

2006 年 12 月 15 日

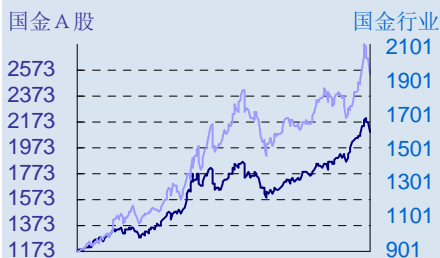
# 商用车行业 2007 年年度报告

长期竞争力评级：等于市场均值

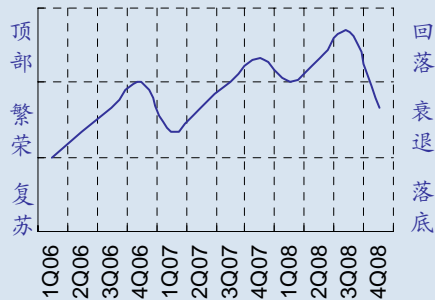
——平稳增长是金

### 市场数据

|            |         |
|------------|---------|
| 行业优化平均市盈率  | 20.69   |
| 市场优化平均市盈率  | 21.26   |
| 国金运输设备指数   | 1949.64 |
| 国金 A 股流通指数 | 2098.65 |
| 上证指数       | 2093.64 |
| 深证成指       | 5641.48 |



### 行业景气周期预期 1Q06-4Q08



### 机械与汽车研究小组

#### 董亚光

(8621)61038289  
dongyaguang@china598.com

#### 李孟滔

(8621)61038309  
limengtao@china598.com

联系人：赵莉

(8621)61038257  
zhaoli@china598.com  
上海市黄浦区中山南路 969 号谷泰  
滨江大厦 15A 层 (200011)

国金证券研究所

敬请参阅最后一页之特别声明



### 投资要点

- 我们对商用车行业给予“持有”的投资建议，主要原因如下：
  - ◆ 我们对未来行业增速的判断是平稳增长，预测 07 年客车行业增速为 12%，重卡行业为 14%；
  - ◆ 根据我们对客车和重卡行业产能情况的统计，目前行业产能过剩情况严重，我们认为尽管行业集中度较高，但过剩产能的淘汰过程将是非常缓慢的，因此行业平均盈利水平难以持续上升；
  - ◆ 我们认为商用车制造向中国转移是长期趋势，但从目前国内整车企业的竞争实力来看，只有客车出口有望在短期内成为驱动行业增长的关键因素，而重卡出口形成规模还需要时间等待；
- 我们认为大中型客车和重卡是商用车行业中具有吸引力的细分市场，我们对这两个子行业的观点如下：
  - ◆ 我们认为客运用车的更新换代、优先发展公交政策的执行、农村客运需求的上升和出口等多元化的需求是降低行业周期性波动和长期稳定发展的驱动因素；
  - ◆ 由于重卡行业的需求受固定资产投资和公路物流的双轮驱动，我们认为其行业周期波动性会小于工程机械行业，预计未来两年底盘销量增速回落，牵引车需求保持高速增长，并看好斯太尔重卡的整体增长前景；
- 我们对于商用车行业的投资策略是在平稳的行业背景下继续持有龙头企业的股票，在获得稳定收益的同时，这些企业的估值水平将由于稀缺性而上升，合理估值为 18-20 倍市盈率；个股的选择策略上，我们建议关注汽车零部件行业和可能超预期的公司；
- 我们认为未来行业增长的不确定性因素主要来自于政策的变动和宏观经济调控紧缩信贷的影响；

### 行业内重点公司投资评级

| 股票名称 | 收盘价 (元) | 已上市流通A股 (百万股) | 06EPS (元) | EPS 07%06 | 07EPS (元) | 06PE  | 07PE  | 投资评级 | 上期评级 |
|------|---------|---------------|-----------|-----------|-----------|-------|-------|------|------|
| 中国重汽 | 17.80   | 115.20        | 0.762     | 66.93%    | 1.272     | 23.36 | 13.99 | 买入   | 买入   |
| 曙光股份 | 7.70    | 115.31        | 0.497     | 28.17%    | 0.637     | 15.49 | 12.09 | 买入   | 买入   |
| 宇通客车 | 10.55   | 264.62        | 0.541     | 24.03%    | 0.671     | 19.50 | 15.72 | 买入   | 买入   |
| 金龙汽车 | 12.95   | 97.34         | 0.769     | 26.66%    | 0.974     | 16.84 | 13.30 | 买入   | 买入   |
| 新潍柴  | 26.83   | N/A           | 1.516     | 20.91%    | 1.833     | 17.70 | 14.64 | 买入   | 买入   |
| 滨州活塞 | 8.33    | 52.80         | 0.112     | 632.14%   | 0.820     | 74.38 | 10.16 | 买入   | 买入   |
| 安凯客车 | 2.65    | 101.40        | 0.079     | 30.38%    | 0.103     | 33.54 | 25.73 | 持有   | 持有   |
| 江淮汽车 | 4.47    | 658.35        | 0.556     | 18.88%    | 0.661     | 8.04  | 6.76  | 持有   | 持有   |

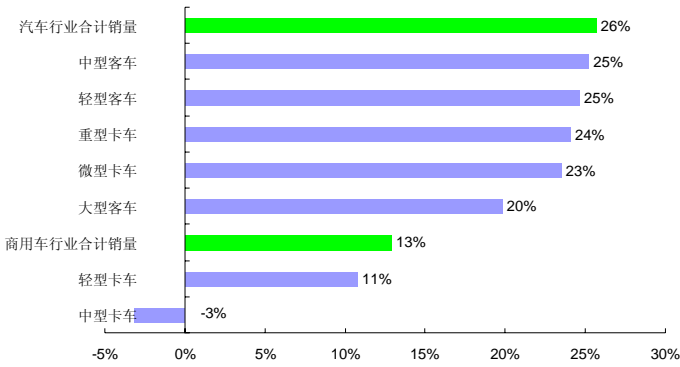
来源：国金证券研究所；注：新潍柴股价按照目前相火炬股价换算得出

### 行业回顾与展望：商用车行业步入平稳增长

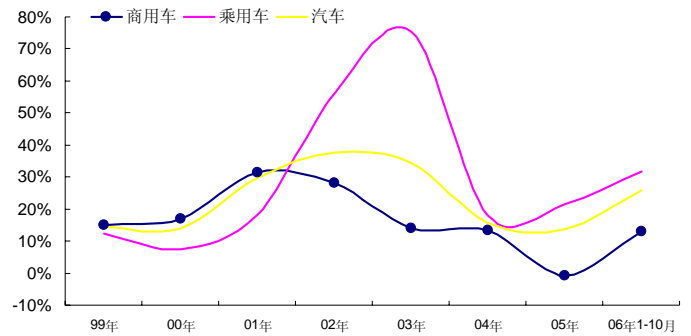
商用车行业长期增长水平将与 GDP 增速趋同，重卡和大中型客车是最具吸引力的细分市场；

