

行业深度报告

汽车行业

2007 年中期策略报告

谨慎推荐

(维持评级)

2007 年 7 月 11 日

中期投资策略报告

相关研究报告:

轿车零部件

《雪莱特: 新新向荣》
 --2006 年 10 月 26 日
 《雪莱特: HID 灯何时突破?》
 --2007 年 3 月 14 日

大中客

《宇通客车: 汽车股中的常青树》
 --2006 年 12 月 12 日
 《宇通客车: 业绩与估值齐飞》
 --2007 年 5 月 23 日
 《牛眼看“中国大中客”(国际比较研究)》
 --2007 年 5 月 24 日

自主品牌轿车

《金盘股份: 价值被严重低估》
 --2007 年 1 月 7 日
 《海马股份: 具有较高盈利空间》
 --2007 年 1 月 13 日
 《上海汽车: It's my turn》
 --2007 年 2 月 16 日
 《上海汽车: 将充分受益于行业回暖》
 --2007 年 3 月 30 日
 《上海汽车: 对上汽整合、融资、自主品牌的讨论》
 --2007 年 6 月 20 日

整体上市

《博弈一汽集团整体上市》
 --2007 年 4 月 25 日

散落在主线外的公司

《湘火炬: 垃圾还是优果》
 --2005 年 4 月 12 日
 《潍柴动力: 重卡行业的强势整合者》
 --2007 年 6 月 1 日
 《江铃汽车: 最坏的时候已经过去》
 --2007 年 6 月 20 日

汽车与汽配行业首席分析师: 赵雪桂

电话: 021-68866238
 E-mail: zhaoxg@guosen.com.cn

汽车与汽配行业分析师: 李君

电话: 021-68866235
 E-mail: lijun2@guosen.com.cn

寻找更长期的投资主线

四条主线

从历史 PE 看, 汽车股目前并不便宜, 重点公司 07 年动态 PE 一般在 25-30x, 08 年动态 PE 一般在 20-25x。我们直观的想法是, 寻找更长期的投资主线, 以克服短期估值上的压力。展望未来, 我们认为大致有四条主线主导汽车股行情:

● 轿车零部件: 贯穿牛市的故事

国内需求、进口替代、庞大的出口需求, 将拉动轿车零部件需求长期快速增长, 从而演绎“十年以上”的成长故事。这一主题下的投资选择: 【1】福耀玻璃: 跟随市场成长, 长期稳定向上; 【2】雪莱特: 从 AM 到 OEM 市场的突破? 业绩迎来爆发性增长?

● 大中客: 稳定的持续增长

国内需求稳定, 竞争格局缓和, 在所有子行业中最具有非周期性特征; 出口需求加速, 在所有整车行业中最具有中国比较优势。我们认为, 中国优质客车公司应该长期持有并给予中国溢价。这一主题下的投资选择是: 【1】宇通客车: 更象酒类中的“茅台”, 有长期增长的价值; 【2】金龙客车: 更象酒类中的“五粮液”, 有改善的价值。

● 自主品牌轿车: 2007-2008 年突破

我们在猜测: 自主品牌轿车, 是否会重演当年自主品牌手机历史? 上演一个灿烂但也许短暂的辉煌? 放眼中国, 我们认为, 上海汽车、比亚迪、海马汽车依次在自主品牌中具有较高的成功概率。需要强调的是, 我们定义的“成功”是“商业上的成功”, 既具有销量, 又具有盈利。因此, 这一主题下的投资选择是: 【1】上海汽车 【2】海马股份。不同的是, 前者“预期正在发生”, 后者“预期相对充分反映”。

● 整体上市: 花落谁家?

我们认为, 大型央企的整体上市, 将成为近年主导证券市场的主旋律之一。在汽车行业中, 一汽最具备整体上市的可能, 富有博弈价值。预计其整体上市的资产包括: 轿车、商用车整车资产、盈利能力强的零部件、以及其他其他有助于完善汽车产业链的资产。至于理想的整体上市方案, 则是: 借壳一汽轿车整体上市, 吸收合并一汽夏利, 卖壳一汽四环。因此, 这一主题下的投资是: 【1】一汽轿车、【2】一汽夏利。

散落在主线外的公司

- 潍柴动力: 重卡行业利润向动力总成集中的最大受益者, 今年业绩持续超出预期。
- 江铃汽车: 最坏的时候已经过去, 具备长期可持续性发展的公司。

目 录

引言：四条主线	3
轿车零部件：贯穿牛市的故事	5
大中客：稳定的持续增长	7
自主品牌轿车：2007-2008 年突破?	10
整体上市：花落谁家?	13
散落在投资主线外的公司	17
潍柴动力	17
江铃汽车	18

图 表

表 1: 行业重点上市公司评级及估值指标	3
表 2: 国内汽车细分行业市场结构比较	7
表 3: 国内外大中客行业价值链比较	7
表 4: 国内自主品牌创业模式比较	12
表 5: 一汽集团主要资产财务数据 (2006)	15
表 6: 一汽集团各分部备考权益净利模拟 (2006)	15
表 7: 新潍柴动力模拟净利分拆	17
图 1: 长期投资主线下的相关股票	4
图 2: 国产轿车销量及增速 (1998 - 2006)	5
图 3: 国产零部件销售收入及增速 (2001-2006)	5
图 4: 国产发动机和相关零部件进出口收入及增速	5
图 5: 福耀玻璃生产布局	6
图 6: 大中客制造业转移路线	7
图 7: 中国成为世界客车制造中心的驱动因素	8
图 8: 马克波罗盈利表现 (1991-2006)	8
图 9: 宇通客车盈利表现 (1994-2006)	8
图 10: 国产手机自主品牌市场份额变动 (1999 - 2005)	10
图 11: 波导股份手机销售情况 (2000 - 2006)	10
图 12: 波导股份盈利变动情况 (1999-2006)	10
图 13: 国内轿车自主品牌市场份额变动 (2004-2007.5)	11
图 14: 海马汽车销量 (2006.1-2007.5)	12
图 15: 《指导意见》下央企数目将逐年递减	13
图 16: 预计一汽集团纳入整体上市资产包的最终组合	14

