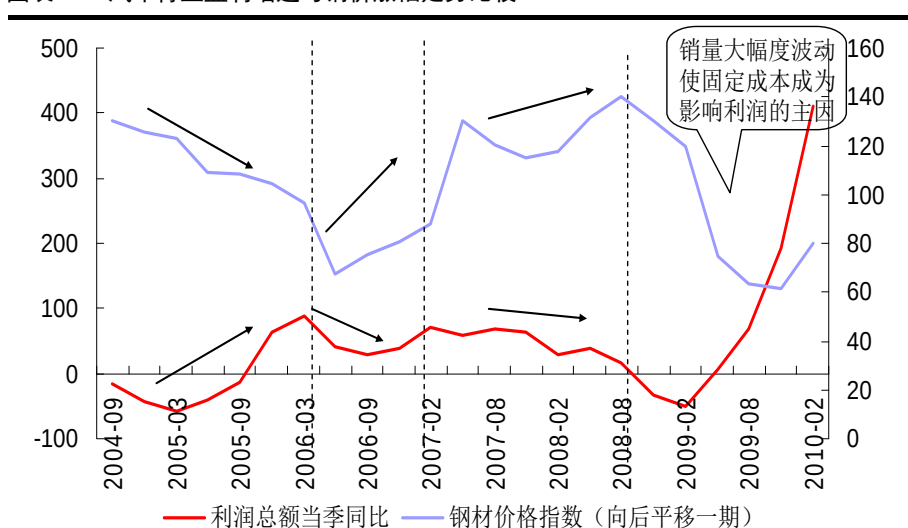


资料来源：山西证券研究所

成本压力较小

- 钢价是影响汽车行业盈利的主要因素，钢材一般占到汽车原材料成本的 70% 以上，对比汽车行业盈利增速走势和钢价指数走势我们可以看到，除去 08 年四季度和 10 年 1 季度汽车销量的急速下跌与异常增长的情况外，钢价基本与行业盈利走势相反，因此钢价对汽车行业的影响要远强于汽车价格的影响。

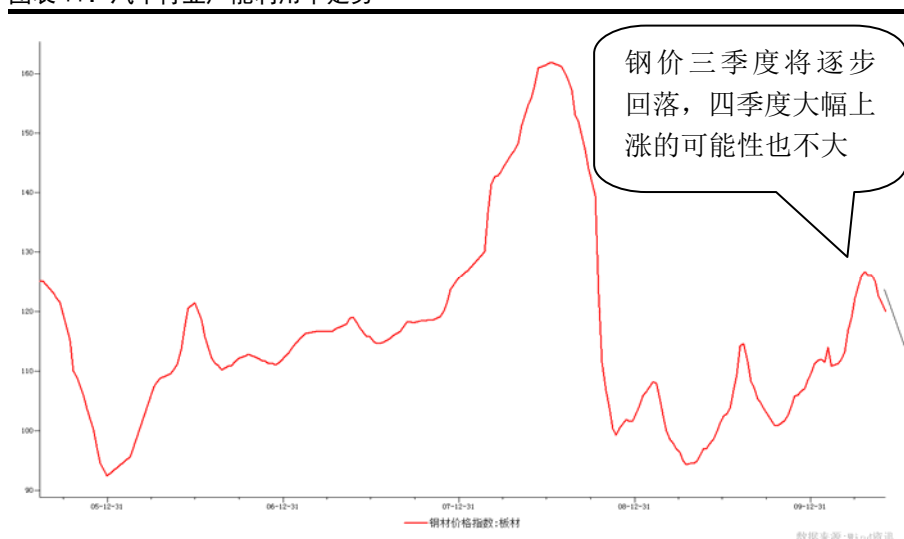
图表 10：汽车行业盈利增速与钢价涨幅走势比较



资料来源：山西证券研究所

- 钢铁需求也同时与宏观经济密切相关，受 10 年 1 季度经济过热的影响，钢材价格一路上扬，到 4 月份达到高点。但进入 5 月份后，受工业企业需求增速回落的影响，钢价不在坚挺，各大钢厂不断的调低了钢材出厂价格。未来 2 个季度，经济增速将会明显下滑，主要下游房地产投资及汽车、机械等产品销量增速都会下降，因此钢价将会逐步下行。成本压力的减弱直接减小了汽车企业在面对销量增速下滑后的盈利下滑程度。