- 2001 年以来，汽车行业增长的驱动力逐渐由商用车转为乘用车，06 年 1-10 月商用车销量同比增长 13%，远低于汽车行业 26% 的平均增长速度；
- 我们认为在政策面不发生重大变化的前提下（如行业标准的升级），商用车行业未来将维持目前平稳增长的趋势，虽然具有一定的周期性波动，但行业长期增长水平将与 GDP 增速趋同，重型卡车和大中型客车是商用车行业最有吸引力的细分市场；

图表1：06 年 1-10 月商用车细分行业销量同比



图表2：历年商用车销量同比增速

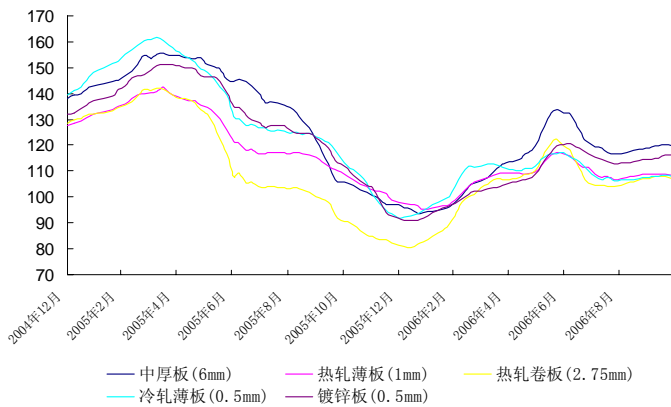


来源：汽协，中客网，国金证券研究所，注：重型卡车销量包含半挂车牵引车销量；客车数据取自中客网

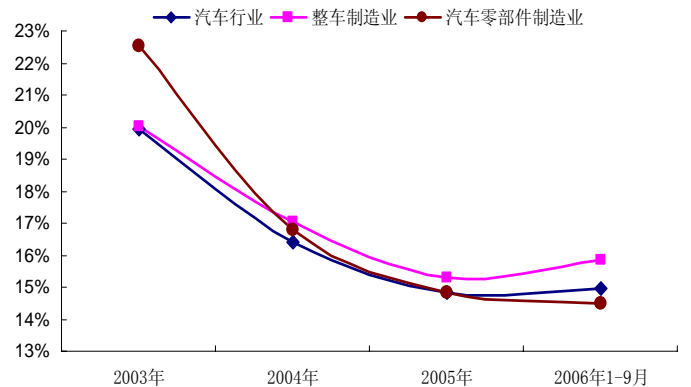
### 受益于钢材价格的回落，汽车行业盈利水平开始回升

- 2006 年以来，国内汽车用钢材价格同比回落 10-15% 左右，受此影响，汽车行业整体盈利能力有所提升，根据国金钢铁行业研究员的判断，2007 年钢材价格有望保持现有水平，我们认为 2007 年汽车行业受上游原材料行业压力继续减弱，行业平均利润率将稳中有升；

图表3：各类钢材价格指数走势

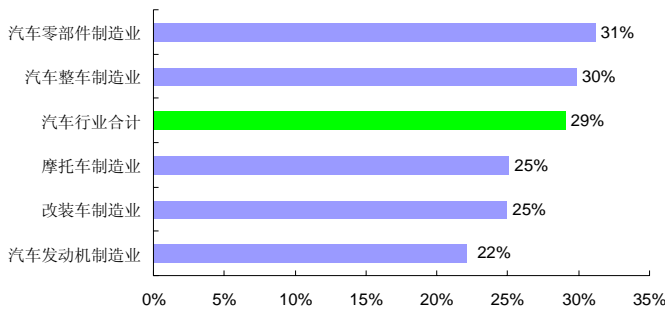


图表4：汽车行业毛利率走势

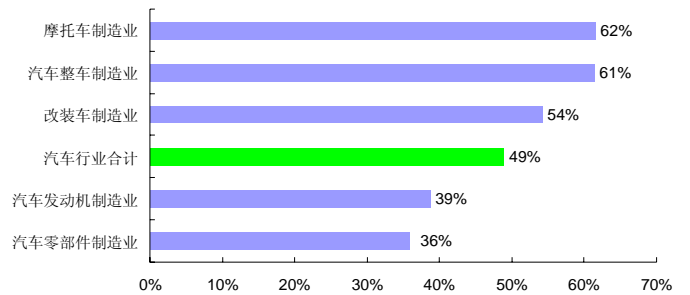


来源：汽协，钢协，国金证券研究所

图表5: 06年1-9月汽车行业收入同比增速



图表6: 06年1-9月汽车行业利润总额同比增速

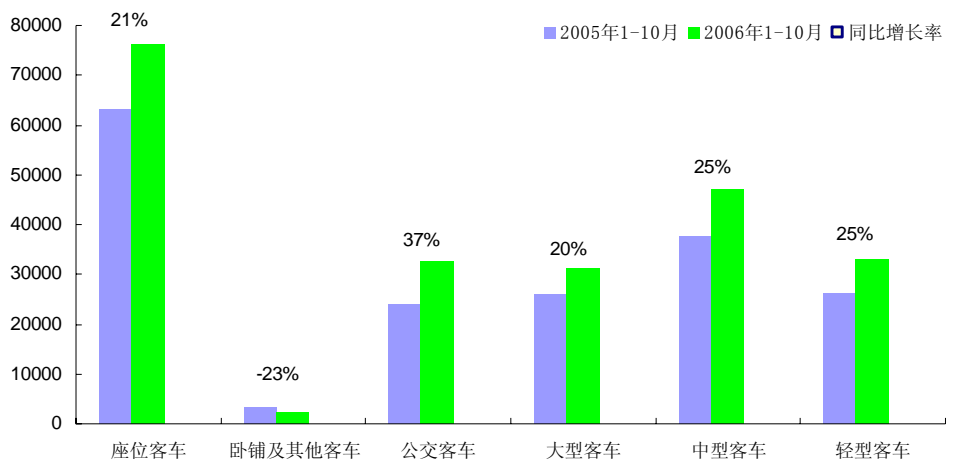


来源: 汽协, 国金证券研究所

客车行业: 多元化的市场需求降低行业波动性

图表7: 06年1-10月不同类型客车销量同比变化

单位: 辆



来源: 中客网, 国金证券研究所

我们认为客运用车的更新换代、优先发展公交政策的执行、农村客运需求的上升和出口等多元化的需求是降低行业周期性波动和长期稳定发展的驱动因素, 预测 07-08 年行业增速分别为 12%和 9%, 而行业过剩产能的淘汰过程将会非常的缓慢;

