

汽车与汽车零部件

——看好行业长期发展

投资评级 中性

投资要点:

●行业当前运行情况

2010 年 1-6 月我国实现汽车产销分别为 892.73 万辆和 901.62 万辆，同比增幅分别为 48.84%和 47.67%。由于 2009 年汽车销售的逐月火爆，2009 年几乎没有出现过环比下降的情形，我们不排除 2010 年下半年有个别月份出现销量同比零增长甚至负增长的可能。但是我们仍然认为，我国汽车行业比较健康，全年实现年初预计 20%的增幅目标可能性非常大。

●行业长期发展的驱动因素

虽然 2010 年以来，我国汽车销量累计同比增幅不断下降，我们认为，这是行业发展的理性回归，长期看，我国汽车行业仍然会健康发展。理由是：刺激汽车消费的政策将长期执行；经济增长为汽车产业提供动力；我国进入居民消费汽车时代驱动乘用车需求；城市化进程驱动商用车需求。

●维持行业“中性”的投资评级

汽车行业周期性更强，汽车行业股票周期性更强，2010 年已步入增幅的下行区间。2010 年初的乐观情绪导致各整车厂家排产计划的增幅较高，累计同比增幅的持续下降将会导致产能利用率的下降。根据季节性因素判断，第三季度会是产能利用率的低点，也即行业盈利的低点，我们维持汽车行业“中性”的投资评级。

●重点上市公司推荐

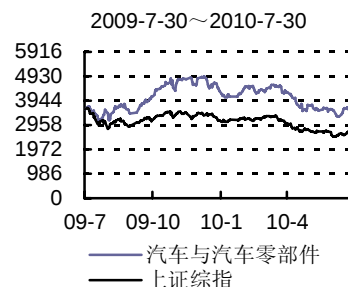
基于我们长期看好我国汽车行业的发展和现在汽车股处于历史较低的估值区间，我们给予行业长期推荐的评级。我们重点推荐的相关上市公司是：汽车零部件公司——华域汽车；周期性较弱、防守型的整车企业——江铃汽车、宇通客车；业绩弹性大、进攻型的整车企业——江淮汽车、福田汽车、长丰汽车。

2010 年 7 月 30 日

主要数据

行业指数	4020.92
上证指数/深圳成指	2648.12/10838.91
公司家数	92
总市值(百万元)	660331.24
流通市值(百万元)	547118.29

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员:	闻祥
执业证书编号:	S0020209020737
电 话:	021-51097188-1870
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:	中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

目录

第 1 部分 当前我国汽车行业总体运行情况	3
1.1 乘用车供需矛盾缓解	4
1.1.1 轿车供需矛盾缓解	5
1.1.2 消费能力的增强和个性化需求带动 SUV 和 MPV 高增长	5
1.1.3 需求透支过大，交叉型乘用车同比增幅低	5
1.2 商用车周期性稍弱	5
1.2.1 重卡销售火爆，下半年高增长难以继续	6
1.2.2 轻卡平稳增长	7
1.2.3 大中客季节性较弱	7
第 2 部分 行业长期的驱动因素	7
2.1 刺激汽车消费的政策将长期执行	7
2.2 经济增长为汽车产业提供动力	8
2.3 我国进入居民消费汽车时代驱动乘用车需求	8
2.4 城市化进程驱动商用车需求	8
第 3 部分 维持行业“中性”的投资评级	9
第 4 部分 重点上市公司推荐	9
4.1 华域汽车	10
4.2 江铃汽车	10
4.3 宇通客车	10
4.4 江淮汽车	11
4.5 福田汽车	11
4.6 广汽长丰	12

第 1 部分 当前我国汽车行业总体运行情况

2010 年 6 月我国完成汽车产销分别为 139.06 万辆和 141.21 万辆,同比分别增长 20.69% 和 23.64%,环比分别下降 1.84%和 1.83%; 1-6 月产销累计同比增幅分别为 48.84%和 47.67%, 比上月分别下降 6.75 和 5.58 个百分点。