图表 11：汽车行业产能利用率走势

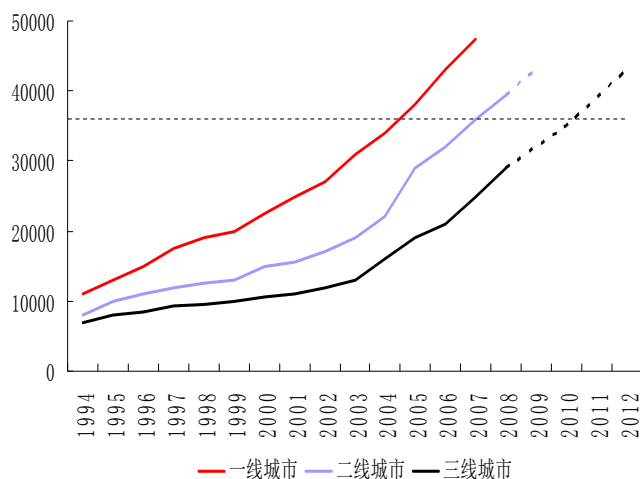


资料来源：山西证券研究所

行业增长空间仍然巨大，产业升级打开新的成长空间

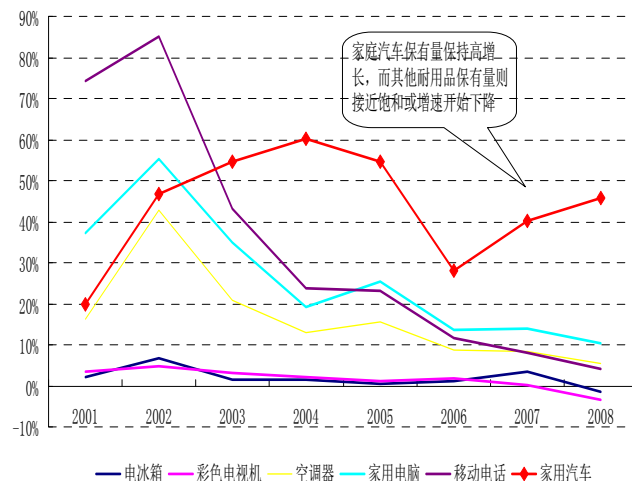
- 虽然面临短期的增速下滑，但是我们对汽车行业的长期增长仍然保持非常乐观的态度。乘用车方面，中国目前刚刚开始进入轿车普及的初期，二三线城市、农村等地区的消费潜力仍然巨大。随着人均收入水平的提升和消费占经济比重的加大，汽车将会成为未来二十年中国社会最主要的消费品。

图表14：城市居民收入水平增长走势



资料来源：wind 山西证券研究所

图表15：百户家庭耐用品保有量走势

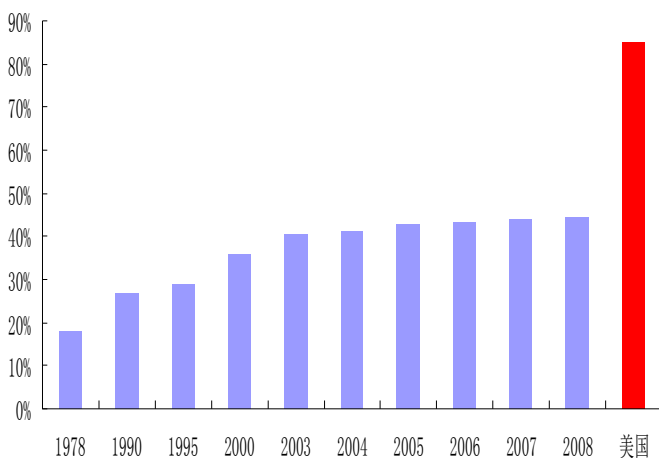


资料来源：wind 山西证券研究所

- 商用车方面，虽然固定资产投资增速在未来有所下降，但这并不意味着中国对商用车的需求会有所下滑。中国依然处于城市化、工业化的中期，各类传统产业的需求和发展空间仍然巨大。以房地产为例，目前我国居民住房水平较发达国家仍有不小差距，住房改善需求仍然很大，国家目前更多的是在打压房地产价格，防止房地产行业非健康发展。随着我国城市化、工业化的继续深入，各类传统产业仍然需要加大投资和产能建设，物流配套体系也仍将大规模发展。因此，短期来看，房地产投资、基建投资等会随着政府经济调