- 客车的需求主要来自于公路客运、城市公交、旅游和出口, 尽管行业快速增长周期已经结束 (1998-2004 年之间), 但公路客运用车的更新换代、国家优先发展公共交通的政策、农村客运需求的上升和出口等多元化的需求是降低行业周期性波动和稳定发展的驱动因素;
  - ◆ 公路客运市场化发展使得客运用车的更新速度逐渐加快, 2005 年以来由于火车提速的影响, 公路客运逐渐由长途客运向中短途客运转移, 因此今后中型客车替代大型客车的需求将继续增长;
  - ◆ 近期在全国优先发展城市公共交通工作会议上, 建设部、国务院办公厅、国家发展改革委、财政部、公安部、科技部、国土资源部、劳动保障部、国务院法制办等国家多个部委再次强调了发展公共交通的重要性。自 2004 年提出大力发展公交以来, 国内公交车辆的更新由北京、上海和深圳等地逐渐向全国范围扩散, 我们认为政令的持续贯彻将保证公交客车需求的持续增长;
  - ◆ 此外, 农村基础建设的投入也拉动了今年中轻型客车的快速增长, 我们认为明年农村客运需求仍然非常旺盛;

图表8: 客车行业细分市场未来前景判断

| 客车类型 | 下游需求类型                       | 未来前景              |
|------|------------------------------|-------------------|
| 座位客车 | 大型座位 → 长途客运, 旅游, 机场, 出口      | 长途客运萎缩, 旅游和出口继续上升 |
|      | 中型座位 → 中短途客运, 旅游中巴, 农村客运, 出口 | 各类需求继续保持旺盛        |
|      | 轻型座位 → 短途客运, 农村客运, 出口        | 农村客运是主要增长点        |
| 公交客车 | 大型公交 → 各大一线城市, 出口            | 08 年以前继续保持快速增长    |
|      | 中型公交 → 一线城市和二线城市             | 二线城市实施公交优先的需求逐渐释放 |
|      | 轻型公交 → 二、三线城市, 农村            | 基数较低, 继续高速增长      |
| 卧铺客车 | 长途客运                         | 需求持续萎缩            |

来源: 国金证券研究所

- 根据我们对客车行业各细分市场的前景判断, 我们认为未来两年客车行业增速分别为 12%和 9%。需要指出的是, 尽管我们对中型客车需求较为乐观, 但由于该区间的客车销量基数较大, 我们认为未来难以保持高速增长, 而轻型座位、大型公交和轻型公交三个细分产品的增长将高于行业平均水平;

图表9: 06-08 年客车行业销量预测

单位: 辆

|             | 历年及未来销量预测      |                |                |                |                | 增速预测       |            |            |           |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------|------------|------------|-----------|
|             | 2004年          | 2005年          | 2006年E         | 2007年E         | 2008年E         | 05/04      | 06/05      | 07/06      | 08/07     |
| 大型座位        | 13,076         | 15,138         | 18,258         | 20,084         | 22,092         | 16%        | 21%        | 10%        | 10%       |
| 中型座位        | 34,473         | 34,053         | 41,211         | 44,743         | 46,980         | -1%        | 21%        | 9%         | 5%        |
| 轻型座位        | 34,600         | 31,688         | 38,246         | 44,365         | 49,689         | -8%        | 21%        | 16%        | 12%       |
| 座位合计        | 82,149         | 80,879         | 97,715         | 109,192        | 118,761        | -2%        | 21%        | 12%        | 9%        |
| 大型卧铺        | 4,246          | 3,517          | 2,462          | 1,970          | 1,773          | -17%       | -30%       | -20%       | -10%      |
| 中型卧铺        | 44             | 21             | 38             | 38             | 38             | -52%       | 81%        | 0%         | 0%        |
| 轻型卧铺        | 4              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0%         | 0%         | 0%         | 0%        |
| 卧铺合计        | 4,294          | 3,538          | 2,500          | 2,008          | 1,811          | -18%       | -29%       | -20%       | -10%      |
| 大型公交        | 12,840         | 15,166         | 18,199         | 21,475         | 23,623         | 18%        | 20%        | 18%        | 10%       |
| 中型公交        | 16,799         | 13,976         | 17,051         | 18,512         | 20,363         | -17%       | 22%        | 9%         | 10%       |
| 轻型公交        | 933            | 2,170          | 3,364          | 4,709          | 5,886          | 133%       | 55%        | 40%        | 25%       |
| 公交合计        | 30,572         | 31,312         | 38,613         | 44,696         | 49,872         | 2%         | 23%        | 16%        | 12%       |
| 其他客车        | 602            | 545            | 317            | 317            | 317            | -9%        | -42%       | 0%         | 0%        |
| <b>行业合计</b> | <b>117,617</b> | <b>116,274</b> | <b>139,145</b> | <b>156,212</b> | <b>170,761</b> | <b>-1%</b> | <b>20%</b> | <b>12%</b> | <b>9%</b> |
| 大型客车合计      | 30,162         | 33,821         | 38,919         | 43,528         | 47,487         | 12%        | 15%        | 12%        | 9%        |
| 中型客车合计      | 51,316         | 48,050         | 58,300         | 63,293         | 67,381         | -6%        | 21%        | 9%         | 6%        |
| 轻型客车合计      | 35,537         | 33,858         | 41,609         | 49,074         | 55,575         | -5%        | 23%        | 18%        | 13%       |

来源: 中客网, 国金证券研究所

- 我们近期对客车行业产能情况进行了调查, 根据我们的统计, 行业内 20 家主要客车生产企业的产能就已经达到了 191,700 辆, 2008 年还将增长 23%, 目前产能利用率为 45%, 产能过剩的情况比较严重;

- ◆ 其中，行业龙头企业宇通和金龙的产能利用率都处于较高水平，我们认为这些企业仍将维持“强者恒强”的优势；
- ◆ 过剩产能主要来自于尚未形成规模的中小企业，由于客车行业具有较强的“区域经济”特征，因此我们认为，尽管淘汰过剩产能是长期趋势，但是其过程将非常缓慢；

图表10: 客车行业产能及产能利用率调查

单位: 辆

| 公司名称     | 目前产能    | 2006年1-10月产销量 | 产能利用率  | 产能扩张计划                    |
|----------|---------|---------------|--------|---------------------------|
| 厦门金龙旅行车  | 40,000  | 14,084        | 35.21% |                           |
| 郑州宇通     | 21,000  | 14,759        | 70.28% | 07年下半年新增1万辆产能建设将投产        |
| 牡丹汽车     | 20,000  | 4,581         | 22.91% |                           |
| 苏州金龙联合   | 15,000  | 11,145        | 74.30% |                           |
| 扬州亚星客车   | 15,000  | 2,061         | 13.74% |                           |
| 厦门金龙联合   | 13,000  | 8,161         | 62.78% |                           |
| 河南少林     | 10,000  | 6,135         | 61.35% | 06年底新增产能5000辆，08年达到33000辆 |
| 丹东黄海     | 8,000   | 4,203         | 52.54% | 07年BRT项目投产后可新增300辆        |
| 中通客车     | 6,000   | 4,353         | 72.55% |                           |
| 江苏友谊     | 6,000   | 3,197         | 53.28% |                           |
| 安徽江淮客车   | 6,000   | 2,839         | 47.32% |                           |
| 贵州万达客车   | 6,000   | 1,921         | 32.02% |                           |
| 安徽安凯     | 6,000   | 2,612         | 43.53% |                           |
| 浙江青年尼奥普兰 | 5,000   | 672           | 13.44% |                           |
| 一汽客车(无锡) | 5,000   | 1,046         | 20.92% | 08年二期投产后产能将达到2万辆          |
| 上海申沃     | 3,000   | 2,340         | 78.00% |                           |
| 武汉市公用客   | 2,000   | 1,934         | 96.70% |                           |
| 北方尼奥普兰   | 2,000   | 174           | 8.70%  |                           |
| 西安西沃     | 1,500   | 141           | 9.40%  |                           |
| 广州五十铃    | 1,200   | 132           | 11.00% |                           |
|          | 合计产能    | 合计产量          | 产能利用率  | 2008年产能增长率                |
|          | 191,700 | 86,490        | 45.12% | 22.59%                    |

