



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

## 公司动态

2009 年 6 月 10 日

汽车与零部件

研究部

王智慧

分析员

wangzh@cicc.com.cn

审慎推荐

江淮汽车(600418.CH)

### 盈利复苏力度超出预期，上调盈利预测

#### 主要财务信息

| (人民币百万元)  | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入    | 14,274 | 14,725 | 16,055 | 20,208 | 22,384 |
| (+/-)     | 39%    | 3%     | 9%     | 26%    | 11%    |
| 主营业务利润    | 1,652  | 1,384  | 1,646  | 2,215  | 2,371  |
| (+/-)     | 29%    | -16%   | 19%    | 35%    | 7%     |
| 净利润       | 328    | 57     | 256    | 525    | 578    |
| (+/-)     | -20%   | -83%   | 348%   | 105%   | 10%    |
| 每股盈利(元)   | 0.25   | 0.04   | 0.20   | 0.41   | 0.45   |
| (+/-)     | -43%   | -83%   | 348%   | 105%   | 10%    |
| 市盈率       | 23.2   | 133.5  | 29.8   | 14.5   | 13.2   |
| 市净率       | 1.9    | 1.9    | 1.8    | 1.6    | 1.5    |
| EV/EBITDA | 10.2   | 15.4   | 9.5    | 6.0    | 5.3    |
| 净资产收益率    | 8.1%   | 1.4%   | 6.1%   | 11.2%  | 11.3%  |
| ROCE      | 7.6%   | 1.2%   | 5.0%   | 9.0%   | 9.0%   |
| 现金分红收益率   | 1.4%   | 0.2%   | 0.7%   | 0.8%   | 1.7%   |

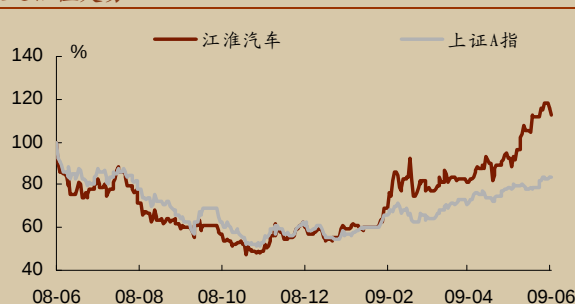
#### 股票信息

|             |                      |
|-------------|----------------------|
| 当前股价        | A股                   |
| 股票代码        | 人民币5.91              |
| 日成交量(百万股)   | 600418.CH            |
| 52周最高价/最低价  | 32.0                 |
| 发行股数(百万股)   | 人民币6.47/2.41         |
| 其中:流通股(百万股) | 1289                 |
| 总市值(百万元)    | 881                  |
| 主要股东(持股比例)  | 7616                 |
|             | 安徽江淮汽车集团有限公司(34.76%) |

#### 最近估值走势

|             | 上周    | 1个月    | 3个月    | 年初至今    |
|-------------|-------|--------|--------|---------|
| [600418.CH] | -3.11 | +22.11 | +46.65 | +102.40 |
| [A股指数]      | +0.40 | +5.21  | +33.99 | +65.88  |
| [中金汽车指数]    | -3.41 | +1.73  | +43.90 | +121.78 |

#### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

#### 公司近况:

公司轻卡的盈利能力大幅度复苏, 瑞风商务车的毛利率维持在较高水平, 而轿车项目正经历从销量增长迈向盈利能力重塑的过程, 预计 2009 年轿车项目有望显著减亏, 2010 年有望实现盈亏平衡。综合起来, 08 年下半年是公司经营最困难的时期, 我们预计 09 年 2 季度公司盈利能力将出现反转, 09 年中报扭亏的可能性较大。

#### 评论:

**09 年轻卡毛利率有望达到 14.5%, 复苏力度超出预期。**在政策刺激、原材料成本下降、发动机自制率提升以及行业价格稳定的驱动下, 公司轻卡盈利能力复苏力度超出预期, 预计轻卡全年毛利率水平达到 14.5%。同时, 未来政府出台农民购买轻卡给予直接补贴政策的可能性较大, 公司无疑将是主要受益者之一。

**瑞风商务车销量已经转向同比正增长, 预计毛利率将回升至 28% 左右。**瑞风 MPV 主要用于中小企业商务车、城市物流以及短途客运, 08 年底受金融危机冲击较大。而 4、5 月份销量已经领先行业实现同比正增长 15% 和 33%, 我们预计其毛利率将回升至 28% 左右的较高水平。

**轿车项目盈亏平衡点可能低于 10 万辆, 从而推动 2010 年轿车项目迈向盈亏平衡。**轿车销量的增长为轿车盈利能力改善提供了前提条件, 公司正在努力通过多种措施降低成本以实现轿车项目的减亏, 预计 09 年底能够实现月度盈亏平衡, 而 2010 全年将盈亏平衡。

**组织架构和产品结构调整为公司整体毛利率改善提供支撑。**09 年以来公司进行了多方面的结构调整, 其中组织架构和产品结构调整对于公司盈利能力改善至关重要。

**安徽省汽车产业整合应是大势所趋, 利好公司长期发展。**

#### 估值与建议:

上调公司 09、10、11 年 EPS 预测至 0.20 元、0.41 元和 0.45 元, 上调幅度分别为 30%、37% 和 20%。公司 09 年 1 季度亏损, 我们认为应按照 10 年的正常盈利能力进行估值。目前股价对应 10 年 14.4 倍 P/E, 低于行业平均水平, 基于公司基本面的保守目标价应该在 7.38 元, 对应 10 年 18 倍动态 P/E, 还有 25% 上涨空间, 维持审慎推荐。