引言：四条主线

从历史 PE 看，汽车股目前并不便宜，站在了周期高点。重点公司 07 年动态 PE 一般在 25 - 30x，08 年动态 PE 一般在 20 - 25x。

表 1: 行业重点上市公司评级及估值指标

	收盘价		EPS		P/E			P/B			评级
	070629	2006	2007E	2008E	2006E	2007E	2008E	2006	2007E	2008E	
宇通客车	27.2	0.55	0.89	1.06	49.4	30.6	25.7	8.7	7.3	6.1	推荐
江铃汽车	16.4	0.70	0.75	0.94	23.4	21.8	17.4	4.7	4.1	3.6	推荐
中国重汽	50.9	0.70	1.60	1.70	73.2	31.8	29.9	12.5	9.5	7.5	推荐
潍柴动力	78.5	1.31	3.02	3.49	59.7	26.0	22.5	14.0	9.4	6.8	推荐
金龙汽车	23.5	0.52	0.69	0.83	45.3	34.1	28.3	7.2	6.4	5.6	推荐
雪莱特	18.2	0.24	0.33	0.47	76.6	54.7	39.1	10.4	10.2	9.4	推荐
海马股份	20.0	0.20	0.76	0.84	102.0	26.3	23.9	5.6	5.0	4.4	推荐
一汽轿车	10.9	0.21	0.25	0.28	51.1	43.6	38.9	3.3	3.3	3.4	推荐
一汽夏利	8.4	0.21	0.23	0.45	40.5	36.3	18.6	4.1	4.2	3.9	推荐
福耀玻璃	30.5	0.61	0.80	1.08	50.3	38.2	28.3	10.8	9.2	7.4	谨慎推荐
上海汽车	17.3	0.22	0.76	0.86	79.4	22.7	20.1	3.6	3.3	3.0	谨慎推荐
长安汽车	16.5	0.40	0.60	0.70	41.3	27.5	23.5	3.7	3.4	3.2	谨慎推荐
万向钱潮	8.8	0.17	0.25	0.28	51.7	35.1	31.3	5.1	5.3	5.3	谨慎推荐
威孚高科	17.9	0.16	0.35	0.61	114.9	51.1	29.3	4.6	4.5	4.2	中性
江淮汽车	10.5	0.38	0.48	0.53	27.4	21.9	19.8	3.7	3.5	3.2	中性
东风汽车	6.6	0.22	0.26	0.32	30.6	25.5	20.8	2.8	2.8	2.8	中性

数据来源：国信证券经济研究所

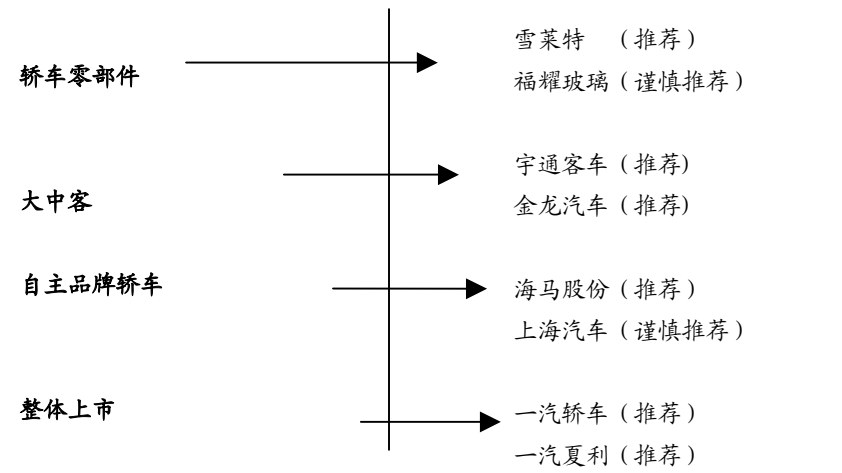
既然汽车股估值水平基本在历史最高点附近，但周期的属性并没有改变。我们直观的想法是，寻找更长期的投资主线，以克服短期估值上的压力。

展望未来，我们认为大致有四条主线主导汽车股行情：

- **轿车零部件：贯穿牛市的故事**，相关公司是福耀玻璃、雪莱特；
- **大中客：稳定持续增长**，相关公司是宇通客车、金龙客车；
- **自主品牌轿车：2007-2008 年突破**，相关公司是海马股份、上海汽车；
- **整体上市：花落谁家？** 相关公司是一汽轿车、一汽夏利。

另外，我们推荐潍柴动力、江铃汽车，他们分别是今年业绩持续超出预期的公司，以及具备长期可持续性发展的公司。

图 1: 长期投资主线下的相关股票



数据来源: 国信证券经济研究所

轿车零部件：贯穿牛市的故事

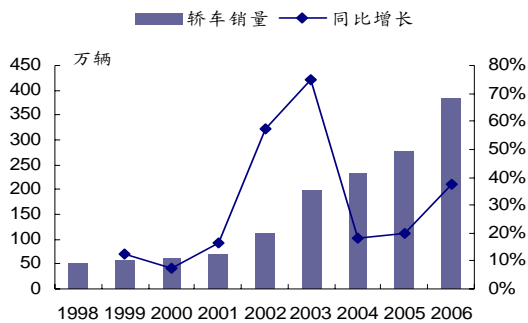
轿车零部件需求长期快速增长

国内轿车需求拉动。1998-2006，国内轿车销量复合增速 28.7%，轿车整车的快速增长带动相关零部件产业飞速发展。

进口替代加速。基于降低成本的考虑，轿车国产化率逐步提高。对零部件来说，这意味着进口替代正在发生。目前，很难准确知道中国轿车国产化水平究竟上升到多少，但我们注意到上海通用的国产化率已基本高达 90%，越来越多的合资企业向上海通用看齐，包括最情愿国产化的南北大众、南北丰田。

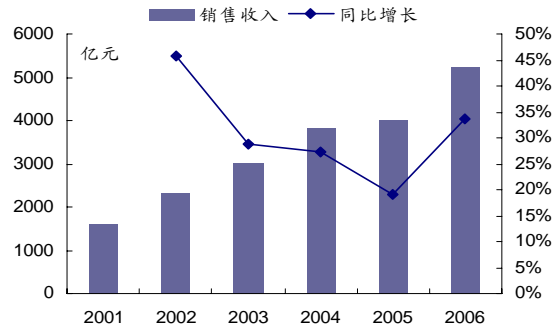
出口需求庞大。体现为两个层次：**【1】**轿车零部件自身出口保持稳定增长，这主要对应于跨国公司的全球采购。**【2】**跟随轿车整车出口，而目前轿车出口呈现加速迹象：2001-2006 年，轿车出口量复合增速达 161%，从 653 辆增至 9.3 万辆，未来轿车整车出口有望维持 35% 的复合增长率。