来源: 国金证券研究所

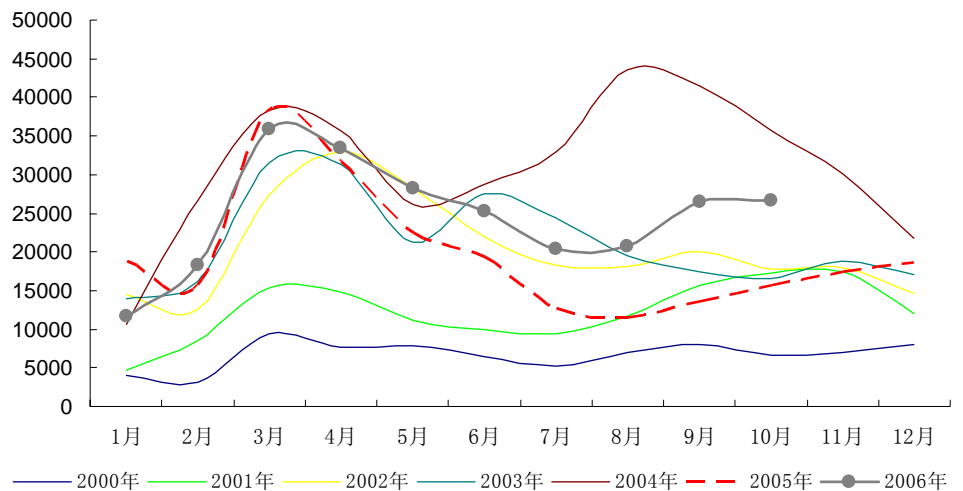
重卡行业: 重型化趋势不变 看好斯太尔重卡平台

由于重卡行业的需求受固定资产投资和公路物流的双轮驱动，我们认为其行业周期波动性会小于工程机械行业，预计未来两年底盘销量增速回落，牵引车需求保持高速增长，行业增速为 14%，并看好斯太尔重卡的整体增长前景；

- 2006 年 1-10 月，重卡合计销量 247,627 辆，同比增长 24%。国内重型卡车的需求主要来自于基础设施建设所需的重卡底盘和公路物流的牵引车和整车两方面，因此重卡行业与工程机械行业类似，受国家固定资产投资影响较大，但由于公路物流需求也占有较大的比重，所以我们认为重卡行业的周期波动性会小于工程机械行业；

图表11: 重卡行业月度销量走势

单位: 辆



来源: 汽协, 国金证券研究所



- 我们对未来重卡行业的基本观点是重卡的需求将进入平稳增长阶段，预计行业增速在 14% 左右；

**图表12: 06-08 年重卡行业预测** 单位: 辆

|       | 2004年   | 2005年   | 2006年E  | 2007年E  | 2008年E  |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 重卡整车  | 97,776  | 65,717  | 49,945  | 49,945  | 49,945  |
| 同比    |         | -33%    | -24%    | 0%      | 0%      |
| 重卡底盘  | 156,395 | 113,616 | 147,701 | 162,471 | 175,469 |
| 同比    |         | -27%    | 30%     | 10%     | 8%      |
| 半挂牵引车 | 99,234  | 56,805  | 85,208  | 110,770 | 144,001 |
| 同比    |         | -43%    | 50%     | 30%     | 30%     |
| 合计    | 353,405 | 236,138 | 282,853 | 323,186 | 369,414 |
| 同比    |         | -33%    | 20%     | 14%     | 14%     |

来源: 国金证券研究所

- ◆ 根据国金宏观团队的预测，07 年固定资产投资增速将较 06 年有所回落，重卡需求受工程机械行业拉动再次大幅增长的可能性较小，预计底盘销量增幅为 10%；
- ◆ 自国家治理超载、对重卡轴荷进行限制以后，公路物流用车的需求结构就发生明显的变化，一方面 15 吨以上的重型卡车需求上升，另一方面货运方式由普通载货车向多轴牵引车发展。我们认为未来 3-5 年，这一趋势将继续维持，整车需求将主要集中在 6x2、6x4 和 8x4 等少数几种轴数较多的产品，主要用于城市间的短途货运，而半挂牵引车将成为公路货运的主要运输方式，未来将继续高速增长；

**图表13: 未来载货车和牵引车的发展方向**

**未来载货车产品的细分市场**

|       | 细分市场       | 主要驱动方式  | 核心零部件的趋势                          |             |                        | 备注  |
|-------|------------|---------|-----------------------------------|-------------|------------------------|---|
|       |            |         | 发动机                               | 变速箱         | 后桥                     |   |
| 中型卡车  | 城市物流市场     | 4x2     | 发动机的功率将在140 - 200马力之间             | 6档左右的变速箱    | 中型车桥                   | 将一定程度替代轻型卡车，但会面临更为严格的排放法规的要求和考验           |
| 中重型卡车 | 短距离的城间物流市场 | 6x2 6x4 | 发动机的功率将在180 - 280马力之间             | 7 - 8档的变速箱  | 中重型车桥                  | 将是载货车市场上的主要产品                             |
| 重型卡车  | 专用车底盘市场    | 6x4 8x4 | 发动机的功率将有很大的提高，预计功率将在280 - 400马力之间 | 9 - 14档的变速箱 | 重型车桥（13 - 16吨，轮边单级减速桥） | 将是市场上赢利能力最强的产品，在城市内使用时也会面临更为严格的排放法规的要求和考验 |