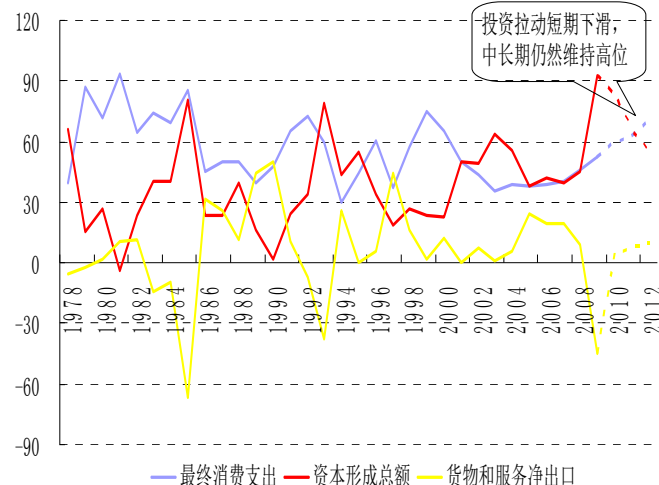
控政策而回落，但长期来看投资对于中国经济的拉动依然会保持相对较高的水平。这意味着中国商用车保有量将会继续上升。

图表16：城镇化水平走势预测



资料来源：wind 山西证券研究所

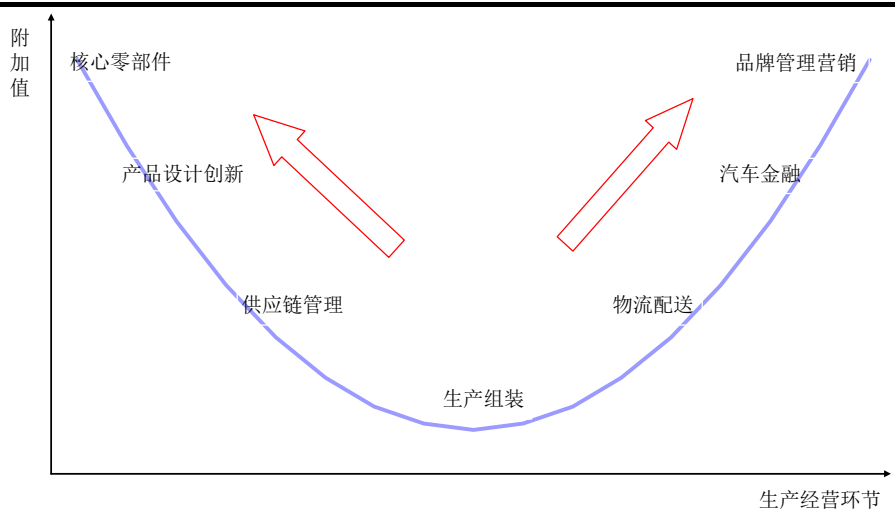
图表17：资本形成对GDP拉动走势



资料来源：wind 山西证券研究所

- 经济转型是我国当前宏观经济发展的热点，但我们认为当前大家的目光似乎过多的放在新型产业、消费产业等领域，传统产业通过产业升级同样有较强的盈利能力提升空间。以汽车产业为例，虽然我国已经成为汽车第一大的产销国，但汽车产业在除了装配生产以外的核心零部件设计制造、汽车整车设计、汽车金融、品牌管理等高附加值的产业环节还是缺乏竞争力。随着我国汽车企在这些领域的竞争力进一步加强，企业未来的盈利能力提升将会超越简单的产品销量增长。

图表 18：汽车行业微笑曲线



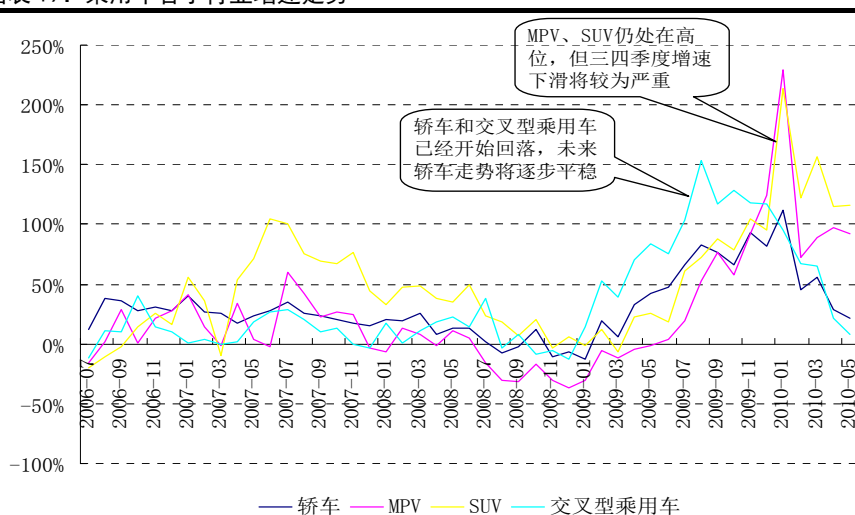
资料来源：山西证券研究所

细分子行业：商用车下半年增速压力更大

乘用车

- 乘用车占我国汽车销量的四分之三以上，是汽车行业最大的一个子行业。乘用车的主要车型又分为轿车、交叉型乘用车、SUV、MPV，分别占比约为 70%、20%、5%、5%。跟踪乘用车各个子行业的销量增速，我们可以看到轿车和交叉型乘用车子行业增速已经在一季度开始大幅度回落，而 SUV、MPV 仍然保持高位。我们预计未来几个月各个车型的销量增速仍然有可能持续下滑，尤其是交叉型乘用车，负增长将有可能出现，同时 SUV、MPV 回落速度也将较快。未来几个季度，我们最看好轿车的增长，我们认为在三季度末轿车销量增速下滑趋势将明显缓解。

