

湘财证券研究所

汽车研究小组

刘杰

Tel: 021-68634510-8228

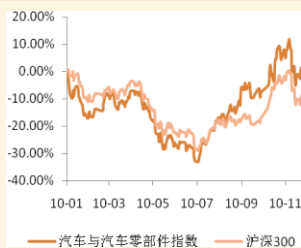
E-Mail: lj3158@xcsc.com

刘金钵

Tel: 021-68634510-8370

E-Mail: lj32861@xcsc.com

行业表现



相关报告

《汽车行业 11 月产销数据点评：政策末班车效应明显》2010/12/09

《汽车行业 2011 年投资策略：把握需求结构性投资机会》2010/12/07

《汽车行业 10 月产销数据点评：银十如期而至》2010/11/10

《近期汽车板块表现点评》2010/10/22

《央行加息对汽车行业的影响：短期负面，长期有利于产业结构优化》2010/10/20

投资要点

2010 年重卡市场表现超越预期

由于 09 年销量基数较低，并且受益于今年固定资产投资高增速以及全球经济复苏带动的国内外贸易物流需求增长，2010 年重卡市场实现超预期高增长。1-11 月重卡累计销量达到 94 万辆，同比增长 64%，增速仅次于 SUV 和 MPV。预计 2010 年重卡销量将突破 100 万辆，全年增速超过 58%。

2011 年重卡行业在相关驱动因素减弱下面临一定程度调整

预计明年固定资产投资增速将放缓且房地产调控政策日趋严厉，同时考虑到 2010 年的透支效应和高基数效应，预计明年全年重卡销量将与今年基本持平。我们认为短期尤其是明年上半年重卡市场将面临一定程度调整。

关注排放标准升级投资机会

目前市场普遍预期是 2012 年初重型汽车国 IV 标准开始型式核准，2013 年初国 III 标准重型汽车停止销售，国 IV 标准开始进入注册登记销售阶段。从目前条件和各大厂商的技术储备来看，高压共轨+SCR 将成为国 IV 排放主流技术路线，这也将给高压共轨系统和 SCR 系统关键零部件供应商带来超越行业性的成长机会。

投资策略

综合来看，我们认为 2011 年重卡板块显著超越市场平均收益的可能性较小，基于此判断我们将重卡子行业由“增持”评级下调至“中性”评级。

投资策略上，我们认为零部件公司相对整车企业成长性机会更大，主要是由于，首先从进口替代角度，部分商用车零部件严重依赖进口，国内零部件企业在这领域存在潜在机会；其次在出口方面，零部件出口关税和销售成本要小于整车；再次相对于整车，零部件标准化属性较强，有利于零部件行业内的领先企业垄断市场。此外，部分零部件企业在行业技术升级如此次国四排放标准升级中的潜在受益程度也远大于整车企业。

我们推荐未来受益于行业排放标准升级且具有明显竞争优势和技术优势的零部件企业，如威孚高科、银轮股份。

风险提示

成本上涨幅度超预期对行业盈利水平的影响。

目录

1、2010 年回顾：重卡销量远超市场预期	4
1.1、增长驱动 1：固定资产投资增速维持高位	5
1.2、增长驱动 2：国内外贸易物流需求增长	5
1.3、增长驱动 3：以旧换新补贴政策力度加大，更新需求增加	6
2、2011 年展望：驱动力减弱，高基数效应下面临有限调整	7
2.1、固定资产投资增速放缓	7
2.2、房地产调控日趋严厉，景气度出现拐点	8
2.3、高铁相继开通，铁路运能得到释放	9
2.4、2011 年重卡市场潜在的超预期因素	11
3、重卡企业对钢材价格波动相对敏感	13
4、2011 年看点：排放标准升级	13
5、投资策略	14
6、重点公司点评	15
6.1、威孚高科（000581. SZ）	15
7.2、银轮股份（002106. SZ）	15
湘财证券投资评级体系	17
重要声明	17