**未来牵引车产品的细分市场**

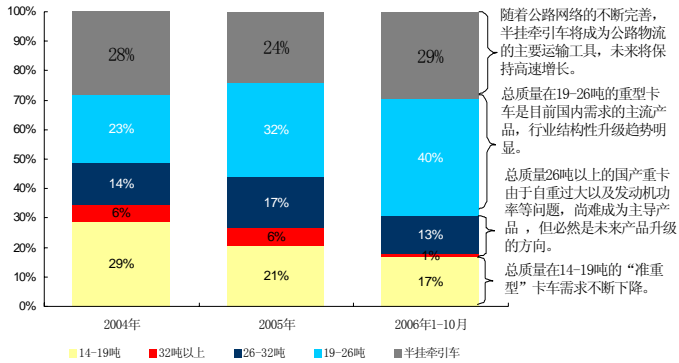
| 细分市场     | 主要驱动方式  | 核心零部件的趋势               |                     |                 | 备注                       |
|----------|---------|------------------------|---------------------|-----------------|--------------------------|
|          |         | 发动机                    | 变速箱                 | 后桥              |                          |
| 中短途轻载运输  | 4x2     | 发动机功率一般在210马力以下        | 6 - 7档变速箱           | 10吨以下后桥         | 一般为长头驾驶室                 |
| 长途中载运输   | 4x2 6x2 | 发动机功率一般在230 - 350马力之间  | 8 - 9档变速箱           | 10吨左右后桥         |                          |
| 长中短途重载运输 | 6x4     | 发动机功率水平要在350 - 500马力之间 | 12 - 16档变速箱或者自动挡变速箱 | 13 - 16吨轮边单级减速桥 |                          |
| 危险品货物运输  | 6x2 6x4 | 发动机功率水平要在320 - 450马力之间 | 9 - 14档变速箱或者自动挡变速箱  | 13 - 16吨轮边单级减速桥 | 对车辆的配置有特殊要求，如空气悬挂装置、GPS等 |
| 特种货物运输   | 6x4 8x6 | 发动机功率水平要在500马力以上       | 12 - 16档变速箱或者自动挡变速箱 | 16吨轮边单级减速桥      | 牵引特种挂车，车型利润很高            |

来源: 汽车情报, 国金证券研究所

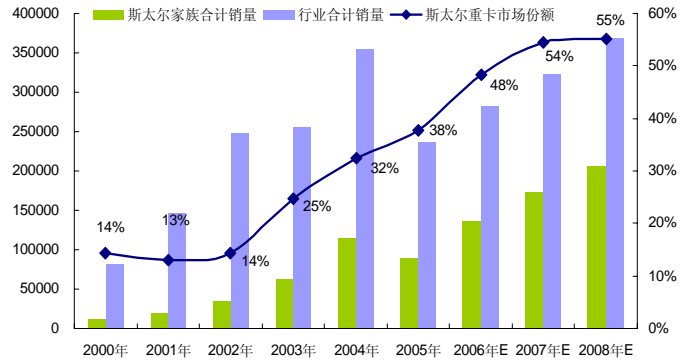
- 由于斯太尔平台的重卡机械化程度较高，非常适合国内工程机械的用户需求，加上其维修方便、承载能力强、市场保有量高，我们认为该平台产品的生命周期仍将延续，在四家企业对驾驶室更新换代之后，今后相当长一

段时间仍将是国内重卡的中坚力量，斯太尔家族的几家重卡企业也将成为此次行业结构性升级过程中最大的受益者，在整车制造企业中，我们最看好中国重汽、陕西重汽和北方奔驰；

图表14: 重卡行业重型化趋势不变



图表15: 我们看好斯太尔重卡平台



来源：汽协，国金证券研究所；注：斯太尔家族包括中国重汽，陕西重汽，北汽福田和重庆红岩四家企业

- 与客车行业相比，重卡行业集中度更高，尽管目前行业产能过剩情况较为严重，但我们认为龙头企业的产能利用率将随行业销量的增长而同步上升；

图表16: 重卡行业产能利用率调查

单位：辆

|          | 目前产能    | 06年1-10月产量 | 产能利用率   | 未来产能规划        |
|----------|---------|------------|---------|---------------|
| 中国第一汽车   | 250,000 | 54,642     | 21.86%  |               |
| 东风汽车公司   | 150,000 | 54,133     | 36.09%  |               |
| 中国重汽     | 70,000  | 49,388     | 70.55%  | 2010年达到12.5万辆 |
| 陕西重汽     | 50,000  | 26,442     | 52.88%  |               |
| 北汽福田     | 50,000  | 23,707     | 47.41%  |               |
| 成都王牌     | 30,000  | 668        | 2.23%   |               |
| 南京春兰     | 20,000  | 1,264      | 6.32%   |               |
| 安徽华菱     | 20,000  | 4,153      | 20.77%  |               |
| 重庆红岩     | 15,000  | 15,083     | 100.55% | 2008年达到4万辆    |
| 安徽江淮     | 10,000  | 2,309      | 23.09%  |               |
| 上海汇众     | 10,000  | 1,442      | 14.42%  |               |
| 北方奔驰重型汽车 | 6,000   | 7,528      | 125.47% | 十一五期末达到5万辆    |
| 湖北三环     | 5,000   | 4,153      | 83.06%  | 2010年达到3万辆    |
|          | 合计产能    | 合计产量       | 产能利用率   | 2010年产能增长率    |
|          | 686,000 | 244,912    | 35.70%  | 21.72%        |

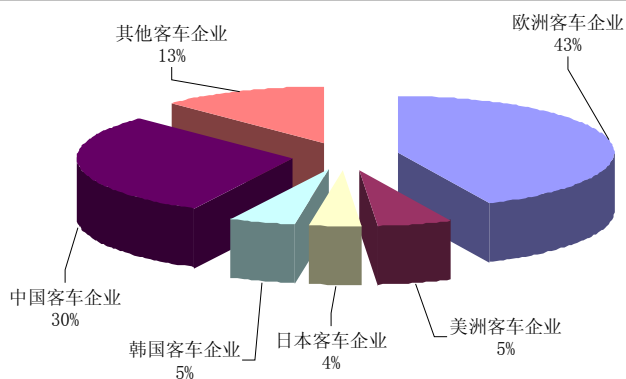
来源：国金证券研究所；注：一汽和东风数据均为中、重型卡车柔性生产线的统计产能

商用车出口：客车先行

我们认为到 2008 年中国客车出口量占比有望上升至 16%，出口将逐渐成为中国客车制造业可持续发展的主要驱动力；

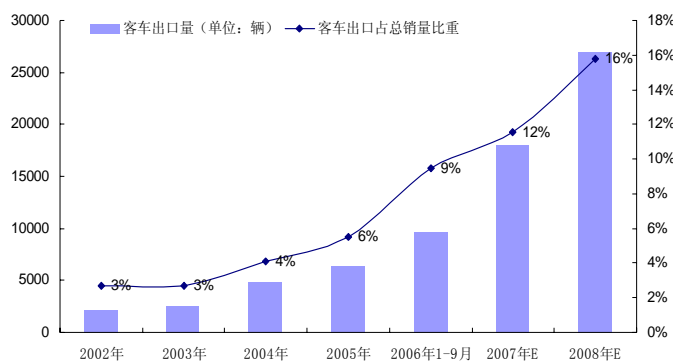
- 我们认为商用车制造向中国转移是长期趋势，但从目前国内整车制造企业的技术水平来看，客车行业与国际竞争对手的差距最小，尤其是近年来我国营运客车行业标准的升级，使得国内客车的造车水平不断提升。06 年 1-9 月，我国共出口各类大中轻型客车（9 座以上客车）9,594 辆，同比增长 111%，已占国内客车总销量的 9.48%，我们认为 2008 年客车出口量占行业比重有望上升至 16%，出口将逐渐成为中国客车制造业可持续发展的主要驱动力；