图 2: 国产轿车销量及增速 (1998 - 2006)



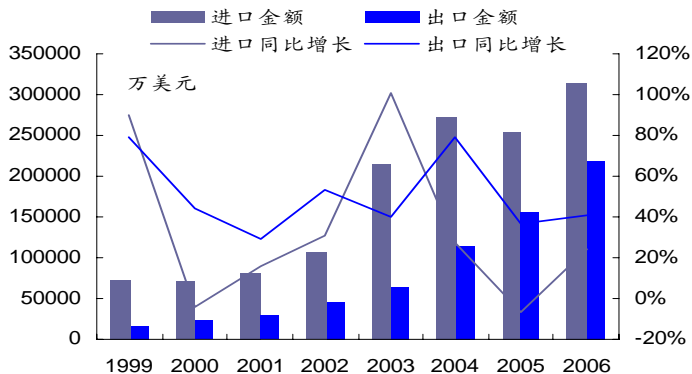
数据来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 3: 国产零部件销售收入及增速 (2001-2006)



数据来源: CAAM, 国信证券经济研究所

图 4: 国产发动机和相关零部件进出口收入及增速

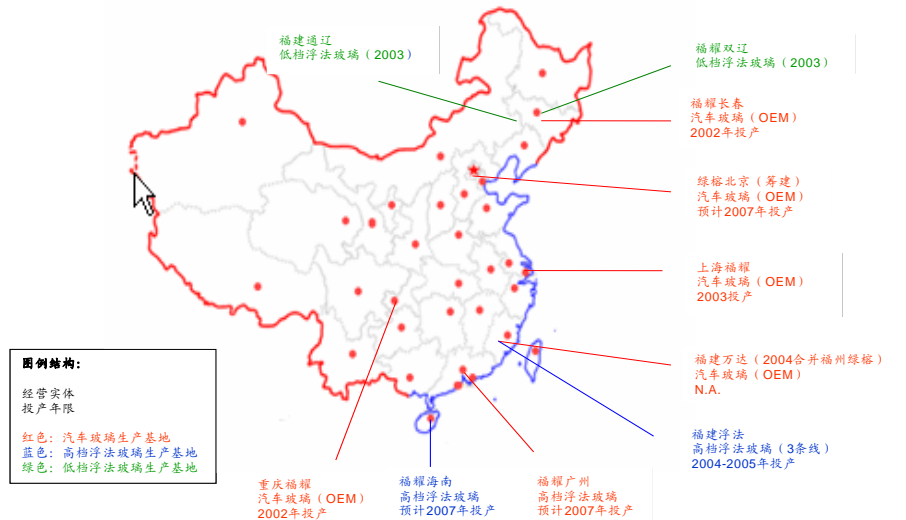


数据来源: 国信证券经济研究所

判断轿车零部件盈利能力的关键要素：产业集中度及相关议价能力。轿车需求虽好，但集中度却在下降，“长期谁能胜出”尚难以定论。而需求更好的零部件行业，在部分子行业，如座椅及玻璃，已出现“高度集中”的局面，其中的龙头公司，如上海延峰江森座椅及福耀玻璃，相关主业盈利基本长期、稳定增长。

福耀玻璃：充分享受中国汽车市场的成长。【1】国内 OEM 市场份额将继续提高：今年 10 月，在北京、广州基地投产后，福耀将拥有五大汽车玻璃基地，其市场份额将从目前的 50% - 60% 起步继续上行；**【2】“前向一体化”战略积极实施：**如果海南浮法投产顺利（预计今年 10 月），福耀将拥有二大高档浮法玻璃基地；如果浮法玻璃建设规模、节奏得当，将降低汽车玻璃总成本，从而巩固公司在汽车玻璃上的领先优势。另外需要一提的是，公司出口继续稳定发展。维持公司 2007、2008 年 80119 万元、108161 万元的盈利预测，对应 EPS 分别为 0.80 元、1.08 元。维持“谨慎推荐”投资评级。

图 5: 福耀玻璃生产布局



数据来源：CEIC，国信证券经济研究所

雪莱特：从 AM 到 OEM 市场的突破？我们近期拜访了上海大众，获悉雪莱特已被上海大众作为 OEM 的定点，其机器样件已在德国做寿命试验（5000 个小时，即 7 个月）。我们预计，按照实验进度，2008 年初期，雪莱特有望最终通过认证，首款配套车型有望是上海大众的一款斯柯达高档品牌。一旦通过上海大众认证，更准确的说，是苛刻的德国大众认证，公司无异于拿到进入其他整车厂的“pass”。从这个意义上来说，雪莱特很可能是一个正处于高速增长前夜的小公司。我们维持对公司 2007、2008 年 6137 万元、8591 万元的盈利预测，对应 EPS 分别为 0.33 元、0.47 元。维持对公司“推荐”投资评级。

大中客：稳定的持续增长

在中国整车行业中，大中客最具有非周期特征。国内需求相对稳定，未来几年内销售复合增长率有望稳定在 12% 一线；国内竞争格局平缓，激烈程度远远弱于其他整车行业，目前基本由宇通、双龙寡头垄断（二者合计份额 55% 左右，同第三名销量差距悬殊）。因此，大中客行业盈利波动性弱于其他细分行业。

表 2: 国内汽车细分行业市场结构比较

	产业特点	产业链完整程度	中期销售增长率	目前国内竞争格局	目前毛利率	价格比较	出口潜力
大中客	劳动力密集型	不太完整，底盘组装，车身制造	12%	不激烈，金龙、宇通双寡头垄断	15%	国内价格远低于国际	企业争相出口，出口价远高于国内价
标准重卡	资本、技术密集型	完整，以斯太尔平台为基础进行更新	20%	激烈，中国、陕西重汽目前领跑	8-11%	国内价格远低于国际	龙头企业出口，出口价略高于国内价格
轿车	资本、技术密集型	非常不完整	25%	激烈，混战	20%	国内价格逐步走低，与国际接轨	自主品牌轿车出口，集中在低端