## 轻卡和瑞风商务车盈利能力强劲复苏

**09 年轻卡毛利率有望达到 14.5%，复苏力度超出预期。**在政策刺激、原材料成本下降、发动机自制率提升以及行业价格稳定的驱动下，公司轻卡盈利能力复苏力度超出预期，预计轻卡全年毛利率水平达到 14.5%。

未来政府出台农民购买轻卡直接给予补贴政策的可能性较大，公司无疑将是主要受益者之一。目前的“汽车下乡”政策中，必须要求农民淘汰三轮车或者低速货车换购轻卡才能够给予补贴（而农民购买微客可以直接补贴），农民购买轻卡的补贴条件比较苛刻，实施效果甚微。据了解，主要轻卡厂商已经向有关部委提出建议，未来政府出台农民购买轻卡直接给予补贴政策的可能性较大。

瑞风商务车销量已经转向同比正增长，预计毛利率将回升至 28% 左右。瑞风 MPV 主要用于中小企业商务车、城市物流以及短途客运，08 年底受金融危机冲击较大。而 4、5 月份销量已经领先行业实现同比正增长 15% 和 33%，我们预计其毛利率将回升至 28% 左右的较高水平。

## 初具规模的轿车销量支撑轿车项目逐步减亏

公司轿车销量初具规模。1-5 月份，公司轿车累计销量 22,503，同比增长 317%，其中 5 月份单月销量达到 5,124 辆。轿车销量的增长为轿车盈利能力改善提供了前提条件。

销量规模化后与供应商谈判力显著加强。公司 09 年计划将轿车产品的外购成本下降 30% 左右，但是如果没有同悦近 5,000 辆的月销量，这个目标实现的可能性很小。目前，公司相对供应商的第一轮谈判基本结束，预计在 7~8 月份与供应商的第二轮谈判后，轿车成本下降目标有望实现。

轿车发动机部分自制后毛利率有望进一步提升。3 季度，公司自产的 1.3L 和 1.6L 的发动机有望投产，一方面将缓解公司发动机供应压力（5 月份东安三菱仅供给公司发动机 4,500 台，导致公司同悦轿车产品生产受限），另一方面采用自产发动机后单车成本将降低 3,000 元左右，这也成为公司与东安三菱价格谈判的筹码。综合看来，虽然发动机完全自制仍需要较长时间，但自产发动机投产后，公司外购发动机成本将显著下降，从而推动毛利率提升。

轿车项目盈亏平衡点可能低于 10 万辆，从而推动 2010 年轿车项目迈向盈亏平衡。公司正在努力通过多种措施降低成本以实现轿车项目的减亏，目前已经实现正的经营性现金流，预计 09 年底能够实现月度盈亏平衡，而 2010 全年将盈亏平衡。

## 组织架构和产品结构调整为公司整体盈利能力改善提供支撑

09 年以来公司进行了多方面的结构调整，其中组织架构和产品结构调整对于公司盈利能力改善至关重要。公司改变了原有的产供销分离的业务单元模式，而成立了乘用车事业部、商用车事业部和发动机分公司，两个事业

部实现了相应车型的产供销一体化，成为真正的利润中心，有利于内部降本增效。产品结构调整方面，轻卡产品中高端车型帅铃比重逐步提升，并配备资产柴油机；瑞风商务车推出商务版、旅游版和物流版以应对商务需求下滑的冲击；底盘逐步加大高附加值产品比重。

## 《安徽省汽车产业调整和振兴规划》给公司带来长期利好

近期新浪财经报道，安徽省人民政府发布《安徽省汽车产业调整和振兴规划》，规划中明确提出“大力推动汽车企业联合重组。加大改革力度，支持奇瑞、江汽、华菱、昌河、扬子、全柴等按市场原则在省内进行联合重组，力争形成一个产能百万辆以上的汽车企业集团，进入国家重点支持序列”。

我们认为，安徽省的汽车产业整合是大势所趋，整合时间和方案难以预期。以下几点应是整合中关键所在：

- 省内整合符合国家最大做强汽车产业的政策导向。国家汽车产业调整和振兴规划中提出支持汽车企业重组，预计大的重组将获得国家更多的支持，安徽省政府应会积极响应中央政府号召。
- 整合方案要有利于自主品牌发展、有利于区域汽车工业发展和有利于各自企业的发展。不会为了简单的为了上规模而搞拉郎配。
- 不同企业之间在业务层面上的整合是可行的。制造环节可以沿用原来的格局分散实施，但是研发、采购和销售等环节可以实现资源共享，寻求协同效应。