图表17: 05 年全球客车行业竞争格局 (按产量统计)



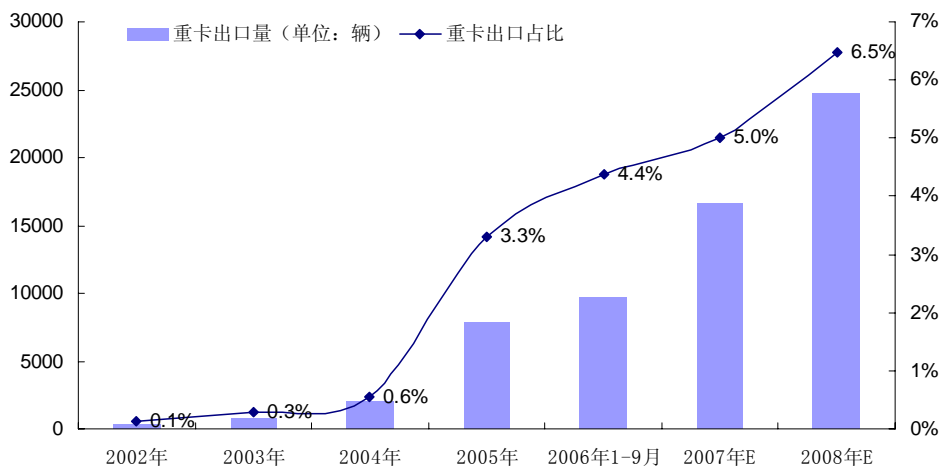
来源: OICA, 汽协, 国金证券研究所

图表18: 客车出口占行业总销量比重



- 与客车相比, 国内重卡企业在技术方面与国际竞争对手还有较大差距, 目前国内主流重卡仍以 80 年代引进的斯太尔技术平台为主, 并且国内重卡生产厂家在海外市场开拓方面并不像客车企业那样积极, 因此我们认为中国重卡的出口形成规模还需要一定时间的等待, 出口量至少占市场容量 10% 以上之后才能成为重卡增长的驱动因素;

图表19: 中国重卡出口形成规模还需要时间等待



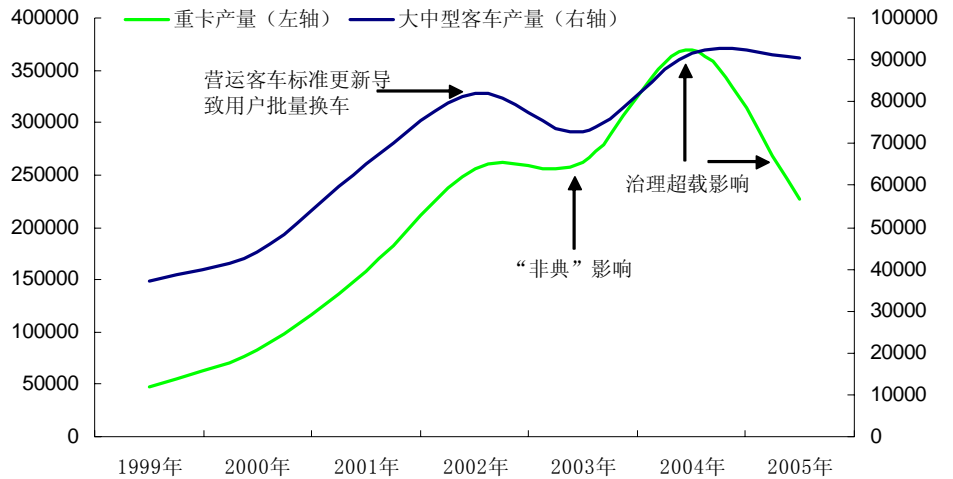
来源: 汽协, 国金证券研究所

### 影响行业的不确定因素

- 行业政策的变动——从商用车的发展历史看, 影响行业销量发生剧烈波动的因素都来自于政策面, 例如 2002 年营运客车等级评定标准的升级导致客运行业的批量换车、2004 年治理超载导致重卡的产品结构升级等。未来可能的政策变动主要包括正处于讨论中的新版营运客车评定标准和 2007 年实施新的排放标准;



图表20: 近年来影响重卡和大中型客车行业波动的主要因素



来源: 汽协, 国金证券研究所

- 宏观经济调控、紧缩信贷的影响——对下游用户而言，商用车的采购行为属于生产资料的资本性投入，信贷环境的宽松与否直接影响用户的投资决策，同时也会影响到整车制造企业的资金链，因此 07 年国家进一步紧缩信贷的可能将对商用车的销量产生负面影响；

选择股票的策略

龙头企业的估值水平由于稀缺性而上升

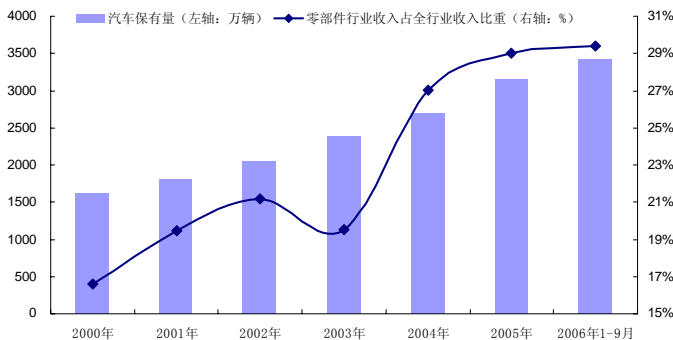
- 我们认为目前商用车行业的龙头企业具有稀缺性，随着证券市场资金规模的不断上升，市场对于优势企业的需求大于供给，这也是近期商用车行业股价上升的主要原因，我们认为目前市场定价是合理的。在行业平稳增长和龙头企业保持高于平均增速的前提下，继续持有这些企业的股票是可以获得稳定收益的，因此我们认为在汽车行业平均 15 倍市盈率的基础上，可以给予龙头企业 20% 的溢价，合理估值为 18-20 倍市盈率；

关注汽车零部件行业：市场容量仍将快速扩张

- 2006 年 1-10 月，汽车零部件行业收入同比增长 31%（不包括发动机），是汽车行业中增速最快的细分市场，由于汽车零部件行业需求来自于主机配套和售后零售两方面，因此随着汽车行业销量和国内汽车保有量的不断增长，我们认为未来中国零部件行业的市场容量将继续快速扩张；