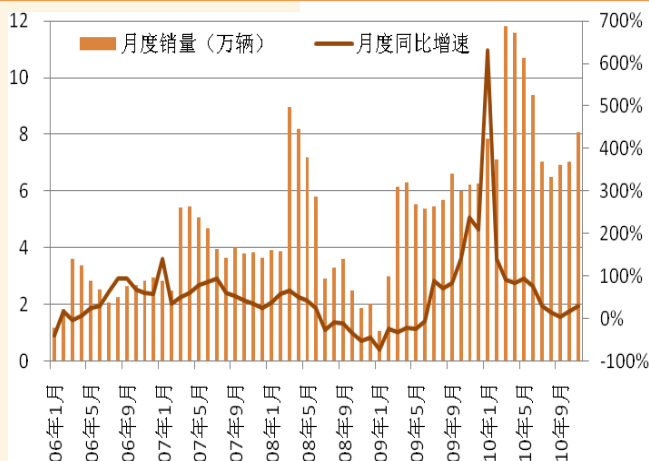
图表目录

图表 1: 重卡月度销量统计(万辆)	4
图表 2: 汽车子行业 1-11 月销量同比增速比较	4
图表 3: 重卡行业销量前十(含非完整车辆和半挂牵引车)	4
图表 4: 重卡销量份额变化	4
图表 5: 固定资产投资额及增速	5
图表 6: 国内公路货运量及增速	5
图表 7: 建筑安装工程固定资产投资额及增速	5
图表 8: 中国进口贸易额及增速	5
图表 9: 中国出口贸易额及增速	6
图表 10: 国内主要港口集装箱吞吐量	6
图表 11: 汽车以旧换新补贴标准(单位: 元/辆)	7
图表 12: 城镇固定资产投资额与重卡销量	7
图表 13: 重卡销量与固定资产投资额的相关性分析	8
图表 14: 国房景气指数	8
图表 15: 房地产开发投资额及增速	8
图表 16: 商品房新开工面积及增速	9
图表 17: 国内高速铁路已建成情况	9
图表 18: 国内高速铁路目前正在建设的情况	10
图表 19: 中卡需求重型化趋势明显	12
图表 20: 保障房建设加快	12
图表 21: 分车型用钢量	13
图表 22: 国内钢材综合价格指数	13
图表 23: 重卡国 I-国 V 排放标准	14
图表 24: SCR 和 EGR+DPF 技术优缺点比较	14
图表 25: 排放标准型式核准和注册登记时间	14

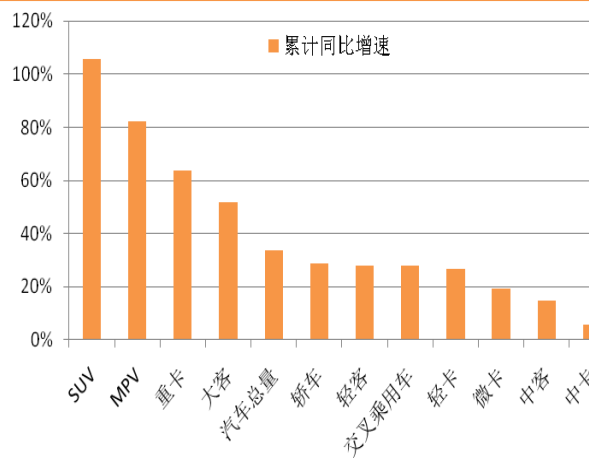
1、2010 年回顾：重卡销量远超市场预期

2010 年 1-11 月重卡累计销量达到 94 万辆,同比增长 64%,增速仅次于 SUV 和 MPV。预计 2010 年重卡销量将突破 100 万辆,全年增速超过 58%。

图表 1：重卡月度销量统计(万辆)



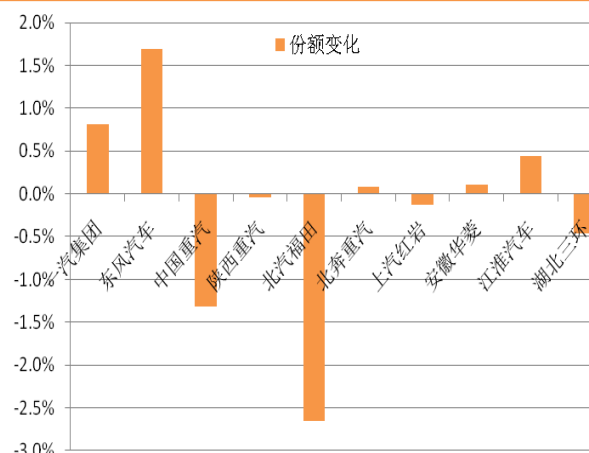
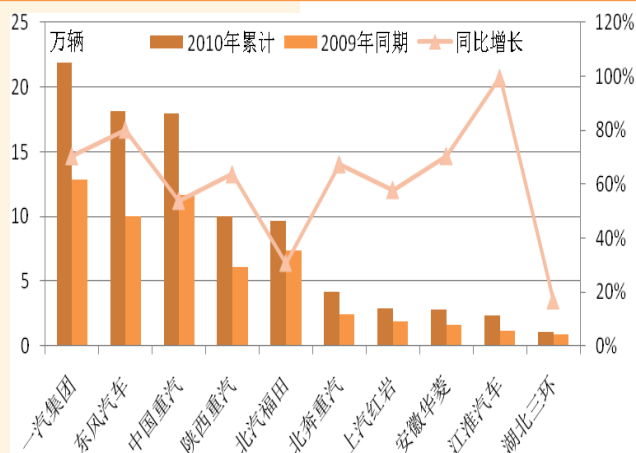
图表 2：汽车子行业 1-11 月销量同比增速比较



数据来源：CAAM，湘财证券研究所

数据来源：CAAM，湘财证券研究所

图表 3：重卡行业销量前十（含非完整车辆和半挂牵引车）图表 4：重卡销量份额变化



数据来源：CAAM，湘财证券研究所

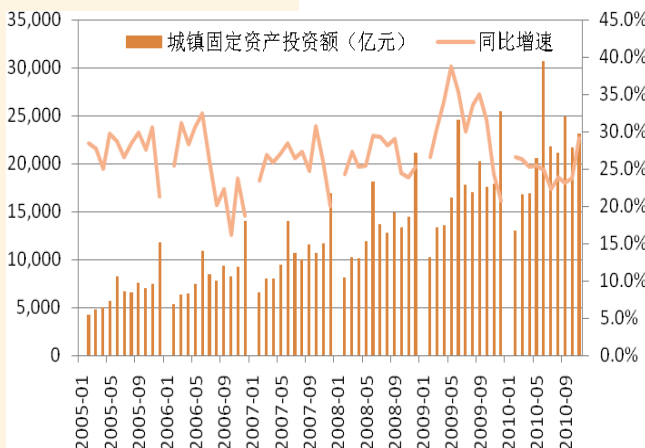
数据来源：CAAM，湘财证券研究所

2009 年上半年受金融危机影响重卡销量基数较低,行业表现处于历史低谷,一度出现连续 12 个月同比负增长,重卡需求受到明显抑制。2009 年下半年重卡需求开始释放,2010 年上半年重卡月平均增速达到 186%,尤其是 1 月份同比高达 632%。我们认为今年重卡行业远超市场预期增长的原因主要包括:09 年被抑制需求的释放、固定资产投资增速一直维持高位以及金融危机后全球经济复苏带动的国内外贸易物流需求回升。