## 上调盈利预测，维持审慎推荐，建议积极配置

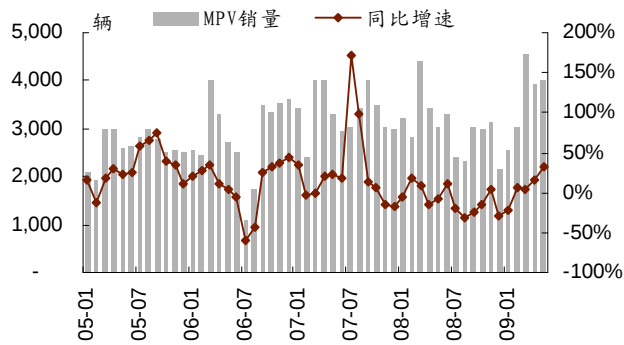
我们上调公司 09、10、11 年 EPS 预测至 0.20 元、0.41 元和 0.45 元，上调幅度分别为 30%、37% 和 20%。盈利预测上调的主要原因在于：（1）上调 09 年轻卡和瑞风的毛利率预测；（2）上调 10 年轿车的毛利率预测。

维持审慎推荐，基于基本面的目标价 7.38 元。公司 09 年 1 季度亏损，我们认为应按照 10 年的正常盈利能力进行估值。目前股价对应 10 年 14.4 倍 P/E，低于行业平均水平（21 倍），基于公司基本面的保守目标价应该在 7.38 元，对应 10 年 18 倍动态 P/E，还有 25% 上涨空间，维持“审慎推荐”评级，建议投资者积极配置。而安徽省的汽车产业整合将给公司带来长期利好，进一步支撑股价走势。

## 主要投资风险

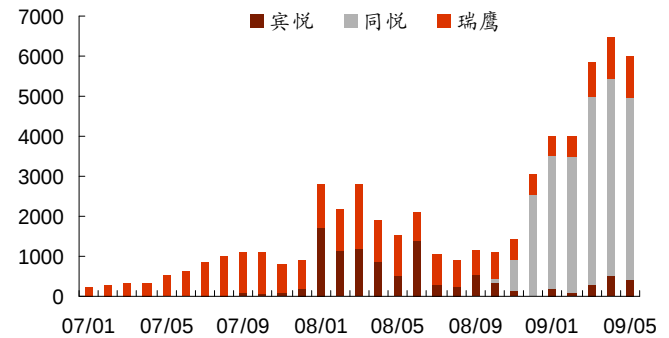
（1）自主品牌轿车销量低于预期导致轿车项目减亏力度低于预期；（2）钢材等原材料价格上涨幅度高于预期导致轻卡毛利率复苏力度不可持续；（3）瑞风 MPV 销量复苏难以持续导致其盈利能力低于预期。

图表 1: 公司瑞风商务车月度销量及增速



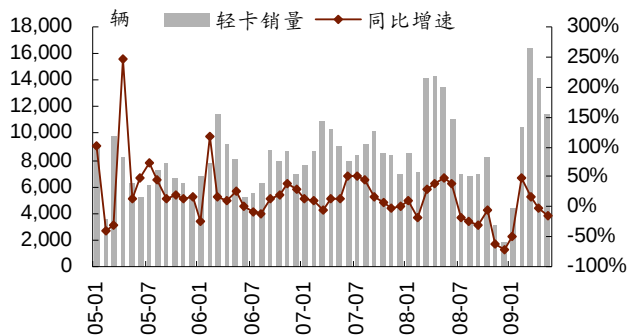
资料来源: 中国汽车工业协会

图表 3: 公司轿车月度销量及结构



资料来源: 中国汽车工业协会

图表 2: 公司轻卡月度销量及增速



资料来源: 中国汽车工业协会

图表 4：历史和预测的财务指标

| 损益表（百万元）   | 2006A  | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入     | 10,291 | 14,274 | 14,725 | 16,055 | 20,208 | 22,384 |
| 主营业务利润     | 1,276  | 1,652  | 1,384  | 1,646  | 2,215  | 2,371  |
| 营业费用       | -470   | -662   | -650   | -755   | -930   | -1,007 |
| 管理费用       | -443   | -581   | -664   | -546   | -707   | -716   |
| 营业利润       | 442    | 387    | 6      | 290    | 608    | 674    |
| 税前利润       | 450    | 418    | 23     | 306    | 625    | 690    |
| 所得税        | -39    | -88    | 37     | -46    | -94    | -104   |
| 净利润        | 412    | 328    | 57     | 256    | 525    | 578    |
| 现金流量表（百万元） |        |        |        |        |        |        |
| 经营活动现金流净额  | 899    | 771    | 567    | 1,010  | 1,670  | 1,500  |
| 投资活动现金流净额  | -1,213 | -755   | -1,086 | -860   | -860   | -860   |
| 融资活动现金流净额  | 230    | 280    | 502    | 571    | 533    | 518    |
| 货币资金增加额    | -85    | 296    | -21    | 721    | 1,342  | 1,158  |
| 资产负债表（百万元） |        |        |        |        |        |        |
| 流动资产       | 2,113  | 2,399  | 2,386  | 3,174  | 4,964  | 6,365  |
| 固定资产       | 3,894  | 4,576  | 5,716  | 6,130  | 6,523  | 6,894  |
| 流动负债       | 2,641  | 3,205  | 4,067  | 4,813  | 6,257  | 7,307  |
| 长期负债       | 369    | 162    | 619    | 776    | 932    | 1,089  |
| 股东权益       | 3,036  | 4,052  | 4,005  | 4,209  | 4,669  | 5,119  |
| 总资产        | 6,083  | 7,531  | 8,821  | 9,965  | 12,065 | 13,763 |
| 毛利率        | 15.6%  | 14.5%  | 12.0%  | 13.9%  | 14.2%  | 13.8%  |
| 息税前利润率     | 4.4%   | 2.8%   | 0.2%   | 2.1%   | 3.2%   | 3.2%   |
| 净利润率       | 4.0%   | 2.3%   | 0.4%   | 1.6%   | 2.6%   | 2.6%   |
| 净资产收益率     | 13.6%  | 8.1%   | 1.4%   | 6.1%   | 11.2%  | 11.3%  |
| 总资产收益率     | 7.6%   | 4.8%   | 0.7%   | 2.7%   | 4.8%   | 4.5%   |
| 总资产负债率     | 49.5%  | 45.7%  | 53.8%  | 56.6%  | 60.0%  | 61.4%  |
| 流动比率       | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 0.7    | 0.8    | 0.9    |
| 速动比率       | 0.5    | 0.5    | 0.4    | 0.5    | 0.6    | 0.7    |
| 应收帐款周转期    | 17.9   | 13.3   | 14.6   | 14.6   | 14.6   | 14.6   |
| 存货周转期      | 31.1   | 24.5   | 23.2   | 23.2   | 23.2   | 23.2   |
| 分红比例       | 33.3%  | 31.4%  | 27.1%  | 20.2%  | 12.3%  | 22.3%  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5：公司盈利预测调整表