单从 6 月销售情况看,同比增长 23.64%和环比下降 1.83%的销售成绩,如果与 2006 年和 2007 年的 6 月同比、环比数据相比,可以认为是季节性因素,算是比较正常。

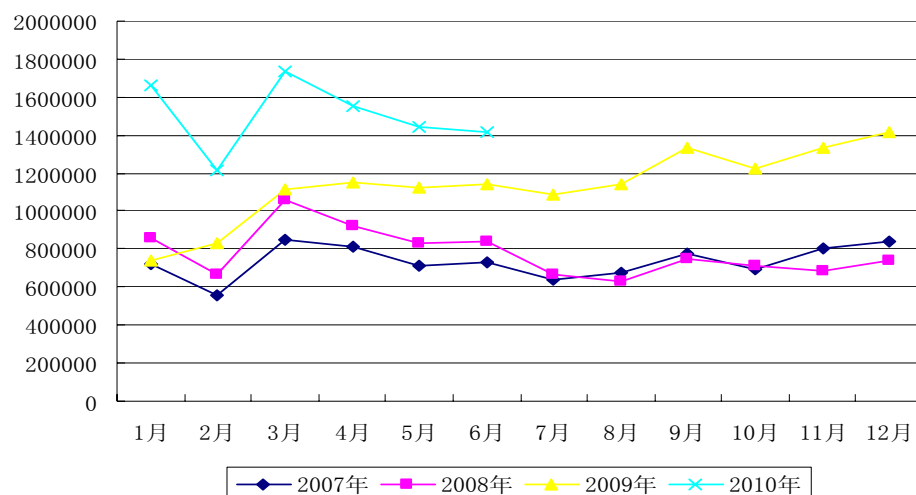
由于 2009 年汽车销售的逐月火爆,2009 年几乎没有出现过环比下降的情形,高基数效应我们不排除 2010 年下半年有个别月份出现销量同比零增长甚至负增长的可能。但是我们仍然认为,我国汽车行业比较健康,全年实现年初预计 20%的增幅目标可能性非常大。

表 1: 2010 年 6 月我国汽车销售完成情况表

指标名称		销售量					
		本月完成	本期止累计	同期止累计	比上月增长	比同期增长	比同期累计增长
汽车总计		1412078	9016158	6105527	-1.83%	23.64%	47.67%
乘用车	乘用车总计	1042818	6720850	4534938	-0.04%	19.47%	48.2%
	基本型乘用车	704884	4587802	3244059	-2.11%	10.04%	41.42%
	多功能乘用车 (MPV)	34534	209337	102487	2.45%	83.57%	104.26%
	运动型多用途乘 用车 (SUV)	111397	587109	252875	8.06%	108.84%	132.17%
	交叉型乘用车	192003	1336602	935517	3.02%	19.87%	42.87%
商用车	商用车总计	369260	2295308	1570589	-6.55%	37.18%	46.14%
	客车	31370	169932	119561	7.08%	33.17%	42.13%
	货车	238235	1497300	1108663	-6.47%	33.04%	35.05%
	半挂牵引车	34514	201935	61578	-1.16%	89.97%	227.93%
	客车非完整车辆	6516	40768	36020	-19.53%	-16.12%	13.18%
	货车非完整车辆	58625	385373	244767	-13.91%	44.31%	57.44%