1.1、增长驱动 1：固定资产投资增速维持高位

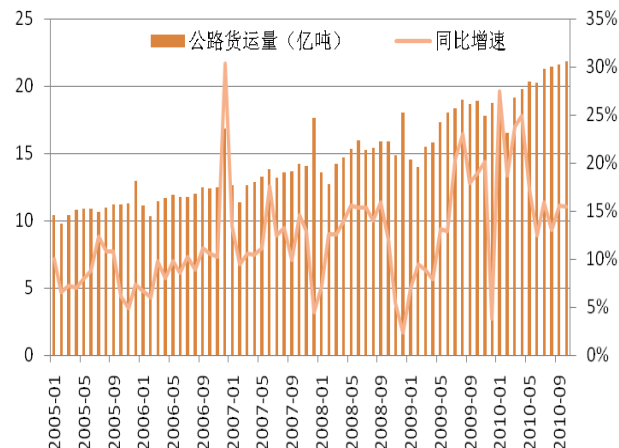
2008 年国家为应对金融危机，扩大内需保持经济增长，决定实施四万亿经济刺激计划。在依靠投资拉动经济的宏观背景下，截至今年 11 月底，我国城镇固定资产投资累计增速达 25%。全社会大规模的固定资产投资，产生了大量的土建运输需求和公路货运需求，同期国内公路货运量同比增幅达 19.2%，给重卡行业带来大量的产品需求。

图表 5：固定资产投资额及增速



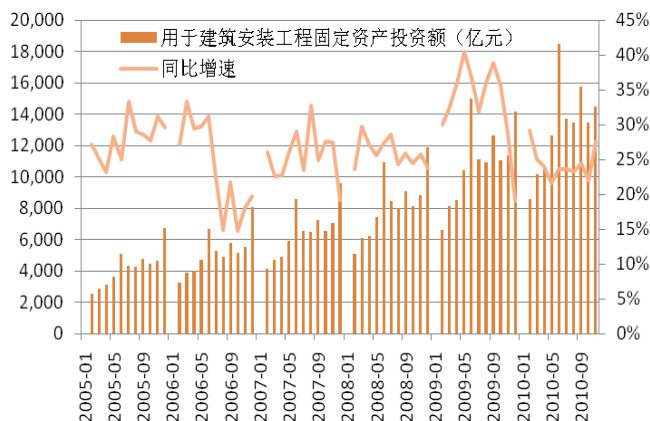
数据来源：WIND，湘财证券研究所

图表 6：国内公路货运量及增速



数据来源：WIND，湘财证券研究所

图表 7：建筑安装工程固定资产投资额及增速

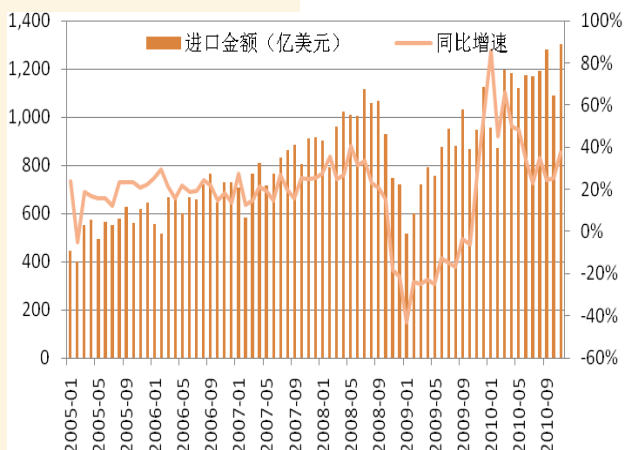


数据来源：WIND，湘财证券研究所

1.2、增长驱动 2：国内外贸易物流需求增长

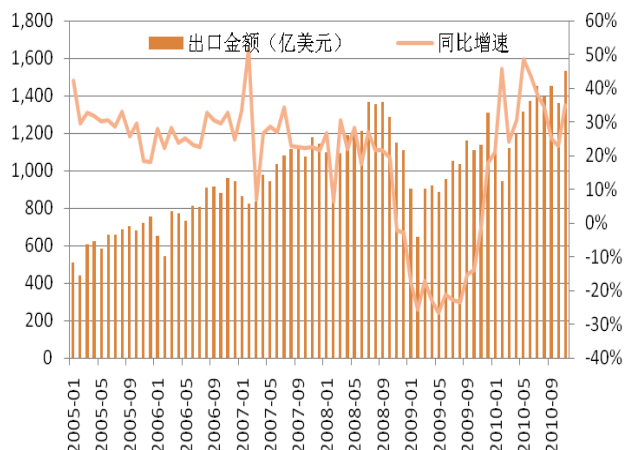
国内外贸易的强劲复苏也推动了物流需求的快速回升。2010 年全球经济在金融危机后开始逐步复苏，1-11 月我国进出口贸易额分别同比增长 40.3%、33%，集装箱吞吐量同比增速达到 120.0%。