|      | 2008A<br>实际值 | 2009E  |        |       | 2010E  |        |       | 2011E  |        |        |
|------|--------------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
|      |              | 调整前    | 调整后    | 变化    | 调整前    | 调整后    | 变化    | 调整前    | 调整后    | 变化     |
| 营业收入 | 14,725       | 16,055 | 16,055 | 0.0%  | 20,208 | 20,208 | 0.0%  | 22,384 | 22,384 | 0.0%   |
| 营业成本 | 12,959       | 13,897 | 13,827 | -0.5% | 17,506 | 17,343 | -0.9% | 19,397 | 19,287 | -0.6%  |
| 毛利   | 1,766        | 2,158  | 2,228  | 3.2%  | 2,702  | 2,865  | 6.0%  | 2,987  | 3,097  | 3.7%   |
| 营业费用 | 650          | 755    | 755    | 0.0%  | 930    | 930    | 0.0%  | 1,007  | 1,007  | 0.0%   |
| 管理费用 | 664          | 546    | 546    | 0.0%  | 707    | 707    | 0.0%  | 716    | 716    | 0.0%   |
| 财务费用 | 26           | 45     | 45     | -1.4% | 49     | 47     | -5.8% | 54     | 48     | -11.0% |
| 税前利润 | 23           | 236    | 306    | 29.8% | 459    | 625    | 36.0% | 575    | 690    | 20.1%  |
| 净利润  | 57           | 196    | 256    | 30.4% | 384    | 525    | 36.6% | 480    | 578    | 20.4%  |
| 每股收益 | 0.04         | 0.15   | 0.20   | 30.4% | 0.30   | 0.41   | 36.6% | 0.37   | 0.45   | 20.4%  |

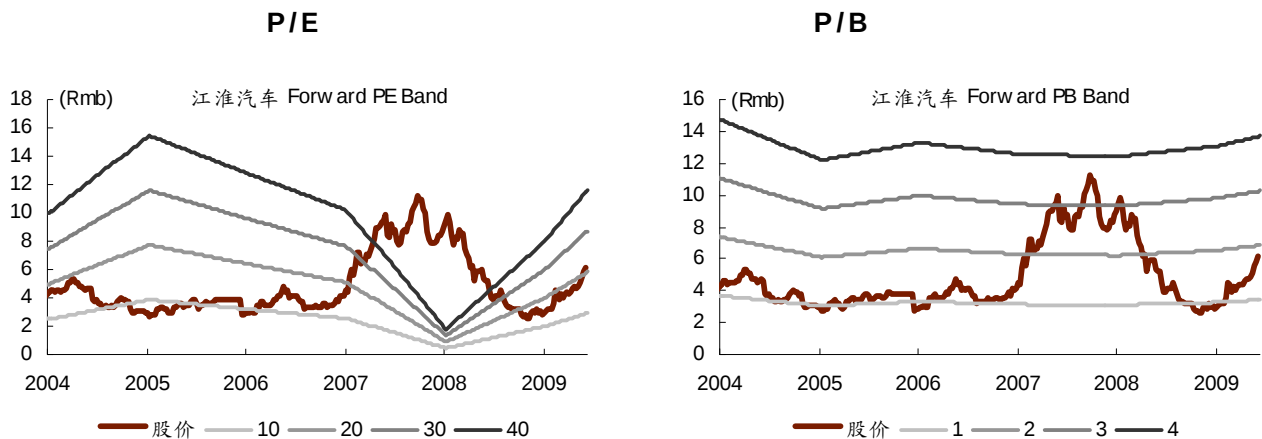
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 盈利预测及其主要假设