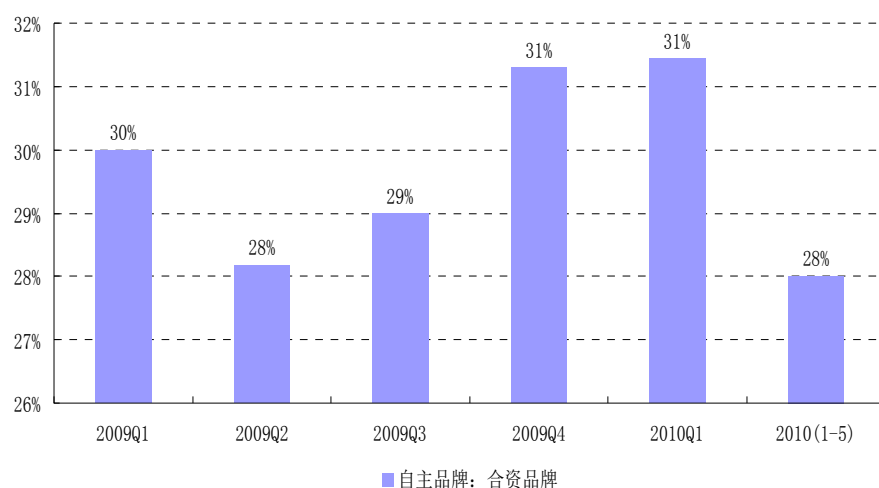
图表 19：乘用车各子行业增速走势



资料来源：山西证券研究所

- 在轿车子行业中，我们更看好合资品牌及中高档车型的销售增长，我们认为在销量面临下滑的情况下，价格较低的经济型轿车及自主品牌轿车面临更大的压力。我们统计了主流自主品牌轿车（奇瑞、吉利、比亚迪、夏利）与合资品牌轿车（通用、大众、现代、丰田、本田等）的销量占比走势。我们可以看到在去年二季度轿车行业销量爆发后自主品牌率先崛起，对合资品牌销量占比不断提升，而当轿车销量开始疲软时，自主品牌对合资品牌占比下降更快。

图表 19：自主品牌与合资品牌销量走势

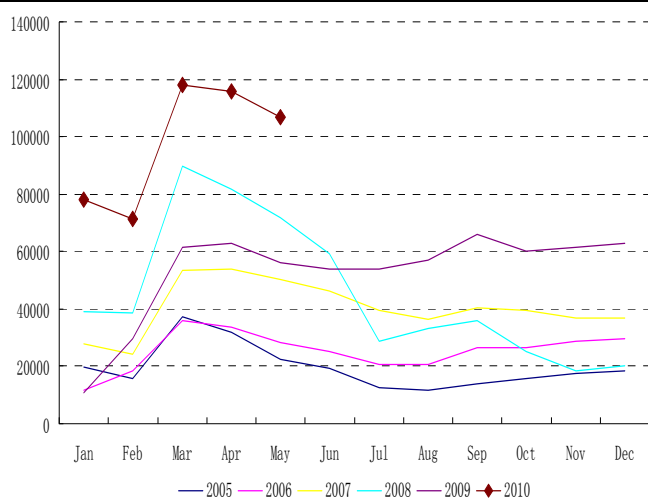


资料来源：山西证券研究所

商用车

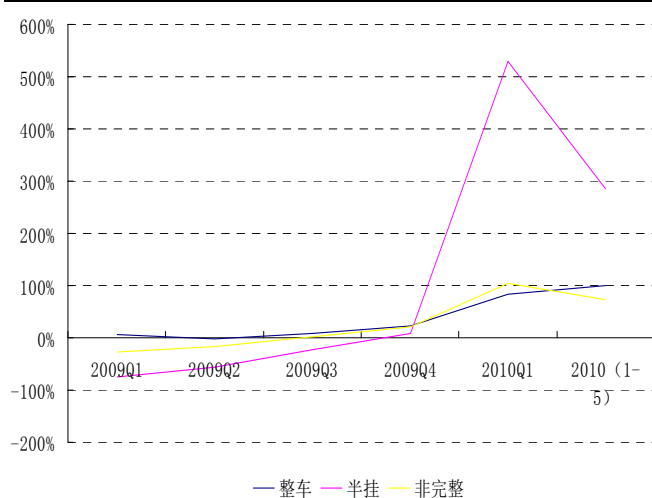
- 重卡是 10 年上半年最为销售最好的车型，截止 5 月份，重卡累计销售 49 万辆，同比增长 120%。房地产投资增长带动的工程机械用重卡，物流增长带动的半挂车增长在上半年同时推动了重卡整个行业的井喷。