图表 8：中国进口贸易额及增速



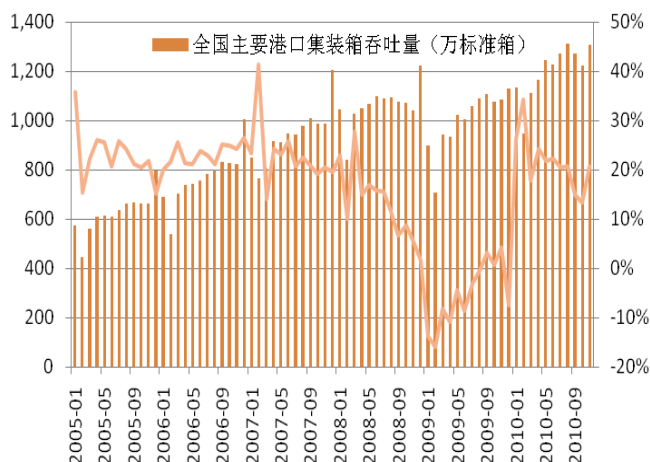
数据来源：WIND，湘财证券研究所

图表 9：中国出口贸易额及增速



数据来源：WIND，湘财证券研究所

图表 10：国内主要港口集装箱吞吐量



数据来源：WIND，湘财证券研究所

1.3、增长驱动 3：以旧换新补贴政策力度加大，更新需求增加

2009 年 7 月国家为鼓励汽车消费，实施汽车以旧换新方案。对符合一定使用年限要求的中、轻、微型载货车和部分中型载客车以及“黄标车”适度提前报废并换购新车的给以 3000-6000 元补贴，其中重卡以旧换新补贴标准为每辆 6000 元，2010 年该政策得到延续，并且重卡补贴标准提高至每辆 18000 元，增幅达到 200%。由于以旧换新政策今年年底将到期，在该政策有一定的退出预期下，部分重卡更新需求今年提前释放。

图表 11：汽车以旧换新补贴标准（单位：元/辆）

种类		2009 年	2010 年	增加额	增幅
报废老旧汽车	中卡	6000	13000	7000	117%
	轻卡	5000	9000	4000	80%
	微卡	4000	6000	2000	50%
	中客	5000	11000	6000	120%
报废“黄标车”	重卡	6000	18000	12000	200%
	中卡	6000	13000	7000	117%
	轻卡	5000	9000	4000	80%
	微卡	4000	6000	2000	50%
	大客	6000	18000	12000	200%
	中客	5000	11000	6000	120%
	小客	4000	7000	3000	75%
	微客	3000	5000	2000	67%

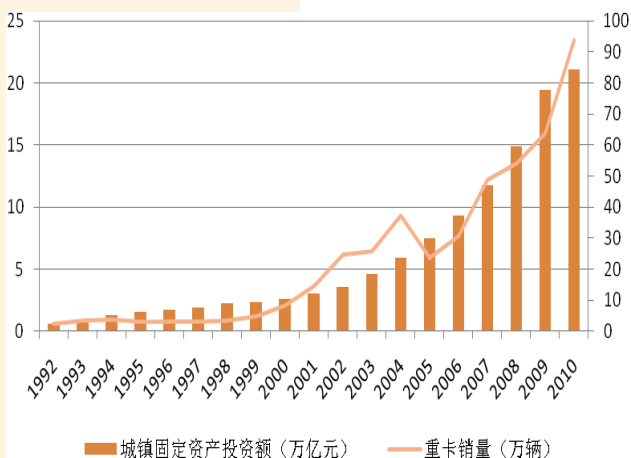
数据来源：商务部，湘财证券研究所

2、2011 年展望：驱动力减弱，高基数效应下面临有限调整

2.1、固定资产投资增速放缓

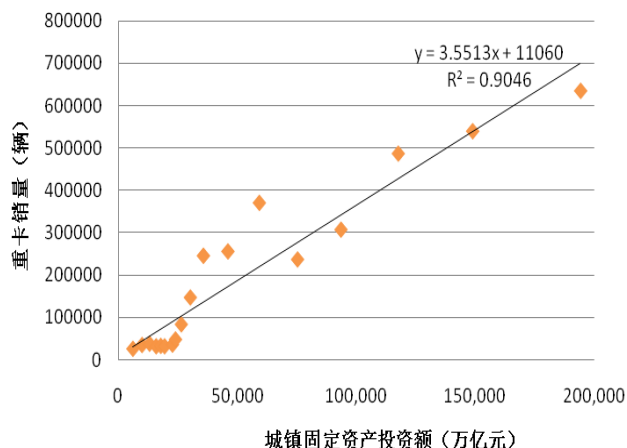
我们认为固定资产投资是对重卡需求影响最重要的因素之一。我们使用 92-09 年的数据对固定资产投资额和重卡销量作了简单的相关性分析，根据定量分析结果，我国的重卡销量和国内城镇固定资产投资额具有较强的正相关关系。2009 年上半年由于金融危机影响重卡行业处于历史低谷，大约有 6.4 万辆的正常需求（新增+更新+出口）被抑制。我们假设 2010 年固定资产投资额增长约 24%，全年重卡销量达到 100 万辆，则今年大约有 7 万辆为透支性需求，提前释放了明年的部分需求。根据我们宏观研究员的预计 2011 年固定资产投资额增长约 20%，以此计算 2011 年重卡理论销量约为 104 万辆，考虑到 2009 年的抑制效应和 2010 年的透支效应，预计明年全年重卡销量与今年基本持平。在今年重卡市场较高的销量基数背景下，我们认为短期尤其是明年上半年重卡市场将面临一定程度调整。