| 销量 (辆) | 2007A   | 2008A   | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 瑞风     | 40,049  | 36,305  | 37,394  | 41,134  | 45,247  |
| 增速     | 16.5%   | -9.3%   | 3.0%    | 10.0%   | 10.0%   |
| 轻卡     | 119,998 | 108,074 | 124,285 | 136,714 | 150,385 |
| 增速     | 10.3%   | -9.9%   | 15.0%   | 10.0%   | 10.0%   |
| 重卡     | 10,296  | 10,786  | 8,090   | 8,494   | 9,343   |
| 增速     | 235.2%  | 4.8%    | -25.0%  | 5.0%    | 10.0%   |
| 瑞鹰     | 7,605   | 10,251  | 9,226   | 10,148  | 11,163  |
| 增速     | n.a.    | 34.8%   | -10.0%  | 10.0%   | 10.0%   |
| 轿车     | 460     | 11,683  | 67,120  | 140,944 | 163,836 |
| 增速     | n.a.    | 2439.8% | 474.5%  | 110.0%  | 16.2%   |
| 整车合计   | 178,411 | 177,099 | 246,115 | 337,434 | 379,975 |
| 增速     | 22.0%   | -0.7%   | 39.0%   | 37.1%   | 12.6%   |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表8：可比公司估值