资料来源: ACCM 国元证券研究中心

图 1：2007-2010 年我国汽车月度销量（辆）



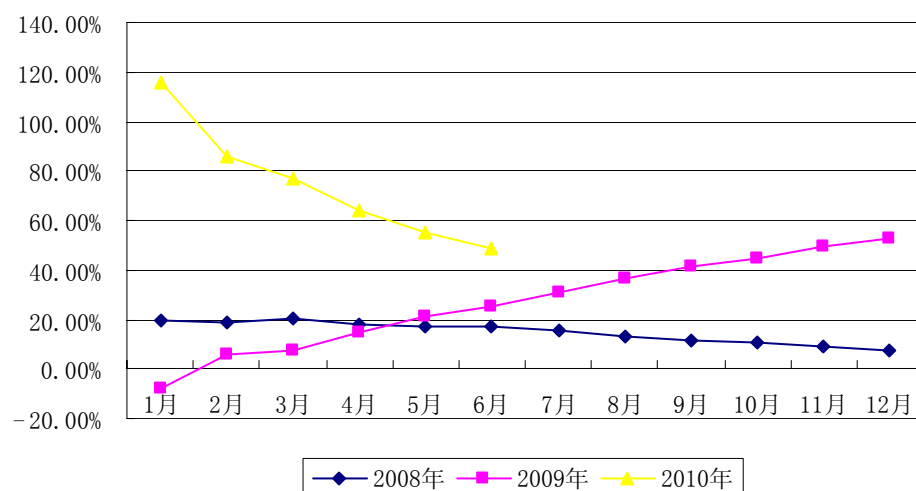
资料来源：ACCM 国元证券研究中心

1.1 乘用车供需矛盾缓解

1-6 月乘用车累计实现销量为 672.09 万辆，累计同比增幅为 48.20%，比上月累计同比增幅下降 6.86 个百分点。2010 年我国乘用车销量累计同比增幅呈现逐月下降的态势，下半年这种趋势还将继续，从 1-6 月的 48% 同比累计增幅逐步下滑到全年 20% 同比累计增幅。

乘用车在经历了 2009 年由于政策因素而导致的同比累计增幅逐月增长的火爆态势后，2010 年正在回归正常增幅。我们认为，同比增幅的回落有利于去年以来积累的供需矛盾的解决。从生产角度看，增幅回落可以有效防止产能的快速扩张，避免产能过剩而导致的行业盈利能力下降；而从消费角度看，增幅回落避免了乘用车的集中购买，有利于行业需求在 2010 年后逐步平稳释放，有利于行业的长期稳定发展。

图 2：2010 年我国乘用车销量同比累计增幅逐月下降



资料来源：ACCM 国元证券研究中心

1.1.1 轿车供需矛盾缓解

1-6 月累计实现轿车（基本型乘用车）产销量分别为 459.86 万辆和 458.78 万辆，累计同比分别增长 46.21%和 41.42%。产量的累计同比增幅大于销量的累计同比增幅可以推测，2009 年车市的供不应求状况正在缓解，由于中汽协公布的销量数据为企业到经销商的批发数，经过从经销商处调查，我们认为实际终端销量数据小于中汽协公布“销量批发数据”，也就是说经销商库存正在增加，这从 5、6 月轿车产量环比下降幅度大于销量环比下降幅度可以得到验证。

由此，我们可以得出结论，从行业层面看轿车的供需矛盾缓解，已从供需紧张转向供需平衡；从整车厂层面看，2010 年上半年已逐步从补库存到压库存的转变，下半年经销商的压力会逐步传导到厂家，下半年的车市压力较大，面临降价促销的压力。

1.1.2 消费能力的增强和个性化需求带动 SUV 和 MPV 高增长

SUV 和 MPV 实现高增长，1-6 月累计同比增幅为 132.17%和 104.26%，高于乘用车行业 83.97 和 56.06 个百分点。

近年来，SUV 车型不断丰富，由传统的越野 SUV 向城市 SUV 车型发展，因而其竞争车型为中高端轿车，一线城市居民的二次购车需求和部分购买力较强的首次购车需求推动 SUV 实现高增长，反应了我国乘用车市场的购买力水平正在提高。

MPV 的主要用途为商用和家用，其竞争车型分别为微客和轿车，经济复苏商务需求增长和消费能力较强的家庭购买家用小型 MPV，这两个因素共同驱动 MPV 高增长。

如果单从数据解读的话，2009 年 1-6 月乘用车中的四个细分行业的累计同比增幅为：交叉型乘用车 54.46%、基本型乘用车 21.61%、SUV12.2%、MPV -7.98%，可见 MPV 和 SUV 是 2009 年乘用车四个车型中增幅最低的两个车型，较低的基数也是今年高增长的原因，预计这种高增幅也会逐渐回归正常。