图表 12: 城镇固定资产投资额与重卡销量



数据来源: CAAM, 湘财证券研究所
 注: 2010 年数据截至 11 月底

图表 13: 重卡销量与固定资产投资额的相关性分析

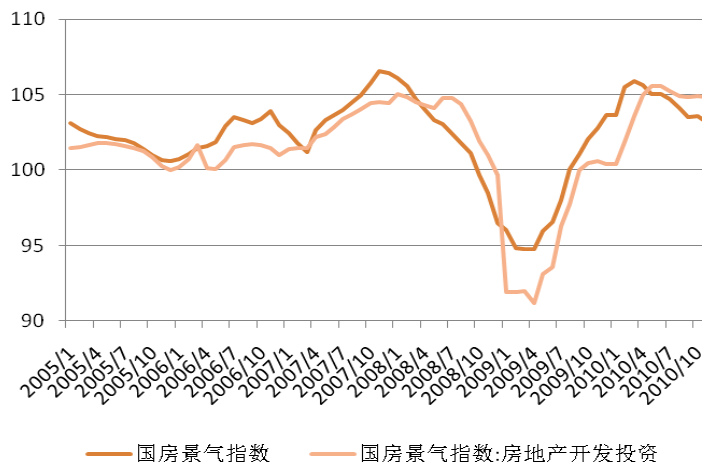


数据来源: 湘财证券研究所

2.2、房地产调控日趋严厉，景气度出现拐点

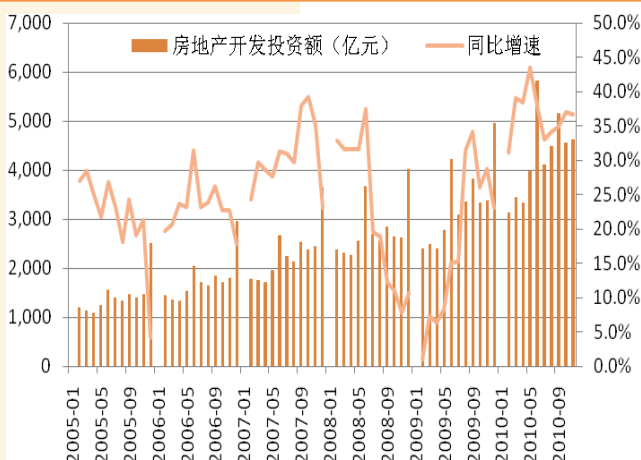
随着国家对房地产市场的调控日趋严厉，我们认为 2011 年重卡行业面临的最大的下游需求风险来自于房地产市场建设的需求。目前代表房地产行业景气度的全国房地产开发业综合景气指数（国房景气指数）已经连续多月下降。在关键指标商品房新开工面积上，我们认为明年再次达到今年近 50% 同比增速的可能性较低。

图表 14: 国房景气指数



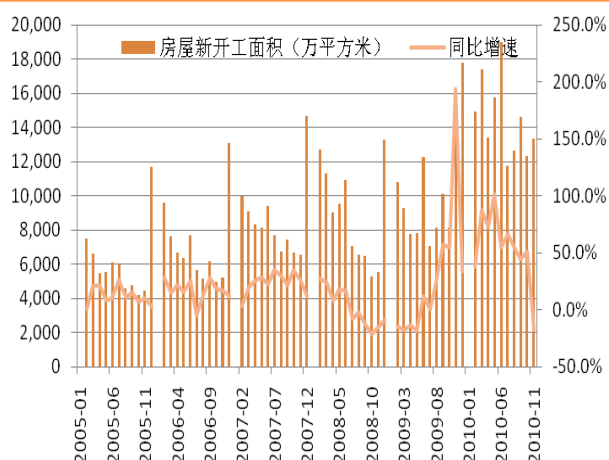
数据来源: 国家统计局, 湘财证券研究所

图表 15: 房地产开发投资额及增速



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

图表 16: 商品房新开工面积及增速



数据来源: WIND, 湘财证券研究所

2.3、高铁相继开通，铁路运能得到释放

重卡运输与铁路运输有一定的替代关系，两者的不同主要在于一方面铁路运输效率较高，价格较低，而重卡运输则具有点对点的直达优势，比铁路运输更具灵活性和适应性；另一方面，长途远距离运输主要通过铁路完成，而包括铁路站点与始发地或目的地间中转在内的短途运输则主要依靠重卡。

根据调整后的铁路中长期规划，到 2012 年我国将有 1.3 万公里城际客运专线投入运营，基本建成以四纵四横为骨架的全国快速铁路客运网，并建成长三角、珠三角、环渤海地区及其他城市密集地区的城际铁路系统。由于新建大量的铁路客运专线，原有铁路线路的货运能力将得到释放。冶金、能源、农林牧渔等行业的大宗商品的运输对时效性要求不高，使用铁路运输更加经济，所以，以前由于铁路运能不足而使用公路运输的大宗商品将逐渐回归铁路运输。虽然高铁建设过程中将产生大量的工程类和物流类重卡需求，但我们认为由于铁路建设周期较长，近两年建设完成的线路一般在几年前就已开工，近期开工的新增线路建设并不多，因此我们认为高铁建设对重卡的新增需求提升有限，相反，随着高铁陆续开通对原有普速铁路运能的释放，长距离运输的物流类重卡需求将会因此受到一定程度抑制。