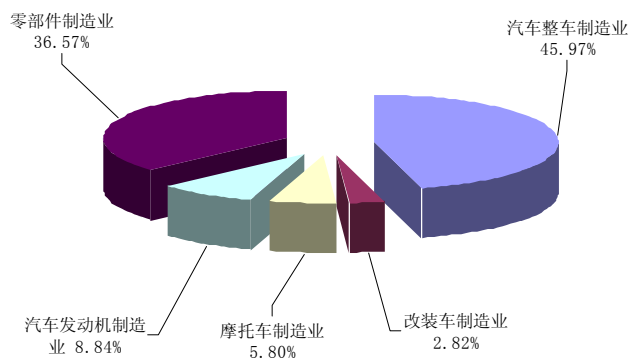
我们认为持续持有商用车行业龙头企业的股票可以获得稳定的收益，其合理估值在 18-20 倍市盈率；个股的选择策略，我们建议关注汽车零部件行业和可能超预期的个股；

图表21: 汽车保有量增长提升零部件行业市场容量



来源: 汽协, 国金证券研究所

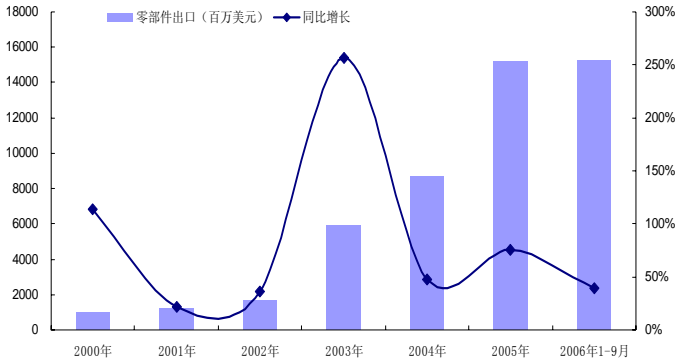
图表22: 汽车行业利润总额分布



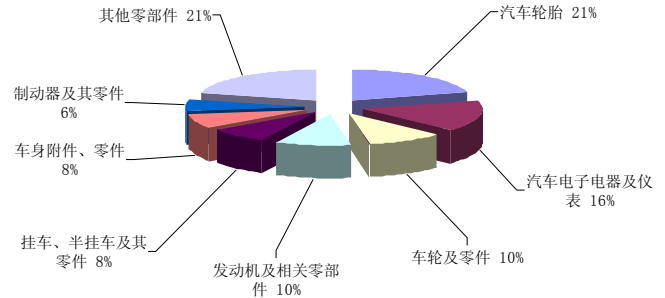
- 从汽车行业利润分布情况来看，汽车零部件加上发动机制造业的利润总额占行业比重为 45.41%，与整车制造业合计分享了行业 91.38%的利润，零部件行业的盈利前景同样可观；
- 除国内市场继续增长以外，我们认为中国汽车零部件企业凭借成本优势有望先于整车企业在全世界市场占据更多的市场份额；

图表23: 历年中国汽车零部件出口规模

图表24: 06年1-9月我国零部件产品出口结构



来源: 汽协, 国金证券研究所



- 因此我们认为那些在细分子行业中具有规模生产优势和技术实力的零部件企业具有较好的成长前景，值得重点关注；

关注可能超预期的个股

- 我们给予商用车行业“持有”的投资建议，个股应重点选择未来可能超预期的公司，例如客车行业中，金龙汽车旗下的大金龙 07 年有可能具有更强的爆发力；重卡行业中，新潍柴的整合效果有可能超出市场的预期；在行业平稳的前提下，持有这些公司的股票都有可能获得超额收益；

行业内重点公司简介

金龙汽车：买入

- 我们认为 2006 年金龙汽车在理顺不同层面的股权关系之后，交出了一份令人满意的答卷：与客车行业增长特征与众不同，金龙汽车大型和轻型客车的增速均高于行业平均水平，我们认为这样的产品结构调整有效避免了中型客车领域增量不增利的问题，体现了公司优异的经营管理能力，是公司收入与销量同步上升的重要原因；

图表25: 2006年1-9月公司各类客车销量 单位: 辆

|      | 销售     | 同比增长   | 行业销量    | 行业同比增长 | 市场份额  |
|------|--------|--------|---------|--------|-------|
| 大型客车 | 8,470  | 33.7%  | 28,491  | 24.2%  | 29.7% |
| 中型客车 | 11,224 | 9.2%   | 43,034  | 25.5%  | 26.1% |
| 轻型客车 | 9,842  | 37.6%  | 29,644  | 22.6%  | 33.2% |
| 合计   | 29,536 | 24.3%  | 101,169 | 24.3%  | 29.2% |
| 出口   | 1,760  | 100.9% | N/A     | N/A    | N/A   |

来源: 国金证券研究所

- 我们认为金龙和宇通都是具有国际竞争实力的客车企业，但从超预期可能性的角度而言，今年受厂房搬迁影响的大金龙在 07 年具有更强的爆发力、苏州金龙继续保持快速增长、三家金龙的整合仍有一定的改善空间，这些都是公司得到更高溢价水平的催化剂，因此我们建议在客车行业的配置中，首选金龙汽车；

- 我们预测公司 07、08 年 EPS 分别为 0.974 和 1.193 元，对应动态市盈率分别为 13 和 11 倍，我们给予公司 18 倍市盈率估值，按照 2008 年业绩计算，公司未来 6-12 个月目标价位应为 21.47 元，我们维持“买入”建议；

**中国重汽：买入**

- 我们认为从集团层面比较，中国重汽是目前国内重卡行业中最具竞争实力的企业之一，公司未来将是行业产品结构升级的主要受益者，其销量增速将持续高于行业平均水平；重汽集团有望于 2007 年在香港整体上市，届时企业整体实力、公司治理和管理层激励等方面都将进一步得到改善；
- 按集团口径统计，2006 年 1-11 月中国重汽共销售各类重卡 54,698 辆，同比增长 40%，市场份额为 20%，共生产发动机 53,100 台，销售 52,779 台；
- 我们预测公司 07、08 年将分别实现销售收入 12,024、14,163 百万元，同比增长 26.71%和 17.78%；实现净利润 410 和 502 百万元，同比增长 66.99%和 22.27%，对应 EPS 分别为 1.272 和 1.555 元，动态市盈率分别为 14 和 11 倍；（以上预测包含桥箱公司并表，全面摊薄）
- 相对于即将回归 A 股市场的新潍柴而言，我们认为目前 A 股上市的中国重汽产业链并不完整，与集团的关联交易是公司未来的主要风险；
- 我们给予公司 17 倍市盈率估值，按照 2008 年的业绩计算，公司未来 6-12 个月的合理股价应为 26.44 元，我们维持“买入”建议；

**图表26：06 年 1-11 月重卡行业销量比较**

|      | 11月销量  | 同比   | 环比   | 06年1-11月 | 同比   | 市场份额 |
|------|--------|------|------|----------|------|------|
| 东风汽车 | 5,404  | 13%  | -13% | 61,392   | -8%  | 22%  |
| 一汽集团 | 6,020  | 113% | -6%  | 60,662   | 14%  | 22%  |
| 中国重汽 | 5,310  | 9%   | 5%   | 54,698   | 40%  | 20%  |
| 陕西重汽 | 3,353  | 210% | 28%  | 29,795   | 104% | 11%  |
| 北汽福田 | 3,394  | 246% | 30%  | 27,101   | 93%  | 10%  |
| 重庆红岩 | 1,413  | 16%  | 57%  | 16,496   | 28%  | 6%   |
| 北方奔驰 | 1,446  | 52%  | 43%  | 8,974    | 64%  | 3%   |
| 安徽华菱 | 367    | 54%  | 41%  | 2,826    | -8%  | 1%   |
| 湖北三环 | 417    | 117% | 2%   | 4,570    | 65%  | 2%   |
| 安徽江淮 | 407    | 481% | 19%  | 2,716    | 498% | 1%   |
| 行业合计 | 28,770 | 67%  | 8%   | 278,253  | 28%  | 100% |