图表20：重卡历年销量走势



资料来源：wind 山西证券研究所

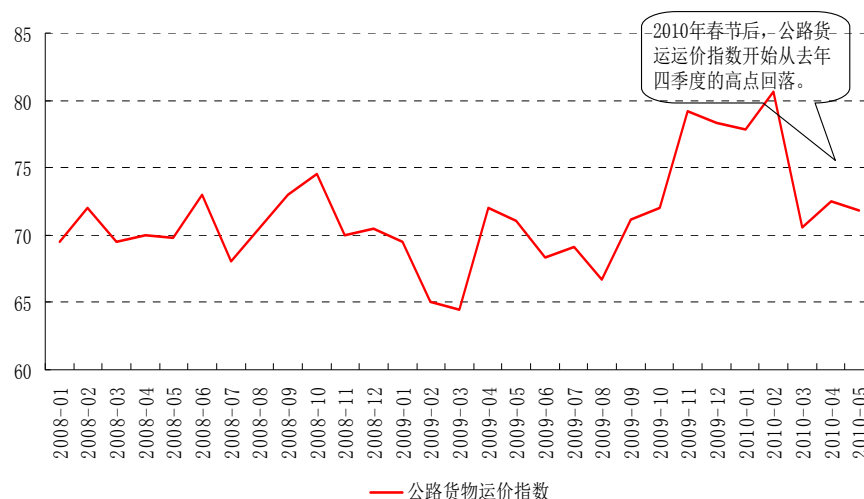
图表21：重卡分车型销量增速走势



资料来源：wind 山西证券研究所

- 要判断未来重卡的走势，就需要对重卡的两方面需求进行判断。未来几个季度，随着宏观经济的下滑、经济调结构的深入，全社会固定资产投资必将下滑。同时，房地产投资在政策打压下将从近几个月的高点开始回落。投资增速的总体下落对于重卡尤其是工程机械用重卡的销量产生较大的影响。而进几个月一直稳定增长的物流需求也会在经济增速趋缓的带动下回落。因此，我们认为重卡上半年的高增长延续到下半年的可能性较低。

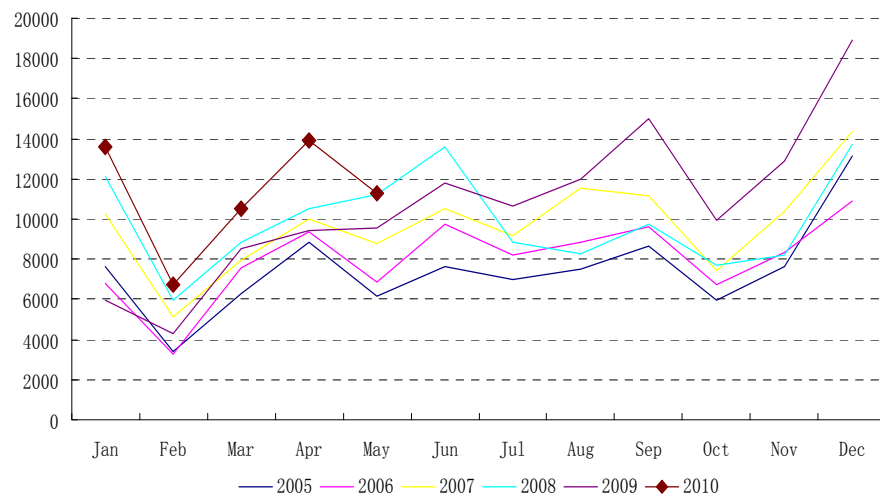
图表 22：公路货运运价走势



资料来源：山西证券研究所

- 大中客车是众多汽车车型当中周期性最弱的子行业，与宏观经济相关度小于其他子行业。除了 08 年底金融危机影响外，其他大多数时候大中客车都保持了良好的季节性增长态势。大中客的弱周期性也与其下游需求相关，大中客的主要下游为公交、大型旅游团体、长途客运三个方面。这三个需求主体，除去长途客运有一定的周期性外，其余都是保持稳定的增长状态。我们判断大中客车型销量增长在 10 年三、四季度将会季节性的加快，大中客企业的业绩也将逐步增长。