图表 17: 国内高速铁路已建成情况

竣工时间	项目名称	铁路里程(公里)	建设时间
2008 年	京津城际铁路	115	2005. 7-2008. 7
	合宁铁路	166	2005. 6-2008. 4
	胶济铁路	363	2007. 1-2008. 12
2009 年	郑西客运专线	455	2005. 9-2009. 12
	武广客运专线	989	2005. 6-2009. 12
	甬台温铁路	268	2004. 12-2009. 9
	达成铁路扩能改造	386	2005. 5-2009. 9

2010 年	石太客运专线	190	2005. 6-2009. 4
	合武铁路	351	2005. 8-2009. 4
	福厦铁路	298	2005. 9-2009. 12
	温福铁路	273	2005. 10-2009. 9
	京沪高速铁路	1318	2008. 4-2010
	沪宁城际铁路	296	2008. 7-2010. 7
	广深港铁路	145	2008. 8-2010
	沪杭客运专线	158	2009. 2-2010. 5
	宜万铁路	377	2003. 12-2010. 4
	广珠城际铁路	144	2005. 12-2010. 10
	龙厦铁路	171	2006. 12-2010
	长吉城际铁路	96	2007. 5-2010
	昌九城际铁路	131	2007. 6-2010. 6
	成灌城际铁路	57	2008. 11-2010. 5

数据来源：行业资料，湘财证券研究所

图表 18：国内高速铁路目前正在建设的情况

竣工时间	项目名称	铁路里程(公里)	建设时间
2011 年	哈大客运专线	904	2007. 8-2011. 12
	津秦客运专线	258	2008-2011
	京石客运专线	280	2008. 10-2011. 12
	石武客运专线	840	2008. 10-2011. 6
	宁杭客运专线	249	2008. 12-2011. 12
	杭甬客运专线	150	2009. 4-2011. 12
	盘营客运专线	90	2009. 5-2011
	津滨城际铁路	45	2009. 10-2011
	海南东环铁路	308	2007. 9-2011. 3
	厦深铁路	502	2007. 11-2011
	向莆铁路	604	2007. 11-2011
	汉宜铁路	292	2008. 9-2011. 12
	遂渝铁路二线	132	2009. 1-2011. 12
	武汉城市圈城际铁路*	248	2009. 3-2011
2012 年	京沈客运专线	676	2009-2012
	合蚌客运专线	131	2009. 1-2012. 6
	京唐城际铁路	160	2009. 9-2012
	西宝客运专线	148	2009. 11-2012
	南广铁路	559	2008. 11-2012
	渝利铁路	260	2008. 12-2012

2013 年	成绵乐城际铁路	319	2008. 12-2012. 12
	宁安城际铁路	258	2008. 12-2012
	柳南城际铁路	227	2008. 12-2012
	莞惠城际轨道交通	98	2009. 5-2012. 12
	青烟威荣城际铁路	299	2009. 7-2012
	广清城际轨道交通	68	2009. 9-2012
	西宝客运专线	138	2009. 9-2012
	津保城际铁路	148	2009. 11-2012
	石济客运专线	319	2009. 12-2012
	郑徐客运专线	357	2009-2013
	宝兰客运专线	403	2009-2013
	哈齐城际铁路	286	2009. 5-2013
	沈丹城际铁路	208	2009. 7-2013. 9
	渝万城际铁路	240	2009. 9-2013
	西成客运专线*	519	2009. 12-2013
	杭长客运专线	933	2009. 12-2013
	成渝城际铁路	305	2009. 12-2013
	西汉成客运专线	509	2009. 12-2013. 6
2014 年	赣龙铁路复线电气化改造	274	2009-2013
	京张城际铁路	174	2009. 8-2013
	广佛肇城际轨道交通	87	2009. 9-2013
	丹大城际铁路*	158	2010-2013
	贵广客运专线	857	2008. 10-2014
	兰新客运专线	1776	2010-2014
	成贵客运专线	520	2009. 12-2014
	长昆客运专线	1168	2009. 12-2014
	广深港高速铁路*	26	2009-2014
	长株潭 3+5 城际铁路	1200	2009. 9-2014. 12
	大西铁路	845	2009. 12-2014
	合福客运专线	806	2009. 12-2014
	沪通铁路	225	2010-2014
	渝贵客运专线	345	2010-2014

数据来源：行业资料，湘财证券研究所

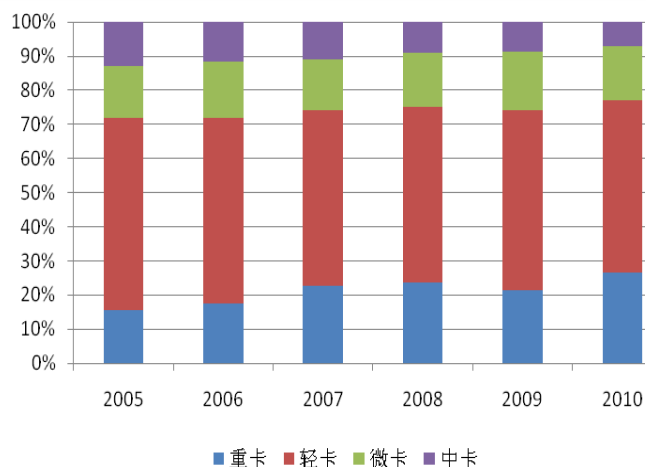
注：注“*”为其中部分线路

2.4、2011 年重卡市场潜在的超预期因素

2011 年重卡市场可能的超预期因素之一是卡车行业结构性需求的改变即卡车重型化的趋势加快，重卡相对于中轻卡适合大吨位较长距离运输，与其他车型有着较为明确的分工。近年来，随着计重收费政策的深入实施，重卡对中卡的替代趋势