1.1.3 需求透支过大，交叉型乘用车同比增幅低

1-6 月交叉型乘用车实现销量 133.66 万辆，累计同比增幅为 42.87%。2009 年，此车型由于同受“以旧换新”和“1.6L 及其以下排量乘用车购置税减半”的两优惠政策的刺激，实现全年 83.39%的高增长，在所有细分车型中增幅最高。今年优惠政策虽仍在执行，但力度减弱，加之政策本身边际效果降低，导致同比累计增幅下降，我们认为这是增幅的正常回归，比较正常。

1.2 商用车周期性稍弱

1-6 月商用车累计实现销量为 229.53 万辆，累计同比增幅为 46.14%，比上月累计同比增幅下降 1.99 个百分点。商用车的累计同比的下降幅度小于乘用车的累计同比的下降幅度，因此，我们认为商用车的周期性弱于乘用车。原因是，乘用车（主要指基本型乘用车和 SUV）作为消费品，更多的受心理预期的影响而会提前或推迟购买；而商用车作为生产资料，购买的刚需成分较大，因此，商用车的周期性弱于乘用车。

表 2：2010 年 6 月我国商用车销售完成情况表

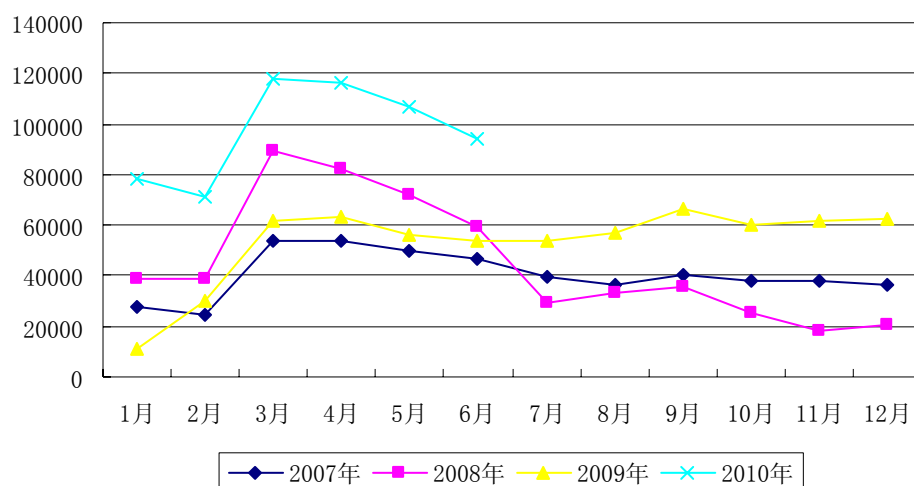
指标名称		本月完成	本期止累计	环比	同比	同比累计增幅
商用车总计		369260	2295653	-6.55%	37.18%	46.70%
货车	重型卡车	93838	584225	-12.31%	74.77%	112.71%
	重卡整车	23265	139979	-18.45%	135.57%	105.59%
	重卡底盘	36059	242102	-17.22%	40.59%	67.00%
	半挂牵引车	34514	201935	-1.16%	89.97%	227.79%
	中型卡车	20837	150345	-21.94%	6.01%	12.90%
	轻型卡车	163261	-1039559	-7.65%	35.79%	41.42%
	微型卡车	53438	310816	13.09%	20.69%	16.61%
客车	大型客车	5871	29152	36.63%	64.50%	86.49%
	中型客车	7327	40067	4.69%	-11.02%	15.92%
	大中客合计	13198	69219	16.84%	11.82%	37.90%
	轻型客车	24688	141489	-5.40%	26.47%	34.51%

资料来源：ACCM 国元证券研究中心

1.2.1 重卡销售火爆，下半年高增长难以继续

1-6 月我国重卡实现销量为 58.42 万辆，的累计同比增幅为 112.71%，销售火爆。细分车型看，半挂牵引车、重卡整车、重卡底盘均很旺盛，表明投资需求和公路货物物流需求的驱动均很强。然而高增幅更多的是基于 2009 年上半年重卡的低基数原因，这与 2009 年重卡上下半年接近 4: 6 的特殊销量结构有关。6 月，重卡销量环比下降 12.31%，随着下半年同比基数越来越高，单月同比增幅会逐步下滑，高增长难以继续。