数据来源：国信证券经济研究所

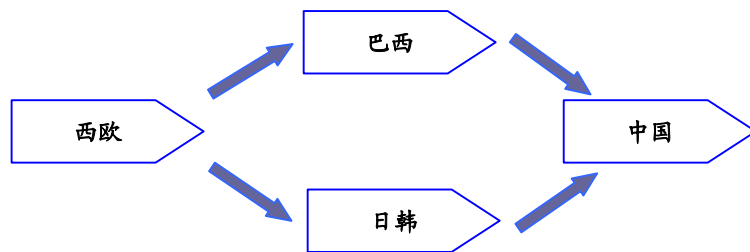
中国大中客，将演绎出口故事。由于大中客属于劳动密集型行业，国内客车价格与国外相比，性价比非常突出。我们的看法是，鉴于国内大中客明显的比较优势，其出口将是一个长期并且空间巨大的故事，国际产业转移（欧洲—日韩—巴西—中国）进程不可逆转。

表 3: 国内外大中客行业价值链比较

	底盘	车身（钢材、人工为主）	综合
欧洲	完全自给，品质高档	高	产品质优，价高
日韩	完全自给，品质中高档	中高	行业处于下降通道
巴西	全部进口，品质中档	人工成本中低	中国企业最主要的竞争对手
中国	欧 II 自给，欧 III 关键零部件进口，品质中档	人工成本低	性价比突出、产业链相对完善

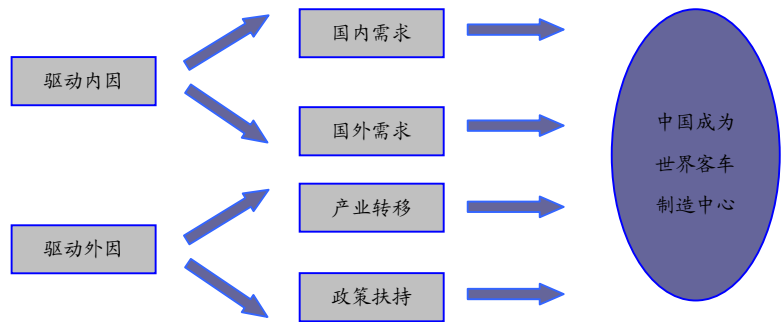
数据来源：国信证券经济研究所

图 6: 大中客制造业转移路线



数据来源：国信证券经济研究所

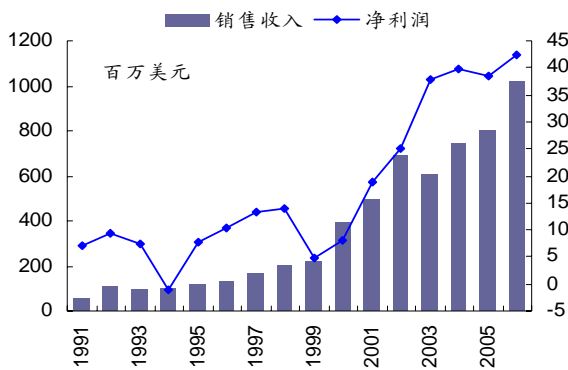
图 7: 中国成为世界客车制造中心的驱动因素



数据来源: 国信证券经济研究所

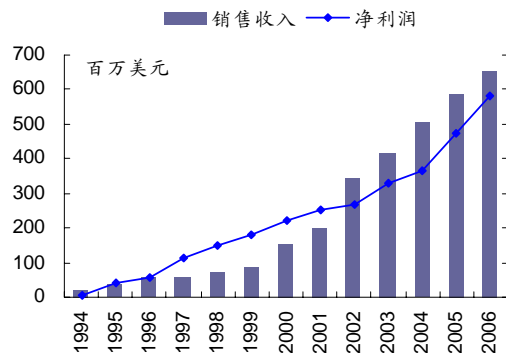
客车公司盈利长期增长的概率大。从优质客车公司马克波罗、宇通客车的历史业绩表现来看, 均有“稳定增长”的特征, 目前行业格局有利于国内企业, 这一特征有望延续。

图 8: 马克波罗盈利表现 (1991-2006)



数据来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所

图 9: 宇通客车盈利表现 (1994-2006)



数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

中国优质客车股应该长期持有并给予中国溢价。我们认为, 优质客车股应享有汽车行业的估值高端, 理由是: **【1】**行业角度, 竞争格局稳定、出口空间大、行业资本开支低、对供应商议价能力强; **【2】**公司角度, 优质客车股中宇通、金龙为行业龙头, 公司业绩持续增长概率高。

宇通客车: 更象酒类中的“茅台”, 有长期增长的价值。受益于单体且民营控股, 公司管理链条非常扁平化; 品牌单一, 集中在中高端; 主业长期稳定发展, 近年净利年复合增长率 20% 左右。从上述特征看, 宇通更象酒类中的“茅台”, 有长期增长的价值。2007-2009, 预计公司将实现 0.89 元、1.06 元、1.36 元 EPS。需要重点指出的是, 2008 年公司业绩及估值会存在偏高的弹性: 在战略配售解冻后, 如果将全部金融股权兑现, 当年业绩有望达到 3.00 元 EPS, 而金融股权的“全部或部分兑现”并不是完全不可能的。继续维持“推荐”评级。给予 12 个

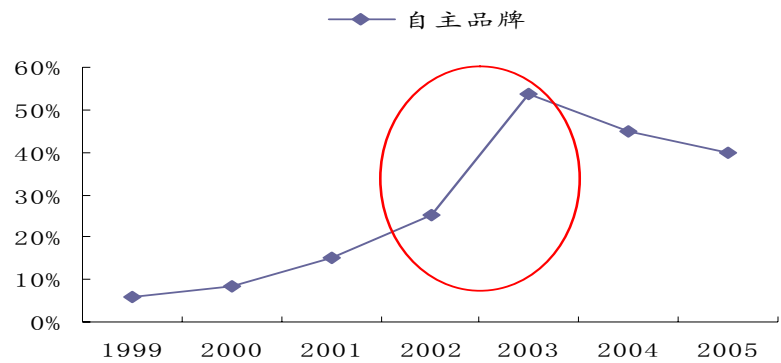
月 31.8 元目标价，相当于 2008 年的 30xPE。

金龙汽车：更象酒类中的“五粮液”，有改善的价值。母公司为控股型公司，持有三条金龙不同股比，管理链条长且复杂；每条金龙各有一个品牌，相互竞争，低中高端都有覆盖；三条金龙恢复性增长，盈利快速提升。从上述特征看，公司更象酒类中的“五粮液”，有改善的价值。需要强调的是，苏州金龙整合在即：预计苏州金龙将从“孙公司”升级为“子公司”，金龙对其持股从 30.5%提高至 60%。我们在观察，是 2008 年采用公司债形式收购，还是 2009 年增发收购？公司 2007-2009E EPS 预测为 0.69 元、0.83 元、1.00 元（未考虑增持苏州金龙股比）。维持“推荐”评级。给予 12 个月 24.9 元目标价，相当于 2008 年的 30xPE。