较为明显，在卡车市场中的比例逐渐提高。

图表 19：中卡需求重型化趋势明显

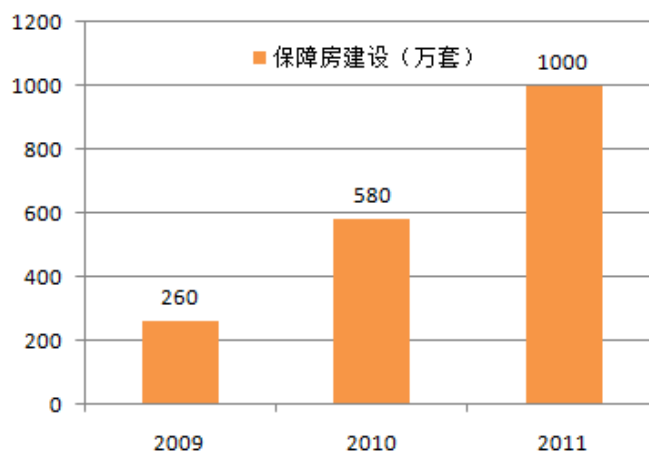


数据来源：CAAM，湘财证券研究所

注：2010 年数据截至 11 月底

此外，明年保障房的建设也有可能成为行业潜在超越市场预期的因素之一。我国住建部日前向各地发出的《关于报送城镇保障性安居工程任务的通知》中明确提出，2011 年计划建设保障性安居工程任务是 1000 万套，这相比 2010 年新增 420 万套，增长 72.4%，以此计算，2011 年保障性安居工程投资或将达 1.4 万亿元人民币。但我们也需注意到保障房建设投资仅占到房地产总投资额的 10%左右。

图表 20：保障房建设加快



数据来源：湘财证券研究所

3、重卡企业对钢材价格波动相对敏感

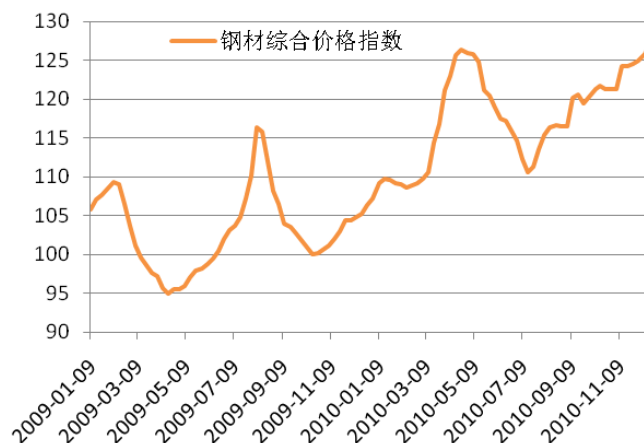
图表 21：分车型用钢量

	单车用钢量（吨/辆）	2010 年 1-11 月汽车销量（辆）	用钢量（万吨）
乘用车	0.86	12,440,425	1,070
重卡	8.00	939,296	751
中卡	3.60	252,408	91
轻卡	2.00	1,786,534	357
微卡	0.77	555,747	43
大客	8.00	60,053	48
中客	3.00	81,182	24
轻客	1.30	262,269	34
合计	—	16,377,914	2,419

数据来源：国家统计局，CAAM，湘财证券研究所

分车型看，由于用钢量不同，各车型对钢材价格成本增加的敏感度也不尽相同。我们测算了汽车各子行业对钢材价格的敏感度，结果显示：重卡在汽车各子行业中对钢材价格波动最为敏感，根据我们的测算，如果钢材价格上涨 1000 元/吨（相对目前价格上涨幅度约 15%-20%），重卡行业生产成本将上升 75.1 亿元，对其整体成本的影响约为 3%-3.5% 左右。

图表 22：国内钢材综合价格指数



数据来源：WIND，湘财证券研究所

4、2011 年看点：排放标准升级

2005 年国家环保总局颁布针对重型汽车的《车用压燃式、气体燃料点燃式发动机与汽车排气污染物排放限值及测量方法（中国Ⅲ、Ⅳ、Ⅴ阶段）》（GB17691—2005）。2008 年 7 月 1 日，我国重型汽车污染物排放进入国Ⅲ标准阶段。

图表 23：重卡国 I-国 V 排放标准

单位: mg/km	HC	CO	NO _x	PM
国 I 标准	1.10%	4.50%	8.00%	0.36%
国 II 标准	1.10%	4.00%	7.00%	0.15%
国 III 标准	0.66%	2.10%	5.00%	0.10%
国 IV 标准	0.46%	1.50%	3.50%	0.02%
国 V 标准	0.46%	1.50%	2.00%	0.02%

数据来源：环保部，湘财证券研究所

目前市场普遍预期是：2012 年初重型汽车国 IV 标准开始型式核准，2013 年初国 III 标准重型车停止销售，国 IV 标准开始进入注册登记销售阶段。从目前条件和各大厂商的技术储备来看，高压共轨+SCR 将成为国 IV 排放主流技术路线，这也将给高压共轨系统和 SCR 系统关键零部件供应商带来超越行业性的成长机会。