图 2：2007-2010 年我国重卡月度销量（辆）



资料来源：ACCM 国元证券研究中心

1.2.2 轻卡平稳增长

轻卡行业也保持着高基数下的快速增长，1-6月实现销量为103.96万辆，累计同比增幅为41.42%。今年的优惠刺激政策仍在执行和城乡经济的活跃是增长的主要原因。

纵观货车市场，呈现出明显的向重轻卡两极发展的趋势。相较于重轻卡的火爆，中卡和微卡则要平静许多，原因是计重收费导致的重卡替代中卡的趋势和微卡去年政策刺激透支消费的因素。

1.2.3 大中客季节性较弱

1-6月我国实现大中客销量为69219辆，累计同比增幅为37.90%；6月，大中客同比和环比分别增长11.82%和16.84%。值得注意的是，大中客是商用车中6月唯一一个环比上升的车型，大中客没有象货车那样明显的季节性波动，比较平稳。

在所有细分车型中，客车出口占比最高，因此出口将成为客车市场的推动因素。1-4月份累计大中客累计出口4415辆，同比增长99.50%。目前大客月出口量已由2009年月均700辆的水平上升到1000辆以上，但距2008年上半年1500辆左右的水平仍有提高空间，未来，我国大中客出口将持续改善，推动客车市场增长。

因为公交车的平稳需求将会平抑其波动性，大中客的季节性较重卡弱。除2008年的国III排放标准的执行叠加金融危机的影响，大中客2008年下半年-2009年上半年销售萎靡外，其余时段行业均表现为稳定增长。2010年上半年由于基于2009年的低基数，销量增速较高，未来，我们认为大中客将会逐步回归正常增幅。

第2部分 行业长期的驱动因素

虽然2010年以来，我国汽车销量累计同比增幅不断下降，我们认为，这是行业发展的理性回归，长期看，我国汽车行业仍然会健康发展。具体基于以下原因：

2.1 刺激汽车消费的政策将长期执行

目前我国将“调结构”作为经济发展的主题，转变经济增长方式，改变靠投资拉动、靠房地产业拉动经济增长的模式。汽车产业作为我国的支柱产业之一，涉及面广，前后产业链长，带动相关产业的作用大。汽车（乘用车）作为耐用消费品，本身也可以贡献很大的消费力量，从而拉动经济的增长。2006—2009年汽车消费在社会总消费中占比分别为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。

2009年-2010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。未来若干年，我国仍将执行促进汽车消费的政策，大力鼓励节能与新能源汽车的发展。

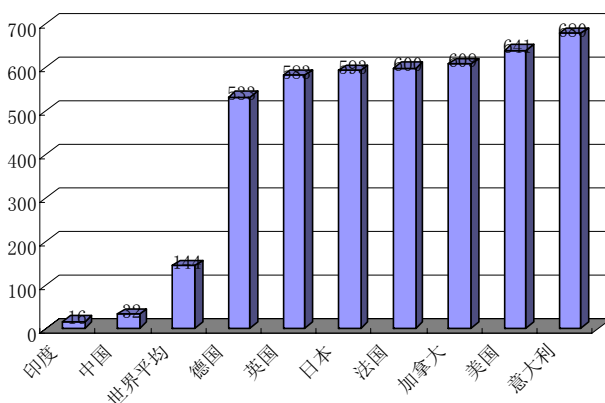
2.2 经济增长为汽车产业提供动力

我国汽车业从 1999 年以来平均年销量增长接近 20%。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。2009 年金融危机后我国经济实现 V 形反转，汽车消费领先于 GDP 而实现 46.15% 的高增长。今年上半年，我国 GDP 增幅为 11.1%，汽车销量增幅为 47.67%。可见，除 2008 年特殊的情况外，我国汽车销量的增速一直是 GDP 增速的 2-4 倍区间。

2.3 我国进入居民消费汽车时代驱动乘用车需求

我国较低的人均汽车保有量。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。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 3：2007 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