| 公司名称      | 类别    | 股价<br>09-6-9 | 市值<br>百万美元 | 市盈率   |       |       |      |       | 市净率   |      |       |      |      | EV/EBITDA |       |       |       |      | EPS 增长率 % |      |       |      | CAGR<br>07-10 |
|-----------|-------|--------------|------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|------|------|-----------|-------|-------|-------|------|-----------|------|-------|------|---------------|
|           |       |              |            | 06A   | 07A   | 08A   | 09E  | 10E   | 06A   | 07A  | 08A   | 09E  | 10E  | 06A       | 07A   | 08A   | 09E   | 10E  | 07A       | 08A  | 09E   | 10E  |               |
| 中国A股上市公司  |       |              |            |       |       |       |      |       |       |      |       |      |      |           |       |       |       |      |           |      |       |      |               |
| 潍柴动力      | CV    | 33.15        | 3,782      | 41.7  | 13.7  | 14.3  | 15.8 | 13.9  | 9.3   | 4.3  | 3.5   | 2.8  | 2.3  | 26.0      | 7.4   | 7.7   | 8.1   | 7.3  | 205%      | -4%  | -10%  | 14%  | -1%           |
| 中国重汽      | CV    | 20.31        | 1,246      | 38.0  | 11.1  | 16.6  | 21.2 | 18.8  | 6.5   | 4.2  | 3.4   | 3.0  | 2.6  | 11.7      | 5.8   | 9.5   | 9.9   | 8.9  | 242%      | -33% | -22%  | 13%  | -16%          |
| 宇通客车      | CV    | 12.41        | 944        | 29.2  | 17.1  | 12.1  | 15.9 | 15.5  | 5.2   | 2.4  | 3.8   | 3.4  | 3.0  | 16.1      | 9.1   | 10.6  | 10.2  | 9.5  | 71%       | 41%  | -24%  | 3%   | 3%            |
| 福田汽车      | CV    | 12.59        | 1,688      | n.a.  | 29.8  | 33.4  | 22.6 | 22.9  | 7.7   | 6.0  | 3.8   | 3.3  | 2.9  | 51.6      | 16.0  | 21.2  | 11.4  | 10.6 | n.m.      | -11% | 48%   | -1%  | 9%            |
| 金龙汽车      | CV    | 8.80         | 570        | 25.5  | 14.3  | 19.8  | 31.6 | 29.4  | 4.0   | 3.2  | 2.8   | 2.6  | 2.5  | 8.1       | 6.5   | 9.2   | 10.4  | 9.5  | 78%       | -28% | -37%  | 8%   | -21%          |
| 江铃汽车      | CV    | 13.85        | 1,749      | 19.8  | 15.7  | 15.2  | 17.5 | 16.0  | 3.9   | 3.4  | 3.0   | 2.7  | 2.4  | 12.6      | 11.7  | 13.0  | 12.0  | 11.1 | 26%       | 3%   | -13%  | 9%   | -1%           |
| 江淮汽车      | CV/PV | 5.91         | 1,114      | 18.5  | 23.2  | 133.4 | 29.8 | 14.5  | 2.5   | 1.9  | 1.9   | 1.8  | 1.6  | 10.6      | 10.2  | 14.0  | 8.7   | 6.1  | -20%      | -83% | 348%  | 105% | 17%           |
| 长安汽车      | PV    | 8.71         | 2,974      | 39.1  | 30.5  | 837.5 | 41.3 | 34.2  | 2.9   | 2.7  | 2.7   | 2.5  | 2.4  | 18.3      | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 41.7 | 28%       | -96% | 1930% | 21%  | -4%           |
| 一汽轿车      | PV    | 14.70        | 3,500      | 68.9  | 43.3  | 22.0  | 19.7 | 17.9  | 4.4   | 4.1  | 3.6   | 3.2  | 2.8  | 32.6      | 16.8  | 15.8  | 14.0  | 12.6 | 59%       | 97%  | 12%   | 10%  | 34%           |
| 一汽夏利      | PV    | 7.00         | 1,634      | 33.9  | 65.1  | 111.6 | 56.4 | 41.4  | 3.4   | 3.4  | 3.4   | 3.3  | 3.0  | 69.5      | n.a.  | n.a.  | n.a.  | n.a. | -48%      | -42% | 98%   | 36%  | 16%           |
| 上海汽车      | PV    | 13.78        | 13,207     | 63.4  | 19.5  | 253.8 | 23.7 | 21.5  | 2.9   | 2.4  | 2.6   | 2.4  | 2.2  | 36.6      | 23.3  | 69.4  | 30.7  | 25.7 | 71%       | -92% | 969%  | 10%  | -3%           |
| 东安动力      | Parts | 11.56        | 782        | 149.2 | 35.4  | 33.3  | 19.4 | 17.5  | 3.3   | 3.0  | 2.8   | 2.4  | 2.1  | 55.3      | 48.4  | 447.7 | 42.9  | 51.9 | 321%      | 6%   | 72%   | 11%  | 26%           |
| 中鼎股份      | Parts | 12.92        | 670        | n.a.  | 45.7  | 41.2  | 25.1 | 22.0  | n.a.  | 10.8 | 11.5  | 7.9  | 5.8  | n.a.      | 27.0  | 19.0  | 13.2  | 12.2 | n.m.      | 11%  | 64%   | 14%  | 28%           |
| 华域汽车      | Parts | 8.15         | 3,080      | 36.0  | 18.2  | 19.7  | 16.5 | 14.9  | 3.8   | 1.9  | 2.8   | 1.8  | 1.6  | 190.3     | 113.6 | 44.4  | 36.9  | 33.0 | 97%       | -8%  | 20%   | 10%  | 7%            |
| 威孚高科      | Parts | 11.43        | 949        | 73.5  | 28.1  | 33.5  | 43.3 | 41.0  | 2.9   | 2.7  | 2.6   | 2.5  | 2.4  | 19.9      | 18.7  | 49.3  | 46.7  | 50.6 | 161%      | -16% | -23%  | 6%   | -12%          |
| 风神股份      | Parts | 10.08        | 553        | 147.8 | 24.2  | n.a.  | 26.1 | 22.0  | 3.2   | 2.8  | 2.7   | 2.4  | 2.2  | 36.3      | 11.8  | 13.5  | 10.2  | 9.0  | 511%      | n.m. | n.m.  | 19%  | 3%            |
| 玲珑轮胎      | Parts | 8.45         | 314        | 37.5  | 24.6  | 42.0  | 24.1 | 20.9  | 1.9   | 1.8  | 1.8   | 1.7  | 1.5  | 8.8       | 8.0   | 8.9   | 7.8   | 7.3  | 53%       | -41% | 74%   | 15%  | 6%            |