自主品牌轿车：2007-2008 年突破？

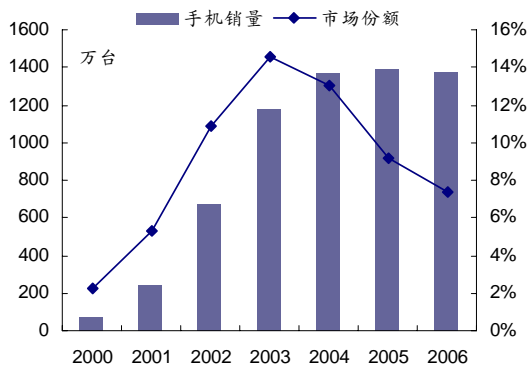
引子：自主品牌手机，灿烂、短暂的辉煌。2001-2003 年，自主品牌手机市场份额快速提升，两年时间上升约 30 个百分点，2003 年，国产手机的市场占有率一度达到 60%，企业盈利迅速高涨，波导、厦新手机最为典型。而 2004 年起，自主品牌手机市场份额、企业盈利则快速下降。以波导为例，2001-2003 年，国内市场份额由 5.3% 上升至 14.6%，净利率由 6800 万上升至 2.45 亿；而 2004-2006 年，市场份额则逐步缩减至 7.4%，企业盈利更是在 2005 年巨亏 4.7 亿。

图 10: 国产手机自主品牌市场份额变动 (1999 - 2005)



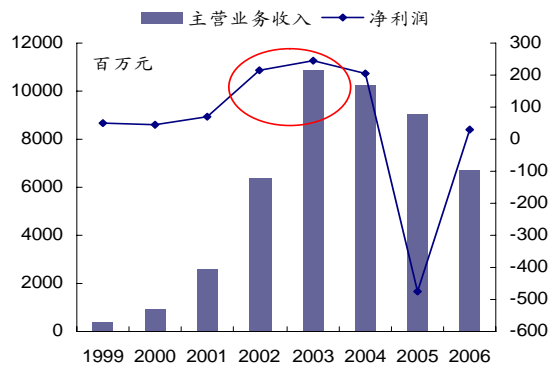
数据来源：信息产业部，国信证券经济研究所

图 11: 波导股份手机销售情况 (2000 - 2006)



数据来源：赛迪，公司资料，国信证券经济研究所

图 12: 波导股份盈利变动情况 (1999-2006)



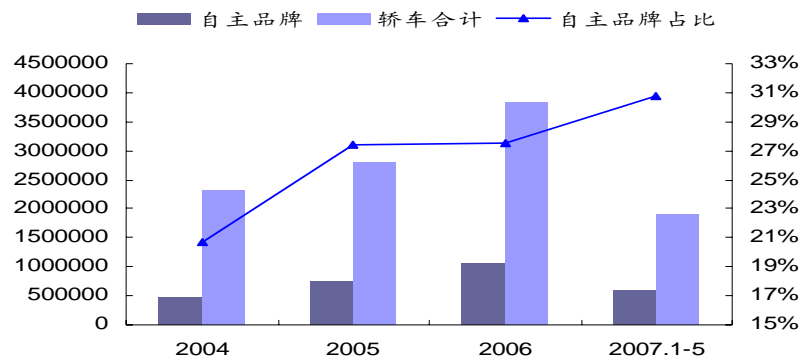
数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

自主品牌手机一度成功的依赖：价格、渠道。自主品牌手机至少解决了两方面的问题：一是解决了低成本制造的问题，售价相当便宜：当初的国产品牌手机大都采取贴牌生产模式，这就使得国产品牌手机可以采取“瞄准定价法”，比较典型的例子是科健，最早的科健手机基本就是韩国三星的翻版，外形、功能几乎一模一样，但是价格比原装三星便宜数百元；二是率先解决了销售渠道的问题，

以波导为例，波导从2000年8月开始自建渠道，到2000年底便在全国建立起一个超过5000人的销售大军，号称“中华第一网”。然而，价格和渠道虽然是自主品牌手机的比较优势，但非核心竞争力，当外资品牌开始大规模本土制造、建立销售网络时，自主品牌开始受到巨大冲击，归根结底，在于自主品牌手机并未掌握核心技术。

自主品牌轿车：历史会简单重复吗？其辉煌是昙花一现，还是可持续？我们认为，自主品牌轿车正经历与自主品牌手机相似的阶段：大规模生产带来成本下降；4S店的迅速普及形成了强大的销售网络。因此，自主品牌轿车市场份额持续上升，已从2004年的20.7%上升至目前的30.8%。我们确信的是：鉴于先天的价格优势、日益追赶的渠道优势，自主品牌市场份额在未来一两年会继续提高。我们不确定的是，轿车自主品牌的辉煌仍然仅是昙花一现，还是能够长期维持？历史是否仅是简单的重复？我们期望看到，与手机厂商相比，国内轿车厂商更加重视研发投入，并尝试切入中高端市场，追求商业上的成功而不是GDP的成功。我们认为，所谓“商业上的成功”，应既具有销量，又具有盈利。

图 13: 国内轿车自主品牌市场份额变动 (2004-2007.5)



数据来源：CAAM，国信证券经济研究所

在中国，根据厂商的综合竞争实力、研发储备看，我们认为，上海汽车、比亚迪、海马汽车依次在自主品牌中具有较高的“商业成功”概率。因此，这一主题下的投资选择是：海马股份、上海汽车。不同的是，前者“预期相对充分反映”，后者“预期正在发生”。因此，上海汽车是更好的投资选择。

上海汽车：自主品牌建设的新模式，销量、品牌、盈利三者皆有。与奇瑞、夏利等相比，上汽的第一个自主品牌轿车走的就是中高端路线，而不是依靠“走低端、做规模、缓步迈向高端”这样的路径；是成熟车型上的二次开发，相对于大部分自主开发。我们预计，“荣威--W261----更多车型”的车型谱系具有较高成功概率。荣威的盈亏平衡点大致在1.9万辆左右，2007、2008年自主品牌分别实现销量2.2万辆（荣威）、8万辆（荣威+w2），实现盈利1亿元、6亿元。我们对公司2007、2008年的盈利预测分别为49.79亿元、56.33亿元，对应EPS分别为0.76元、0.86元。维持对公司“谨慎推荐”投资评级。