图表 23：大中客销量走势

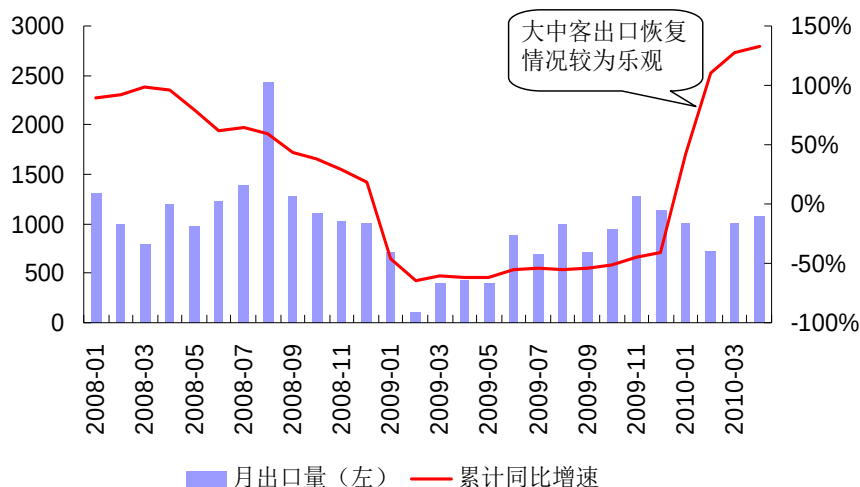


资料来源：山西证券研究所

- 随着高铁近几年的跨越式发展，市场对大中客的长期前景产生了较大的担忧。确实高铁所到之处的长途交通客运都受到了很大的冲击。我们认为尽管高铁发展迅速，但其主要带动的还是干线交通，主要是一线城市之间的交通发展。而一线城市与二线城市之间，距离小于 300 公里的客运还需要长途客车去填补。同时，我们认为受益于我国继续深化的城市化进程，这种一线城市二线城市之间的客运交通发展还是有很大潜力的。另外，我国大中客车行业有着很强

的国际竞争力，出口占到了行业的 10%，而这种优势随着中国制造业的升级将会更加明显，因此大中客的出口将有效弥补内需的不足。

图表 24：大中客出口走势



资料来源：山西证券研究所

零部件

- 零部件行业的增长与整车行业密切相关，但由于议价能力偏弱，因此大部分零部件企业在行业下行周期下受到双重的压力，从而业绩表现更差。因此未来几个季度零部件行业的业绩下降压力将大于整车行业。目前，我国上市汽车零部件主要分为两类，一类是有整车厂商股权的综合零部件供应商，如华域汽车、一汽富维；另一类是独立零部件供应商如威孚高科、宁波华翔、万向钱潮等。未来零部件行业的主要看点有两方面：一是零部件企业的资产并购整合。零部件行业相比整车行业，行业集中度更低，并且分化更为严重。此轮行业上升周期使得一些优质企业得到了充分发展，在接下来行业短暂的下行阶段，这些企业有可能会整合其他企业以谋求对整车厂商更大的话语权。另外一些原本依附于大型整车集团的零部件企业也会积极谋求独立发展，利用现有的技术、生产优势进一步拓展市场。二是有独特优势的中小零部件供应商大型化发展。这点将主要体现在近期上市的一些中小板汽车零配件企业中。近期上市的零配件企业均是少于的有着很大发展潜力的优秀企业。他们未来两三年的发展将较少的受到行业周期的影响。

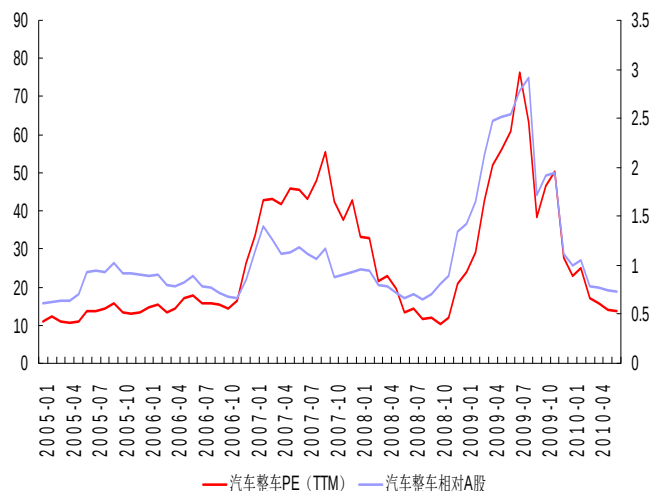
投资策略

汽车行业估值处于历史低点，半年、季报业绩仍将靓丽

- 进入2010年以来，在汽车销量不断超常攀升同时，汽车股票却大幅度下滑。作为典型的周期性行业，随着市场对整体经济走势的担忧不断加深，行业估值下行合乎逻辑。同时，1季度汽车销量的异常高增长更增添了市场对未来销量增速大幅度下滑的担心。进入二季度，汽车销量环比逐步下滑，市