来源：国金证券研究所

**湘火炬（新潍柴）：买入**

- 与中国重汽类似，我们认为整合之后的新潍柴同样是重卡行业重型化趋势中的主要受益者，且整合之后拥有发动机、变速箱、车桥和整车完整的产业链，具有非常强的行业代表性，我们认为新潍柴在重卡行业的话语权和陕西重汽的竞争力都将有所提升；
- 公司未来的主要风险来自于中国重汽自产发动机外供的可能和潍柴、法士特、陕西重汽三家企业整合的效果；
- 按照总股本 521 百万股计算，我们预测整合之后的新潍柴核心业务 07 和 08 年 EPS 分别为 1.833 和 2.074 元，目前湘火炬股价隐含的动态市盈率分别为 15 和 13 倍，我们将在此次整合完成之后建立更加详细的盈利预测模型；
- 我们认为从产业链的完整性角度而言，新潍柴可以获得一定的溢价水平，未来整合有可能产生超预期的结果，因此给予新潍柴 18 倍市盈率，按照 2008 年业绩预测，公司未来 6-12 个月的合理股价应为 37.33 元，按照

1:3.53 的换股比例计算，湘火炬目标价位应为 10.58 元，我们维持“买入”建议；

**图表27: 潍柴分行业发动机销量预测 单位: 台**

|      | 2004年   | 2005年   | 2006年 E | 2007年 E | 2008年 E |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 重型汽车 | 83,103  | 63,490  | 73,014  | 94,918  | 111,054 |
| YOY  |         | -24%    | 15%     | 30%     | 17%     |
| 工程机械 | 47,485  | 45,000  | 63,900  | 70,290  | 75,913  |
| YOY  |         | -5%     | 42%     | 10%     | 8%      |
| 其他   | 3,876   | 5,690   | 5,975   | 6,273   | 6,587   |
| YOY  |         | 47%     | 5%      | 5%      | 5%      |
| 合计销量 | 134,464 | 114,180 | 142,888 | 171,481 | 193,554 |
| YOY  |         | -15%    | 25%     | 20%     | 13%     |

来源: 公司年报, 汽协, 国金证券研究所

**图表28: 潍柴主要重卡客户整车销量预测 单位: 辆**

|      | 2004年  | 2005年  | 2006年E | 2007年E  | 2008年E  |
|------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 北汽福田 | 32,433 | 15,196 | 23,098 | 26,563  | 30,547  |
| YOY  |        | -53%   | 52%    | 15%     | 15%     |
| 重庆红岩 | 17,014 | 13,942 | 18,264 | 21,004  | 24,154  |
| YOY  |        | -18%   | 31%    | 15%     | 15%     |
| 陕西重汽 | 18,167 | 14,449 | 30,000 | 45,000  | 53,100  |
| YOY  |        | -20%   | 108%   | 50%     | 18%     |
| 北方奔驰 | 5,471  | 6,218  | 8,954  | 11,640  | 13,852  |
| YOY  |        | 14%    | 44%    | 30%     | 19%     |
| 合计销量 | 73,085 | 49,805 | 80,316 | 104,207 | 121,653 |
| YOY  |        | -32%   | 61%    | 30%     | 17%     |

**滨州活塞: 买入**

- 我们认为 2005 年卡车行业的低迷掩盖了公司上市以来产能扩张和产品结构优化所能产生的效益，随着 06 年卡车行业复苏，以及未来公司在轿车和海外汽车活塞配套领域的开拓，未来公司资产周转率和产能利用率有望进一步提升，这是驱动公司业绩增长的主要动力；
- 我们认为在技术壁垒并不高的活塞行业，规模优势是企业最重要的竞争力，而滨州活塞目前已拥有 1,000 万只产量和 3,000 万只产能的生产规模，在行业中处于龙头地位。凭借规模和成本优势、以及不逊于合资企业的研发实力，公司有望进入国内合资轿车和海外零部件配套市场，这是我们看好公司的主要原因；
- 我们预测公司 06-08 年分别实现净利润 12、89 和 109 百万元，同比分别增长 1.7%、630.1%和 21.9%，对应的 EPS 分别为 0.112、0.820 和 1.000 元；综合各种估值方法，我们认为公司未来 6-12 个月合理价格区间为 12.35-13.03 元，目前公司股价被低估，我们维持“买入”建议。

**曙光股份: 买入**

- 我们认为曙光股份坚持自主创新的能力是驱动公司未来业绩持续增长的关键因素，车桥、客车和专用车是公司未来主要利润增长点；

**图表29: 定向增发提升公司 ROE 水平 单位: 百万元**

|         | 资本投入   | 年销售收入   | 利润总额    | 净利润 (33% 所得税率) | ROE   | 净利率  |
|---------|--------|---------|---------|----------------|-------|------|
| BRT项目   | 230    | 495     | 54      | 36             | 15.7% | 7.3% |
| 古城军用车项目 | 145    | 763     | 47      | 32             | 21.9% | 4.2% |
|         | 05年净资产 | 05年销售收入 | 05年利润总额 | 05年净利润         | ROE   | 净利率  |
| 曙光股份    | 666    | 2645    | 124     | 87             | 13.1% | 3.3% |

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 我们认为公司此次定向增发项目: BRT 和古城军用车业务能够提升公司净资产回报率; 不考虑定向增发的收益, 预计公司 07、08 年 EPS 分别为 0.637 和 0.838 元; 在考虑增发项目收益之后, 我们预测公司 07、08 年的 EPS 有望上升至 0.729 元和 1.145 元;
- 尽管我们预测公司未来业绩将保持较高的增速, 但考虑目前公司在行业中的竞争地位并不稳固, 因此维持此前的估值建议, 给予 10.18 倍市盈率, 按照 2008 年业绩计算, 公司未来 6-12 个月的合理股价为 8.53 元, 如果按照 2008 年包含定向增发收益的 EPS 计算, 则公司的合理股价为 11.66 元, 我们维持“买入”建议, 并认为公司完成定向增发之后是较好的买入时机;



**公司投资评级的说明:**

- 强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;
- 持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;
- 减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;
- 卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

**行业投资评级的说明:**

- 增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上;
- 持有: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
- 减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议, 箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

**长期竞争力评级的说明:**

长期竞争力评级着重于行业基本面, 评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明:**

行业优化平均市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中, 在扣除沪深市场所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券研究所”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“国金证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。