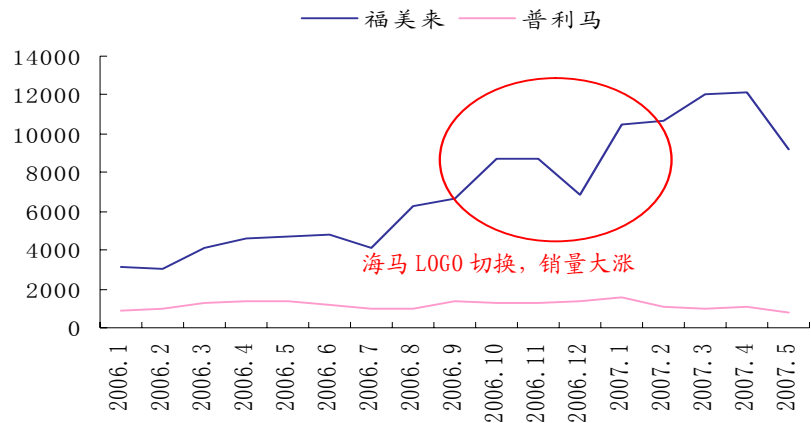
表 4: 国内自主品牌创业模式比较

	上汽	奇瑞、夏利、长安奔奔等
产品开发	成熟车型上的二次开发	较大程度的自主开发, 大部分设计外包
品牌、渠道	中高端向下延伸	中低端向上延伸
经济运行特点	有销量、有盈利	单车利润低, 奇瑞达到 25 万辆后才逐步开始盈利
成功概率	高	竞争惨烈, 艰难求存

数据来源: 国信证券经济研究所

海马汽车: 民族品牌定位, 合资品牌品质, 但长期可持续性增长有待观察。自我们推荐以来, 公司最高实现了 5 倍左右的涨幅, 但目前预期已“相对充分反映”, 具体分析详见相关报告。

图 14: 海马汽车销量 (2006.1-2007.5)

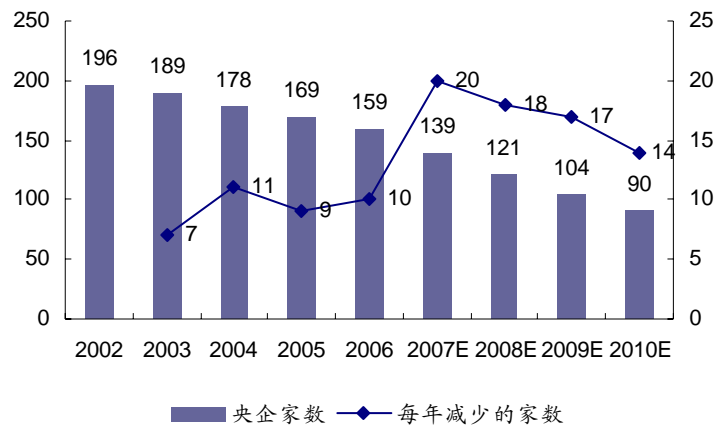


数据来源: CAAM, 国信证券经济研究所

整体上市：花落谁家？

大型央企整体上市：具有必然性。【1】政府外力推动：《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》2006/12/5，提出央企由2006年159家调整和重组至2010年80-100家的目标，并鼓励央企“整体上市”、优胜劣汰，作为实现这一目标的重要举措；【2】央企内生动力充足：《指导意见》下央企的生存之道：通过资本市场“做大做强”，才能够避免陷入被整合的困境。