人均可支配收入的增长。以国际经验来看，当车价与人均可支配收入达到 3 时，进入汽车消费区间。随着人均收入的增长，我国二、三线城市居民也随一线城市居民逐渐具备构成能力，驱动乘用车消费的增长。

2.4 城市化进程驱动商用车需求

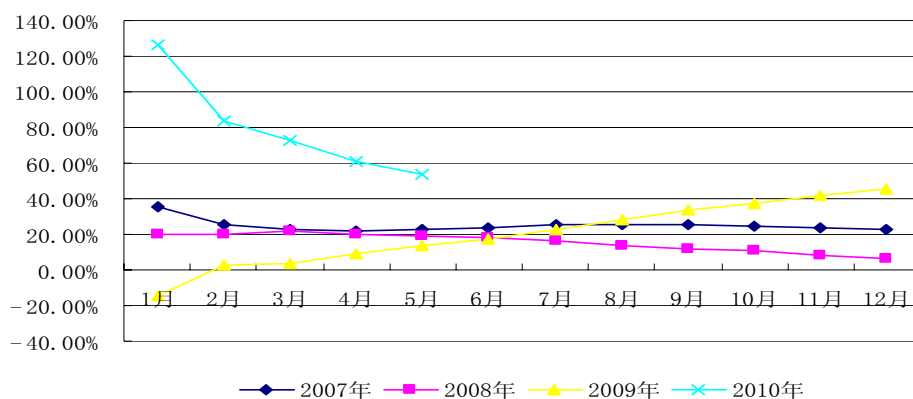
城市化的进程伴随的固定资产投资的过程，成为拉动商用车需求的主要因素。固定资产投资驱动工程重卡需求，公路货物物流驱动的半挂牵引车的需求和城市化中城乡结合部带来的轻卡需求，这些都与城市化进程直接相关。

间接的，城市化带来的人口向城市的流动，会驱动大中客的需求；城市的不断发展对公共交通的需求带来公交车的发展；以及因城市化而由“农民”变“居民”进而带来消费升级，驱动旅游用车的需求。

第 3 部分 维持行业“中性”的投资评级

从汽车行业的增幅看，该行业是个典型的周期性行业。2002 年 1 月-2005 年 12 月、2006 年 1 月-2008 年 11 月都为完整的周期，在周期上行阶段，跑赢大盘，反之，跑输大盘。2009 年开始的新一轮周期，以汽车产业调整振兴规划为起点，2009 年每月的累计同比增幅逐月增加，而 2010 年情况则完全相反——每月的累计同比增幅逐月下降，2010 年 2 月份同比累计增幅的拐点已经出现，影响人们的心理预期，因此我们判断行业进入下行周期。由于上行阶段的 2009 年汽车与汽车零部件板块跑赢上证指数高达 166 个百分点，下行阶段压力较大。

图 4：2007-2010 年我国汽车销量月度累计同比增幅（%）



资料来源：ACCM 国元证券研究中心

2010 年初的乐观情绪导致各整车厂家排产计划的增幅较高，累计同比增幅的持续下降将会导致产能利用率的下降。根据季节性因素判断，第三季度会是产能利用率的低点，也即行业盈利的低点，我们维持汽车行业“中性”的投资评级。

从国家政策层面看，6 月 1 日出台的《“节能产品惠民工程”节能汽车推广实施细则》中 1.6L 及以下排量的在现有工况下节能 20% 的乘用车给予 3000 元/辆的补贴，在下半年将会逐渐得到落实，如再有其他的刺激汽车消费政策的出台，将会成为汽车股票上涨的催化剂。

第 4 部分 重点上市公司推荐

基于我们长期看好我国汽车行业的发展和现在汽车股处于历史较低的估值区间，我们给予行业长期推荐的评级。我们重点推荐的相关上市公司是：汽车零部件公司——华域汽车；周期性较弱、防守型的整车企业——江铃汽车、宇通客车；业绩弹性大、进攻型的整车企业——江淮汽车、福田汽车、长丰汽车。