图表 24：SCR 和 EGR+DPF 技术优缺点比较

	优点	缺点
SCR 技术	燃油经济性好，提高 5%左右	尿素供应体系的建设影响尿素获得方便性
	喷油时刻提前，燃烧充分，机油含碳少	氨气泄露风险和措施
	燃油喷射压力较低，燃油系统可靠性高	系统布置对安装空间要求高
	燃油硫含量不敏感，可以适应较高硫含量	
EGR+DPF 技术	发动机结构影响小	
	不需额外添加尿素装置和标定工作	较高燃油喷射压力保证燃烧高效（EGR 存在）
	系统体积小，对布置空间要求低	燃油硫敏感性很高（DPF 系统），一般小于 50ppm
		发动机冷却系统要求高
		燃油消耗率变差（较国 III 提高约 2%）

数据来源：行业资料，湘财证券研究所

目前，国内已经有北京、上海、广州和深圳四个城市实施第四阶段国家机动车污染物排放标准，南京也将在 2011 年 1 月 1 日起执行国四排放标准。

图表 25：排放标准型式核准和注册登记时间

		国 II 标准	国 III 标准	国 IV 标准	国 V 标准
型式核准	计划	2004/9/1	2007/1/1	2010/1/1	2012/1/1
	实际	2004/9/1	2007/1/1	2012/1/1	未定
注册登记、销售和使用	计划	2005/7/1	2008/1/1	2011/1/1	2013/1/1
	实际	2005/7/1	2008/7/1	2013/1/1	未定

数据来源：环保部，湘财证券研究所

5、投资策略

综合来看，我们认为由于固定资产投资增速放缓、房地产调控政策日趋严厉以及

2010 年高基数效应，我们预计短期重卡市场将面临一定程度的调整，2011 年重卡板块显著超越市场平均收益的可能性较小，基于此判断我们将重卡子行业由“增持”评级下调至“中性”评级。

投资策略上，我们认为零部件公司相对整车企业成长性机会更大，主要是由于，首先从进口替代角度，国内部分商用车零部件如燃油喷射系统、汽车电子系统、ABS 等零部件依赖进口或外资厂商，国内重卡零部件企业在这领域存在潜在机会；其次，出口方面，零部件出口关税和销售成本要小于整车；再次，相对于整车，零部件标准化属性较强，有利于零部件行业内的领先企业垄断市场；此外，部分零部件企业在行业技术升级如此次国四排放标准升级中的潜在受益程度也远大于整车企业。

我们推荐未来受益于行业排放标准升级且具有明显竞争优势和技术优势的零部件企业，如威孚高科、银轮股份。

6、重点公司点评

6.1、威孚高科（000581.SZ）

公司近期定向增发使得大股东和博世公司持股比例分别提高 2.37%、10.76%，按照最低增发价 25.83 元/股计算，公司大股东和博世将分别出资不少于 9.3 亿和 19.8 亿，总计超过 30 亿元。博世公司在此增发价上大比例高位增持，充分体现了股东对公司未来前景的看好。同时博世公司作为全球第二大汽车技术供应商，此次增资后，公司将在深度和广度方面与博世进一步深化合作，这也打开了未来公司的盈利想象空间。

其中募投项目之一 WPS 技术即符合国 IV 标准的高压共轨技术，该项目的产品用于柴油机的国 IV 排放标准升级，具有较大的市场空间。由于现在中高端重卡及客车开始逐步配备高压共轨系统，目前公司该类产品的产能无法满足市场的巨大需求，产能扩张后，公司高压共轨系统零部件产能瓶颈得以消除。

盈利预测：我们预计公司 2010 年、2011 年每股收益 1.57 元和 1.80 元。目前股价对应 PE 分别为 23.8 倍和 20.8 倍，考虑到公司与博世的合作加深以及未来排放标准升级带来的巨大市场空间，我们给予公司“买入”评级。

7.2、银轮股份（002106.SZ）

银轮股份（002126）是发动机机油冷却器和中冷器细分行业龙头企业。银轮股份主要产品为不锈钢冷却器、中冷器、冷却器总成、管翅式冷却器、封条式冷却器、铝冷却器等。目前，公司冷却器、中冷器分别占细分市场（除从属于国内汽车集团的公司外）50%左右的份额，排名国内第一。

公司减排产品 EGR 冷却器基本达产，拉动公司产品毛利率整体上升。EGR 冷却器是

一种新兴的环保产品，安装在汽车 EGR 系统中用于废气冷却，以降低汽车尾气中 NO_x。公司目前是国内少数几家能够量产 EGR 冷却器并已实现稳定供货网络的厂家。公司 EGR 产能是 50 万只/年，按 200 元/只，毛利率 40% 计算，完全达产能够贡献 4000 万元营业利润。

公司与清华大学共同研发 SCR 产品目前处于中试阶段，有望成为 EGR 之后新的增长点。目前国内降低排放达国 III 标准的主要措施是在发动机方面提高燃油的喷射压力、增压中冷、改进燃烧室形状，采用废气再循环 (EGR) 等。但要进一步达国 IV 要求，必须采用 SCR (Selective Catalytic Reduction) 系统以降低 NO_x 排放。SCR 的使用与推广预期明确，若公司 SCR 研发顺利，将有效刺激公司业绩的上升。

盈利预测：我们认为公司产品开发层次推进，业绩持续性较好，公司的收购动作将进一步拓宽公司业务面。预计公司全年净利润涨幅将超过 100%，10 年、11 年的 EPS 分别为 1.22 元、1.50 元，对应 PE 分别为 28.5 倍、23.2 倍。考虑到排放标准升级将增加公司产品需求，公司业绩增速较为明确，我们维持公司“增持”评级。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。