图 15: 《指导意见》下央企数目将逐年递减

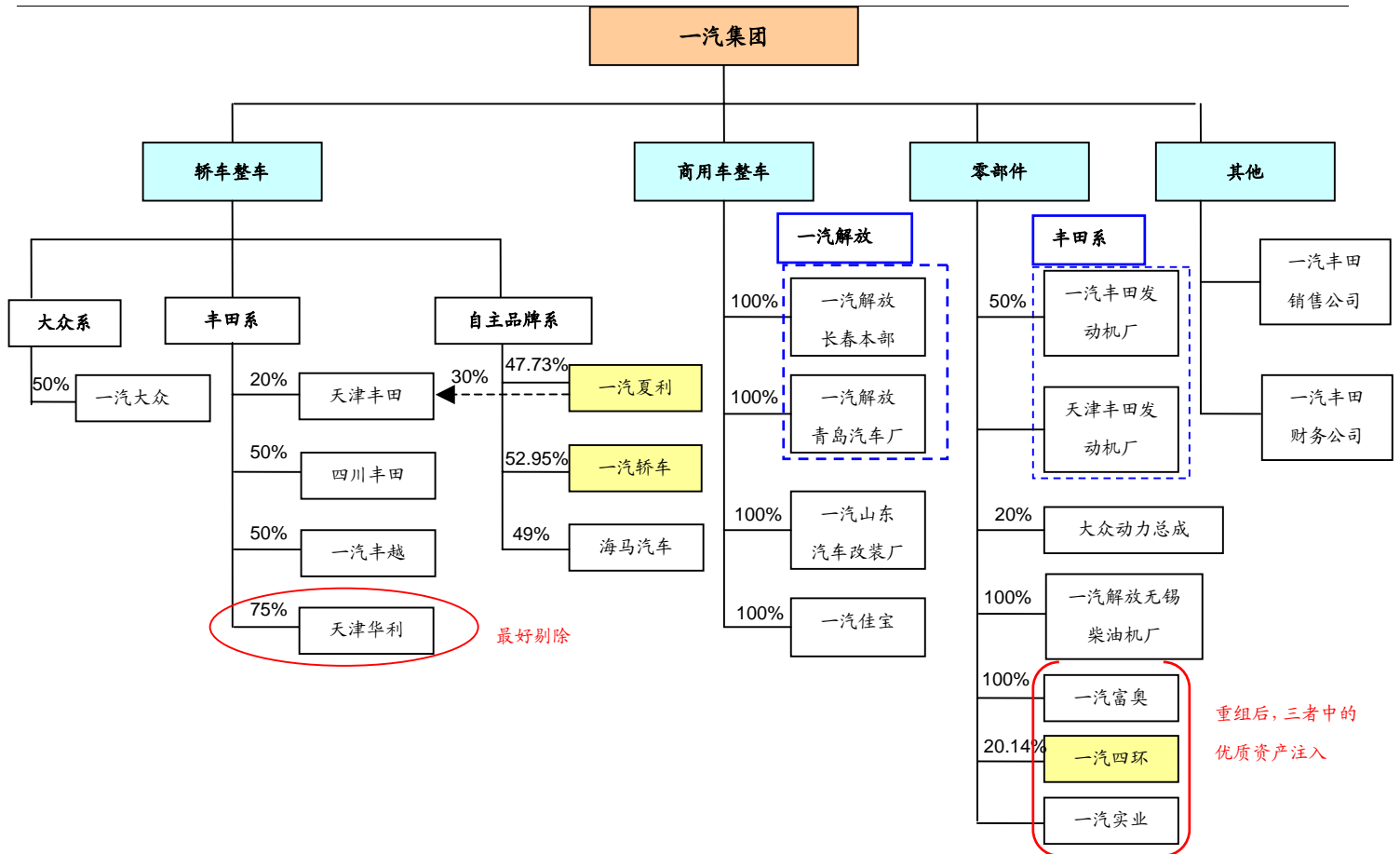


数据来源：中国纺织工业协会，国信证券经济研究所

一汽集团整体上市：具备博弈价值。三大汽车集团仅剩下一汽了：2005年，东风集团在港IPO实现整体上市，2006年，上汽集团借600104整体上市，2007年，一汽集团资产整合大戏开演？另外，一汽集团领导竺延风在两会期间接受采访，也肯定了其整体上市规划。

一汽集团整体上市可能纳入的资产：**【1】**预计一汽集团整车资产基本进入，但建议剔除天津华利；**【2】**预计盈利能力强的零部件资产进入，理论上四块发动机资产应全部进入；**【3】**预计有助于形成完整汽车产业链的资产注入，如一汽财务、一汽丰田销售公司。

图 16: 预计一汽集团纳入整体上市资产包的最终组合



数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

理想的整体上市方案：理想的方案是：借壳一汽轿车整体上市，吸收合并一汽夏利，卖壳一汽四环。这一方案优点明显：**【1】**兼顾各方利益；**【2】**解决了上市公司众多、资产交叉等问题；**【3】**需要重点强调的是，如果一汽夏利被1:1换股吸收合并，对完成吸收合并的新公司来说，几乎没有谈薄。从各方利益博弈的角度来看，我们认为这一方案是较为合理、被采纳可能性较大的方案。

重要的备考资料
表 5: 一汽集团主要资产财务数据 (2006)

单位: 万元			净资产	主营收入	净利润	ROE
未上市资产	乘用车	一汽大众	1,538,761	4,774,087	169,492	11.01%
		天津丰田	556,237	3,234,086	156,000	28.05%
		四川丰田	125,000	384,775	56,610	45.29%
		一汽海马	196,149	719,641	42,000	21.41%
	商用车	一汽集团青岛汽车厂	156,852	611,920	7,253	4.62%
		一汽山东汽车改装厂	14,051	239,517	5,599	39.85%
	零部件	一汽丰田发动机	90,726	143,661	16,357	18.03%
		天津丰田发动机	253,683	281,995	21,805	8.60%
		大众动力总成	47,000	400	-47,000	-100.00%
		一汽解放无锡柴油机厂	89,826	478,865	10,268	11.43%
	服务	一汽财务	200,000		19,359	9.68%
		一汽丰田销售	30,000		30,000	100.00%
	其他	一汽解放				
		一汽佳宝	370,000		-50,000	-13.51%
一汽丰越						
管理总部		80,000		-30,000		
已上市资产	乘用车	一汽轿车本部	500,000	995,746	30,000	6.00%
		一汽夏利本部	178,957	768,173	-12,000	-6.71%

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

表 6: 一汽集团各分部备考权益净利模拟 (2006)

单位: 万元			股比	权益净资产	权益净利润
未上市资产	乘用车	一汽大众	50%	769,381	84,746
		天津丰田	20%	111,247	31,200
		四川丰田	50%	62,500	28,305
		一汽海马	49%	96,113	20,580
	商用车	一汽集团青岛汽车厂	100%	156,852	7,253
		一汽山东汽车改装厂	100%	14,051	5,599
	零部件	一汽丰田发动机	50%	45,363	8,178
		天津丰田发动机	50%	126,842	10,903
		大众动力总成	20%	9,400	-9,400
		一汽解放无锡柴油机厂	100%	89,826	10,268
	服务	一汽财务	100%	200,000	19,359
		一汽丰田销售	50%	30,000	15,000
	其他	一汽解放	100%	360,000	-50,000
		一汽佳宝	100%		
一汽丰越		50%			
管理总部		100%	80,000	-30,000	
小计			2,151,574	151,991	
已上市资产	一汽轿车本部	100%	500,000	30,000	
	一汽夏利本部	100%	178,957	-12,000	
	天津丰田	30%	166,871	46800	
小计			845,828	64,800	

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

整体上市方案模拟测算。

步骤1: 未上市、拟纳入整体上市范围的资产注入一汽轿车中 (假设: 拟注

入资产无评估增值，按10元市价向大股东定向增发)，2006备考、2007年EPS预测分别为0.48元、0.57元；

步骤2: 吸收合并一汽夏利(假设: 一汽夏利与一汽轿车按1: 1换股), 2006年备考、2007年EPS预测分别为0.47元、0.56元。总的来说, 吸收合并一汽夏利, 摊薄效应有限。

因此, 这一主题下的投资是: 一汽轿车、一汽夏利。

散落在投资主线外的公司

潍柴动力

投资要素

重卡行业的强势整合者：通过五步整合，公司将率先构筑从发动机-变速箱-车桥-整车的完整产业链；

“重卡行业结构性增长”的受益者之一：标准重卡快速挤占非标准重卡份额，以标准重卡整车及关键零部件为主的潍柴动力受益其中；

“重卡行业利润向动力总成集中”的最大受益者：经过整合，公司成为重卡行业内唯一完整的动力总成（“发动机+变速箱+车桥”）供应商，行业盈利的积聚地。

盈利预测及评级

受益于向上的行业周期、更多的“动力总成商”定位，预计公司盈利高涨：2007-2008年，潍柴动力有望实现15.7亿、18.17亿元净利，折合3.02、3.49元EPS。维持“推荐”投资评级。另外，需要重点指出的是，潍柴动力吸收合并采用“权益结合法”，在吸收合并完成后，将从今年1月1日起按100%股比计算湘火炬权益。