4.1 华域汽车

- **国内最大的独立汽车零部件供应商。**公司的资产主要是上汽集团 23 家独立供应汽车零部件业务的股权，是国内最大的独立汽车零部件供应商。上汽集团持有其 60.1% 的股份，成为其最大控股股东。
- **子公司多为细分行业的龙头公司，盈利能力强。**子公司按业务类型可分为内外饰件类、功能性总成件类和热加工类三大类，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。
- **“中性化、零级化、国际化”的发展目标。**背靠我国第一大汽车集团——上汽集团，因此公司多为上汽集团内部配套，上汽集团的快速发展为公司提供了很大的发展空间，是上海大众、上海通用的稳定的供应商体系的重要组成部分。目前，公司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，逐步打入其他整车厂的零部件供应体系，为中性化发展打下基础。公司还将逐步打造零件总成配套商，以实现更大的产品附加值，增强与整车厂的谈判能力。
- **公司现金充裕，利于行业整合发展。**公司拥有民生银行 1.976 亿股权和兴业证券 4800 万股权；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 10-12 年的实现 EPS 分别为 0.74 元、0.83 元和 0.93 元。考虑到公司的现金类资产，对应的每股价值为 0.77 元，如果兴业证券能够顺利发行，公司的可供出售金融资产还将有增长空间。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。

4.2 江铃汽车

- **公司产品定位中高端，盈利能力强。**今年 3 月份公司推出超值版的商务车和轻卡，主打商务、物流细分市场，定位较高，产品毛利率维持在 20% 以上，远高于一般轻客和轻卡 10-15% 的毛利水平。
- **全顺轻客竞争力较强，今年将实现出口。**公司 2008 年向国内市场投放了最新款全顺产品--V348，Transit 系列第七代车型，使得全顺产品胜于其竞争对手依维柯。V348 2009 年销量已经接近 10000 辆，约占全顺销量的 30%。公司与福特的协议已到期，公司可在到期后实现产品出口。
- **宽体轻卡推出。**新产品宽体轻卡 N900 目前已投放市场，N900 动力性更强，载重能力提高，更适合中国的市场。而且公司已开始研发 N800 项目，公司轻卡产品会逐渐丰富。
- **公司发展稳健。**公司产品销量的增长完全是靠其产品竞争力，由于产品定位高端，不受政策的刺激，因而公司产品的销量增长也不受政策是否继续的而引起的波动，公司发展稳健。
- **盈利预测与投资评级。**预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.98、2.34 和 2.47 元，维持“推荐”的投资评级。

4.3 宇通客车

- **公司是我国客车行业龙头。**2010 年上半年，公司实现客车产品销售 16983 辆，同比增长 49.5%；产品销售结构上移，大中型客车车型的销量比重比 09 年同期提高 3 个百

分点，这一趋势将在下半年得以延续。

●**业内担心的铁路客运对于公路客运的替代影响不大。**今年来我国高速铁路建设步伐加快，投资者普遍担心铁路客运对于公路客运的替代，然而铁公毕竟适合运输的距离不一样，高铁也只在大城市间开行，对于我国广大的农村地区没有影响，公路与铁路会互为补充，共同织成完善的长途出行体系。另外，就新沪宁高铁的高票价来看，也使得高铁的竞争力减弱，公路客运在我国仍旧承担主要的运输工具。

●**大中客是汽车行业中的出口亮点。**我国大中客的出口占比是 10% 左右，在所有的细分车型中占比最高，海外经济的复苏将带动大中客出口，公司作为行业龙头将充分受益。

●**盈利预测与投资评级。**预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.41、1.54 和 1.65 元，维持“推荐”的投资评级。

4.4 江淮汽车

●公司向乘用车转型的战略调整已初见成效，争取在两到三年内夺取江淮战略转型的全面胜利——商用车占据行业数一数二的地位，乘用车进入主力阵营。

●战略业务即将收获

2010 年轿车业务将步入收获期，江淮汽车的战略转型初告成功。2009 年 10 月，公司推出的和悦凭借 2710mm 轴距的 B 级车身和有竞争力的价格具有相当的竞争力。2010 年 1 月，随着生产一致性问题的解决和三厢车的上市，1 月单月销量已突破 5000 辆，目前该车订单充足，2010 年上半年已实现销量 3.5 万灵，目前月均销量稳定，成为一款成功的自主品牌车型。