| 青岛双星      | Parts | 5.85         | 449        | 79.8  | 30.0  | n.a.  | 14.6 | 16.9  | 2.6   | 2.4  | 2.6   | 2.2  | 2.0  | 21.3      | 13.4  | 74.3  | 8.2   | 8.9  | 166%      | n.m. | n.m.  | -14% | 21%           |
| 平均        |       |              |            | 39.1  | 24.6  | 33.4  | 23.7 | 20.9  | 3.5   | 3.0  | 2.8   | 2.6  | 2.4  | 23.7      | 13.4  | 15.8  | 11.4  | 10.8 | 71%       | -16% | 44%   | 11%  | 3%            |
| 平均-商用车    |       |              |            | 25.5  | 15.7  | 15.9  | 19.4 | 16.0  | 4.6   | 3.4  | 3.2   | 2.7  | 2.4  | 12.6      | 9.7   | 11.8  | 10.3  | 9.5  | 71%       | -7%  | -13%  | 9%   | -1%           |
| 平均-乘用车    |       |              |            | 51.2  | 36.9  | 182.7 | 32.5 | 27.9  | 3.2   | 3.0  | 3.0   | 2.9  | 2.6  | 34.6      | 20.0  | 42.6  | 22.3  | 25.7 | 44%       | -67% | 534%  | 15%  | 6%            |
| 平均-零部件    |       |              |            | 57.5  | 28.1  | 41.2  | 25.1 | 22.0  | 3.1   | 2.7  | 2.7   | 2.4  | 2.2  | 27.8      | 13.9  | 44.4  | 13.2  | 12.2 | 129%      | -16% | 44%   | 14%  | 6%            |
| 香港上市公司    |       |              |            |       |       |       |      |       |       |      |       |      |      |           |       |       |       |      |           |      |       |      |               |
| 潍柴动力      | CV    | 27.70        | 3,782      | 30.7  | 10.1  | 10.5  | 11.7 | 10.2  | 6.8   | 3.2  | 2.5   | 2.1  | 1.7  | 12.0      | 3.4   | 3.6   | 3.9   | 3.6  | 205%      | -4%  | -10%  | 14%  | -1%           |
| 庆铃汽车      | CV    | 1.49         | 477        | 47.6  | 24.8  | 21.3  | 23.7 | 21.0  | 0.6   | 0.5  | 0.5   | 0.5  | 0.5  | n.m.      | n.m.  | n.m.  | n.m.  | n.m. | 92%       | 17%  | -10%  | 13%  | 6%            |
| 华晨汽车      | PV    | 0.77         | 495        | n.m.  | 29.1  | 34.8  | 45.3 | 36.7  | 0.5   | 0.5  | 0.5   | 0.5  | 0.5  | n.m.      | n.m.  | n.m.  | n.m.  | n.m. | n.m.      | -17% | -23%  | 24%  | -7%           |
| 吉利汽车      | PV    | 1.46         | 1,330      | 28.2  | 23.8  | 9.7   | 10.8 | 9.7   | 5.9   | 3.2  | 2.3   | 2.4  | 1.5  | n.m.      | n.m.  | 20.6  | 8.2   | 7.1  | 19%       | 144% | -10%  | 12%  | 35%           |
| 骏威汽车      | PV    | 3.59         | 3,482      | 10.4  | 11.0  | 11.4  | 10.5 | 11.1  | 2.3   | 2.1  | 1.9   | 1.6  | 1.5  | n.m.      | n.m.  | n.m.  | n.m.  | n.m. | -5%       | -4%  | 9%    | -5%  | 0%            |
| 长城汽车      | PV    | 6.22         | 879        | 8.4   | 6.8   | 13.2  | 13.0 | 11.2  | 1.4   | 1.1  | 1.0   | 0.9  | 0.9  | 7.2       | 5.0   | 8.2   | 1.6   | 1.4  | 23%       | -48% | 2%    | 16%  | -15%          |
| 东风汽车      | PV    | 6.74         | 7,492      | 24.6  | 13.6  | 12.7  | 12.0 | 11.8  | 3.6   | 2.9  | 2.4   | 2.1  | 1.8  | 8.4       | 6.9   | 5.6   | 5.4   | 5.4  | 81%       | 7%   | 6%    | 2%   | 5%            |
| 中国重汽      | CV    | 8.60         | 2,524      | 25.7  | 14.8  | 18.6  | 15.6 | 15.2  | 17.4  | 1.5  | 1.5   | 1.4  | 1.3  | 9.1       | 6.5   | 8.7   | 5.9   | 6.1  | 74%       | -21% | 19%   | 3%   | -1%           |
| 信义玻璃      | Parts | 5.48         | 1,253      | 24.3  | 14.1  | 13.3  | 10.3 | 8.8   | 4.2   | 2.3  | 2.2   | 1.9  | 1.7  | 22.3      | 13.1  | 11.4  | 7.8   | 6.7  | 73%       | 6%   | 29%   | 17%  | 17%           |
| 敏实集团      | Parts | 5.68         | 699        | 17.5  | 14.0  | 12.8  | 11.0 | 9.7   | 4.0   | 1.8  | 1.7   | 1.4  | 1.3  | 11.1      | 7.5   | 6.1   | 5.8   | 4.9  | 25%       | 10%  | 16%   | 13%  | 13%           |
| 平均        |       |              |            | 24.6  | 14.1  | 13.0  | 11.8 | 11.1  | 3.8   | 1.9  | 1.8   | 1.5  | 1.4  | 10.1      | 6.7   | 8.2   | 5.8   | 5.4  | 73%       | 1%   | 4%    | 13%  | 2%            |
| 平均-商用车    |       |              |            | 30.7  | 14.8  | 18.6  | 15.6 | 15.2  | 6.8   | 1.5  | 1.5   | 1.4  | 1.3  | 10.6      | 5.0   | 6.1   | 4.9   | 4.9  | 92%       | -4%  | -10%  | 13%  | -1%           |
| 平均-乘用车    |       |              |            | 17.5  | 13.6  | 12.7  | 12.0 | 11.2  | 2.3   | 2.1  | 1.9   | 1.6  | 1.5  | 7.8       | 6.0   | 8.2   | 5.4   | 5.4  | 21%       | -4%  | 2%    | 12%  | 0%            |
| 平均-零部件    |       |              |            | 20.9  | 14.1  | 13.1  | 10.6 | 9.3   | 4.1   | 2.1  | 1.9   | 1.7  | 1.5  | 16.7      | 10.3  | 8.8   | 6.8   | 5.8  | 49%       | 8%   | 23%   | 15%  | 15%           |
| 欧洲及美国上市公司 |       |              |            |       |       |       |      |       |       |      |       |      |      |           |       |       |       |      |           |      |       |      |               |
| 曼         | CV    | 44.01        | 8,987      | 7.1   | 5.3   | 5.2   | 15.7 | 14.1  | 1.7   | 1.3  | 1.2   | 1.2  | 1.1  | 6.7       | 4.7   | 5.2   | 9.4   | 8.7  | 33%       | 1%   | -67%  | 11%  | -28%          |