表 7：新潍柴动力模拟净利分拆

单位：万元	股比	2004	2005	2006	2007E	2008E
一、火炬净利		18169	10403	25984	52530	74074
1、投资收益合计		53088	26177	36034	66530	76074
其中：陕西法士特	51%	36891	15642	25952	51905	53462
陕西重汽	51%	6373	3110	7036	12665	13932
湖南盈德气体	49%	4120	6734	0	0	0
东风越野	60%	-456	-460	0	960	7680
MAT10 家	75%	5900	3565	0		
其他		261	-2415	0	1000	1000
2、股权处置收入		-4272	8163	12410	-10000	0
3、股权投资差额摊销		-597	-451	-460	0	0
4、减值准备		-12580	2316	-5000	0	0
5、母公司费用		-17470	-25802	-17000	-4000	-2000
其中：财务费用		-9676	-9141	-7000	-2000	0
管理费用		-7794	-16631	-10000	-2000	-2000
二、潍柴净利				66287	104459	107593
三、存续公司净利				86299	156989	181666
总股本				52065	52065	52065
EPS (元)				1.66	3.02	3.49

数据来源：公司资料，国信经济研究所

江铃汽车

1Q07将成为公司业绩表现最差的一个季度。

销量增长乏力、部分产品价格下降、资本开支费用化压力增大、销售费用陡然上升等因素综合导致1Q07公司业绩表现差强人意，仅实现EPS 0.16元，同比下降37%；

在2季度公司销量回升、毛率反弹、销售费用控制的基础上，预计公司当季盈利环比上升近50%。全顺V348 9-10月上市，届时有相关残余研发费用需要在前期费用化，导致公司3季盈利依然有向下波动可能；但四季度，随着老全顺销售季节性回暖、新产品V348上市刺激，4季度公司业绩将振荡走高

放眼未来，2007年将是公司业绩表现最差的一年。

最差的结果是盈利增长停滞：从对公司季度盈利的跟踪看，从公司力求稳健发展的策略看，我们预计公司全年盈利增长的底线是0.70元，基本与去年持平。

中性的结果是盈利小幅增长：在1H07(E) 0.40元EPS的基础上，我们预计公司全年实现0.75元EPS，仅取7%的盈利增长。

在度过最坏的2007年，更准确的说，是1Q07，公司业绩将保持较高的向上弹性

原因是：在资本开支最大、费用化压力最大、销量增长乏力的2007年，江铃依然保持了较高的盈利能力；在资本开支大幅降低、费用化压力大幅减轻、产品全面换代进而销量大幅上升的2008年，公司盈利至少将保持25%的增长。即实现0.94元EPS。

股价的催化剂即将发生

江铃估值便宜，股价长期滞胀，是相对的价值股。**我们认为，价值股股价上涨，最重要的催化剂就是业绩预期改善。**我们预计，这种情况中报就有可能发生，在当季销量回升（见图2-4）、毛率反弹、销售费用控制的基础上，预计公司当季盈利环比上升近50%，即半年报盈利大致在0.40元EPS，即2季度实现0.24元EPS。

上调公司盈利预测，继续维持“推荐”评级

我们上调公司2007、2008年净利润预测分别至6.45亿、8.11亿元，对应EPS分别为0.75元（22.3x PE）、0.94元（17.8x PE）。继续维持“推荐”评级，12个月目标价25.4元（2008年27xPE）。给予高估值的理由有四：业绩向上拐点出现，尽管幅度可能不高；长期稳定增长，周期性偏弱；自主完成产品升级，而非向市场融资；公司高管具有显著的“职业经理人”特色，同时财务控制能力卓越。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 \pm 10%之间
	回避	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 \pm 5%之间
	回避	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

公司副总裁兼经济研究所所长

岳克胜

副所长

姚鸿斌

IT 行业首席分析师

肖利娟

造纸行业首席分析师

李世新

金融行业首席分析师

朱 琰

纺织品与服装行业首席分析师

高芳敏

家电行业首席分析师

王念春

有色金属行业资深分析师

黄安乐

机械行业分析师

郑 国

石化行业分析师

傅惟寿

化工行业分析师

张剑峰

房地产行业分析师

陈 林

固定收益分析师

皮 敏

策略分析师

崔 嵘

首席经济顾问

杨建龙

首席策略分析师

汤小生

房地产行业首席分析师

方 焱

电力设备行业首席分析师

彭继忠

化工行业首席分析师

邱 伟

电力行业资深分析师

徐颖直

固定收益资深分析师

王 磊

医药行业分析师

丁 丹

机械行业分析师

余爱斌

纺织品与服装行业分析师

方军平

化工行业分析师

陈爱华

策略分析师

黄 飙

策略分析师

王军清

钢铁有色金属行业首席分析师

郑 东

交通运输行业首席分析师

唐建华

汽车与汽配行业首席分析师

赵雪桂

批发和零售贸易行业首席分析师

胡鸿轲

医药行业首席分析师

贺平鸽

建筑与建材行业资深分析师

杨 昕

煤炭行业分析师

杨立宏

金融行业分析师

李珊珊

汽车与汽配行业分析师

李 君

IT 行业分析师

王俊峰

农业与食品饮料行业分析师

黄 茂

宏观经济分析师

林松立

国信证券经济研究所销售交易部

首席销售总监

郑东

(010) 82254160

zhengdong@guosen.com.cn

华南地区销售副总监

刘钦

(0755) 82130680

liuqin@guosen.com.cn

华南地区销售副总监

刘宇华

(0755) 82130818

liuyh@guosen.com.cn

华南地区销售经理

邵燕芳

(0755) 82130532

shaoyf@guosen.com.cn

华东地区销售副总监

盛建平

(021) 68864592

shengjp@guosen.com.cn

华东地区高级销售经理

马小丹

(021) 68866025

maxd@guosen.com.cn

华北地区销售副总监

王晓健

(010) 82252615

wangxj@guosen.com.cn

华北地区销售副总监

王立法

(010) 82252236

wanglf@guosen.com.cn

华北地区高级销售经理

谭春元

(010) 82259782

tancy@guosen.com.cn