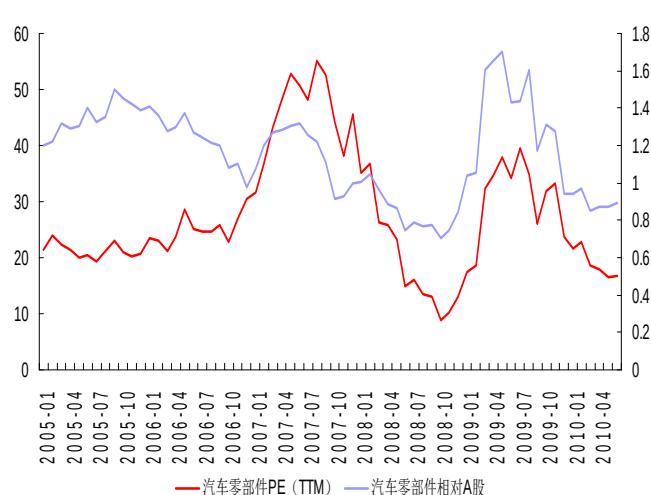
场对于汽车行业的担忧正在逐步转为现实。目前汽车及零部件行业的滚动PE分别只有12、18倍左右，如果考虑10年业绩的动态PE的话，估值水平更低。从历史的角度来看，无论是绝对估值还是相对估值，汽车及零部件行业的估值都处于历史低点。

图表25：汽车整车行业估值水平



资料来源：wind 山西证券研究所

图表26：汽车零部件行业估值水平



资料来源：wind 山西证券研究所

- 汽车企业 10 年业绩仍然会非常靓丽，一季度汽车行业的盈利已经创新高，盈利增速也达到了 200%以上的高点（上市公司业绩增速更是达到了 400%），二季度虽然钢价有一定的上涨，销量也有所下滑，但是相比一季度，行业的销量还是有大幅度增加的，因此二季度业绩仍将较一季度上涨。虽然接下来的两个季度虽然销量增速会继续下滑，但是由于成本压力的减小使得企业盈利能力还会保持高位，因此业绩表现不会大幅度下滑。因此，我们认为汽车股应有一定的半年报、季报行情。这方面我们建议关注上半年业绩非常好的重卡企业，如中国重汽（000951）、潍柴动力（000338）、东风汽车（600006）、福田汽车（600166）。

行业下行阶段，选择周期性较弱的投资品种

- 由于宏观经济的阶段性回落，汽车行业未来两个季度销量增速会持续下滑。在行业下行阶段，一些周期性较弱的投资品种价值会凸显。这方面我们建议关注大中客子行业，以及经营稳健的企业，如宇通客车（600066）、金龙汽车（600686）、江铃汽车（000550）。

战略性配置优势企业

- 汽车行业已经成为我国的支柱型产业，但和中国整个经济一样虽然数量巨大但是质量并不高。中国汽车市场已经是世界第一市场，但中国汽车企业却仍然与世界汽车巨头有着很大的差别。在车型研发、品牌销售、新技术等各个方面中国企业还处于初级发展阶段。我们对中国汽车市场长期保有乐观态度，

我们认为伴随着中国汽车产业的进一步发展我国的一些汽车集团也必将跻身世界领先汽车集团之列。我们建议关注有这样潜力乘用车集团，如上汽、一汽，建议关注他们旗下的上市公司如上海汽车（600104）、一汽轿车（000800）、华域汽车（600741）。