| 斯堪尼亚      | CV    | 75.25        | 7,761      | 10.1  | 7.0   | 6.8   | 32.6 | 18.4  | 2.3   | 2.4  | 2.7   | 2.8  | 2.6  | 9.9       | 6.7   | 6.6   | 17.2  | 13.3 | 44%       | 4%   | -79%  | 77%  | -27%          |
| 沃尔沃       | CV    | 46.80        | 12,743     | 5.8   | 6.4   | 9.6   | n.m. | 36.3  | 1.1   | 1.2  | 1.1   | 1.3  | 1.3  | 6.6       | 6.9   | 7.9   | 41.0  | 12.4 | -8%       | -34% | n.m.  | n.m. | -44%          |
| 帕卡        | CV    | 34.44        | 12,508     | 8.6   | 10.4  | 12.3  | 54.2 | 25.8  | 2.9   | 2.5  | 2.6   | 2.6  | 2.6  | 6.9       | 8.0   | 8.6   | 25.3  | 17.5 | -17%      | -16% | -77%  | 110% | -26%          |
| 戴姆勒       | CV/PV | 26.48        | 39,145     | 7.2   | 6.9   | 18.8  | n.m. | 20.5  | 0.7   | 0.7  | 0.8   | 0.9  | 0.8  | 4.7       | 5.3   | 7.5   | 22.9  | 12.2 | 5%        | -63% | n.m.  | n.m. | -30%          |
| 菲亚特       | CV/PV | 7.52         | 12,619     | 9.0   | 4.9   | 5.8   | n.m. | 22.2  | 1.0   | 0.9  | 0.9   | 0.9  | 0.8  | 5.9       | 4.9   | 4.7   | 7.7   | 6.5  | 85%       | -16% | n.m.  | n.m. | -40%          |
| 雷诺        | PV    | 29.79        | 11,827     | 2.7   | 2.9   | 13.4  | n.m. | n.m.  | 0.4   | 0.4  | 0.4   | 0.5  | 0.5  | 9.6       | 8.7   | 12.6  | 21.6  | 13.3 | -8%       | -78% | n.m.  | n.m. | n.m.          |
| 标志        | PV    | 22.05        | 7,191      | 28.6  | 5.7   | n.m.  | n.m. | n.m.  | 0.4   | 0.4  | 0.4   | 0.4  | 0.5  | 6.6       | 5.6   | 7.6   | 14.4  | 8.9  | 404%      | n.m. | n.m.  | n.m. | n.m.          |
| 宝马        | PV    | 28.12        | 24,859     | 6.4   | 5.9   | 57.4  | n.m. | 19.9  | 1.0   | 0.8  | 0.9   | 0.9  | 0.9  | 6.1       | 5.5   | 6.1   | 12.9  | 10.0 | 9%        | -90% | n.m.  | n.m. | -33%          |
| 大众        | PV    | 252.71       | 111,709    | 35.6  | 24.2  | 21.2  | 70.0 | 49.8  | 3.7   | 3.1  | 2.9   | 2.9  | 2.7  | 11.5      | 9.0   | 9.2   | 13.9  | 12.8 | 47%       | 14%  | -70%  | 41%  | -21%          |
| 福特汽车      | CV/PV | 6.38         | 20,532     | n.m.  | n.m.  | n.m.  | n.m. | n.m.  | n.m.  | 3.9  | n.m.  | n.m. | n.m. | 232.5     | 9.6   | 274.0 | 786.0 | 20.5 | n.m.      | n.m. | n.m.  | n.m. | n.m.          |
| 通用汽车      | CV/PV | 1.21         | 739        | n.m.  | n.m.  | n.m.  | n.m. | n.m.  | n.m.  | n.m. | n.m.  | n.m. | n.m. | 8.7       | 8.6   | n.m.  | n.m.  | 8.7  | n.m.      | n.m. | n.m.  | n.m. | n.m.          |
| 玛格纳       | Parts | 36.40        | 4,108      | 7.5   | 6.1   | 57.8  | n.m. | 21.0  | 0.6   | 0.5  | 0.6   | 0.6  | 0.6  | 1.7       | 1.4   | 2.0   | 11.8  | 2.9  | 22%       | -89% | n.m.  | n.m. | -34%          |
| 博格华纳      | Parts | 34.31        | 3,998      | 18.6  | 13.8  | n.m.  | 93.5 | 21.0  | 2.1   | 1.7  | 2.0   | 1.9  | 1.8  | 7.5       | 6.7   | 7.9   | 13.1  | 8.4  | 35%       | n.m. | n.m.  | 345% | -13%          |
| 奥托立夫      | Parts | 29.61        | 2,519      | 6.0   | 8.0   | 12.9  | n.m. | 29.8  | 1.0   | 0.9  | 1.0   | 1.1  | 1.1  | 4.4       | 4.4   | 5.5   | 12.9  | 7.1  | -24%      | -38% | n.m.  | n.m. | -35%          |
| GKN PLC   | Parts | 138.50       | 1,577      | 554.0 | 496.4 | n.m.  | n.m. | n.m.  | 115.1 | 87.5 | 113.8 | 96.8 | 90.9 | 4.1       | 3.9   | 6.2   | 4.9   |      | 12%       | n.m. | n.m.  | n.m. | n.m.          |
| 爱尔格克铃尔    | Parts | 12.70        | 1,019      | 12.7  | 9.6   | 18.4  | 31.0 | 18.2  | 3.4   | 2.8  | 2.7   | 2.6  | 2.3  | 6.9       | 5.7   | 7.1   | 8.5   | 7.1  | 31%       | -48% | -41%  | 70%  | -19%          |
| 法雷奥       | Parts | 13.59        | 1,480      | 6.5   | 12.8  | n.m.  | n.m. | 138.6 | 0.6   | 0.6  | 0.8   | 0.9  | 0.9  | 2.2       | 2.1   | 3.8   | 3.7   | 2.7  | -50%      | n.m. | n.m.  | n.m. | -55%          |
| 平均        |       |              |            | 8.1   | 7.0   | 13.1  | 43.4 | 21.0  | 1.1   | 1.2  | 1.1   | 1.1  | 1.1  | 6.7       | 5.6   | 7.1   | 13.1  | 8.9  | 17%       | -36% | -70%  | 73%  | -30%          |
| 平均-商用车    |       |              |            | 7.8   | 6.7   | 8.2   | 32.6 | 22.1  | 2.0   | 1.8  | 1.9   | 2.0  | 2.0  | 6.8       | 6.8   | 7.2   | 21.3  | 12.8 | 12%       | -7%  | -77%  | 77%  | -28%          |

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街 1 号  
国贸大厦 2 座 28 层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号  
SK 大厦 1 层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路 398 号  
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

中国国际金融香港证券有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司  
国际金融中心第一期 29 楼  
中环港景街 1 号  
香港  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路 6 号  
免税商务大厦裙楼 107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。