公司的第四款轿车——悦悦将于 2010 年中推出，届时公司轿车覆盖 A0、A、B 和 C 四个级别，平台建设暂告段落。悦悦轿车的推出将摊薄固定成本，增强各车型的盈利能力。江淮轿车即将步入收获期。

●传统业务稳定发展

2010 年随着经济复苏，中小企业对商务车的购买力逐渐增强，MPV 细分市场行业会销售火爆，1-6 月实现销量 20.93 万辆，累计同比增幅为 104.26%，高于乘用车行业增幅 56.06 个百分点。江淮瑞风也将牢牢把握市场份额，实现销量 33063 辆，市占率为 16%，保持首位。销量增长，30% 左右的高毛利率使瑞风贡献公司主要利润来源。

“汽车下乡”优惠政策延续和“以旧换新”的政策力度的加大使公司轻卡业务受到利好，2010 年 1-6 月份 11.35 万辆，同比增幅为 45.89%，市场份额稳定，是公司的第二大利润来源。

●**维持“推荐”的投资评级。**我们预计公司 2010-2012 的 EPS 为 0.75 元/0.98 元/1.10 元。我们对公司 2010 年的预测是考虑了轿车亏损的因素，如果江淮轿车能够减亏或者达到盈利平衡点，业绩将会有较大幅度提升，公司业绩弹性大。“大安汽”的计划或将提速，维持“推荐”的投资评级。

4.5 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。2010 年1-6 月公司销售火爆,共实现销量37.11 万辆,同比增长29.4%,其中重卡5.93 万辆,同比增长85.8%;轻卡28.9万辆,同比增长21.4%;轻客1.26 万辆,同比增长21.7%;大中客车2013 辆,同比增长74.3%。

●公司正由量变到质变。目前正通过提升研发能力、拓展产业链等方式以期实现经营模式的转变,由前期的扩大市场份额的量变到提示盈利能力的质变,成为大而强的国内第一大商用车集团。

●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。

●组建福田戴姆勒中重卡公司引进技术。公司以欧曼中重卡资产出资,占比 50%成立合资公司,引进戴姆勒 OM457 系列发动机技术平台、生产搭载戴姆勒 OM457 发动机的欧曼卡车,使公司重卡具有更强的竞争力。短期看,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,会使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。

●收购福田重机专用车业务,拓展工程机械领域。通过资产收购和福田中重卡的底盘生产能力将快速搭建重型工程机械产业平台,完善福田汽车业务体系。收购福田重机相当于控制中重卡的改装厂资源,对中重卡的底盘销售将起促进作用,有利于协同效应的发挥。

●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 10 年—12 年的正常的经营性的 EPS 分别为 2.05 元、2.25 元和 2.30 元,维持“推荐”的投资评级。

4.6 广汽长丰

●公司前期管理不善,广汽来入主。2005 年公司在 SUV 这一细分市场的占有率为 12.3%,2009 年已经降至 4.8%。公司这几年来增长落后于细分市场,主要是由于车型老化单一;另一方面是公司经营管理机制不够灵活,特别是营销管理方面,公司不能够适应市场的变化。

●SUV 细分行业迎来黄金发展时期。2010 年上半年 SUV 的增幅为 132.17%,是乘用车细分行业中最高的车型。广汽入主后的长丰仍将作为 SUV 的生产基地,目前公司产能利用率不到 50%,广汽新车型的研发能力会为公司带来新的车型。

●入主带来新管理。公司的董事会已经改选,许多重要岗位由原广汽、广本高管担任,日本汽车企业生产经营经验一直为业内认可,新任管理层上任之后,已经开始对生产、营销进行改革。

●盈利预测与投资评级。预计公司 2010 -2012 年 EPS 为 0.51 元、0.71 元和 0.90 元,考虑到公司在广汽集团的支持下经营将持续改善,产能的充分利用将给公司盈利带来很大的增长空间,给予“推荐”的投资评级。

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