股票选择

东风汽车（600006）：三大主营业务均处于上升期

- **东风汽车集团的轻型商用车生产基地。**公司是国内领先的轻型商用车生产企业，生产并销售轻卡、MPV、SUV、皮卡等整车车型，以及中重卡发动机、客车的底盘等零部件。其中MPV、SUV、皮卡业务、发动机和客车底盘是公司净利润的主要来源
- **本部轻卡业务09年扭亏为盈，未来提供稳定业绩增长。**公司是轻卡市场占有率11%左右，位居全国第三，有很强的市场竞争力。公司轻卡业务长期亏损，去年在成本大降以及规模大增的带动下扭亏。同时公司积极向高端轻卡方向发展，未来轻卡业务将提供稳定业绩增长。
- **郑州日产是公司未来高速发展的潜在动力。**进入10年来，受益工商企业盈利恢复，MPV销量高速增长，我们认为这种趋势有可能持续全年。在此带动下，郑州日产的MPV销量攀高。同时，郑州日产在皮卡市场上拥有较高的占有率而此块业务也将随着经济复苏强劲增长。
- **东风康明斯是公司业绩增长的主力军。**进入10年，中重卡继续保持高速增长。以东风、一汽为首的物流用重卡厂商销量增长更加迅速。作为东风汽车集团的重卡的主要配套厂商，东风康明斯10年销量高增的确定性较高。同时东风康明斯近期推出了新的13L重型发动机，我们认为其优良的性能将推动东风集团重卡向更高端方向发展
- **盈利预测与投资评级。**我们认为东风汽车各个细分产品未来两年有望有超过行业平均水平的增长。综合来看，我们预计公司2009年、2010年、2011年的主营收入分别同比增长：14%、23%、22%，每股收益分别为：0.21、0.38、0.48元，对应动态PE：28、16、12倍，目前公司股价的安全边际已相对较高，同时公司的三大主营都处于景气增长的上升期，因此我们维持公司“买入”评级。

上海汽车（600006）：自主品牌、合资品牌双管其下

- **自主品牌销售继续带动公司本部减亏。**1季度公司自主品牌销量继续高涨，当期销售达到3.3万辆左右，同比增长85%，较去年4季度的高点继续环比增长36%，需求景气仍处于高点。这其中荣威550的销量更加出众，除去受假期影响的2月份外，1月、3月的销量都接近1万辆左右。我们预计2季度由于季节性效应，以及更大规模的研发支出费用化，公司本部仍将继续亏损。但我们对下半年轿车销量仍较为乐观，我们预计3、4季度公司销量将会超

过预期，而4季度公司本部有望扭亏。

- **上海通用超预期增长，创近年来盈利新高。**1季度，上海通用营收将近300亿元左右，净利润达到40亿元左右，净利率13%左右，无论从盈利总量还是盈利能力上来看，上海通用已经达到了近年来的高点，并在行业中位列前茅。从上海通用的车型产品上来看，其车型结构进一步优化，我们认为这一趋势将会在10年继续延续。低端产品的乐风、乐驰、赛欧的占比将会进一步降低，而中端产品增长稳定。我们上调对上海通用10年的盈利预测，预计全年其将会贡献给母公司60亿左右的利润。
- **定向增发继续加大自主品牌投入。**公司近期公布了新的定向增发预案，拟筹集100亿资金投向自主品牌汽车、全自动变速器、新能源汽车等项目。我们认为公司定向增发募投项目均有十分重要的战略意义，它们的建设完工将使得上汽的核心竞争力进一步提升。
- **投资策略。**我们预计公司10年EPS为1.3元，对应动态PE10倍左右，目前公司股价较上次行权增发价格来说更为合理。同时，我们认为此次公司增发募投项目均有良好的前景。因此，我们维持对公司的“买入”评级。

风险提示

- 宏观经济超预期下滑或二次探底带来汽车需求的紧缩。
- 汽车价格战严重程度超预期，较大程度影响车企盈利。

图表 27：主要覆盖公司业绩预测与估值

公司	收入增长		归属母公司利润增长		EPS (元)		PE		ROE		评级
	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	2009	2010E	
乘用车											
长安汽车	81.50%	13.00%	5645.49%	48.19%	0.60	0.89	23	15	16.26%	20.50%	增持
上海汽车	23.59%	16.63%	488.68%	43.12%	1.00	1.30	27	11	10.88%	15.04%	增持
一汽轿车	35.00%	20.00%	8.17%	28.77%	0.81	1.04	30	15	17.57%	19.46%	增持
重卡											
中国重汽	6.27%	15.00%	-4.15%	46.16%	1.08	1.58	25	17	15.40%	18.37%	增持
潍柴动力	3.70%	18.20%	62.00%	17.60%	3.80	4.40	16	14	20.80%	18.40%	买入
大中客											
宇通客车	2.00%	15.00%	0.93%	6.73%	1.04	1.29	18	15	27.88%	29.82%	买入
轻型商用车											
东风汽车	17.00%	15.00%	41.88%	23.03%	0.22	0.38	31	12	8.26%	9.76%	买入
福田汽车	17.73%	10.51%	137.14%	9.24%	0.90	1.62	21	19	22.57%	20.76%	增持
江铃汽车	22.00%	15.00%	40.69%	17.07%	1.28	1.82	17	15	22.53%	21.94%	买入
江淮汽车	50.00%	15.00%	603.76%	67.54%	0.31	0.52	35	18	9.93%	16.39%	增持

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。