



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

观点聚焦

2009 年 6 月 11 日

汽车与零部件

研究部

王智慧

分析员

wangzh@cicc.com.cn

张涵一

联系人

zhanghy2@cicc.com.cn

上调评级至审慎推荐

金龙汽车(600686.CH)

基本面有望反转，并购价值凸显

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	1Q09A	2009E	2010E
主营业务收入	12,442	12,390	1,831	11,372	12,060
(+/-)	29%	0%	-29%	-8%	6%
主营业务利润	1,548	1,287	175	1,256	1,381
(+/-)	34%	-17%	-40%	-2%	10%
净利润	273	197	-7	163	216
(+/-)	78%	-28%	n.m.	-17%	33%
每股盈利(元)	0.62	0.44	(0.02)	0.37	0.49
(+/-)	78%	-28%	n.m.	-17%	33%
市盈率	14.5	20.1	n.m.	24.2	18.3
市净率	2.1	2.9	n.m.	2.6	2.3
EV/EBITDA	4.5	11.0	n.m.	9.2	6.4
净资产收益率	22.1%	14.3%	-0.5%	10.8%	12.6%
ROCE	11.9%	7.3%	-0.1%	5.5%	6.6%
现金分红收益率	1.7%	0.6%	n.m.	0.6%	0.6%

股票信息

当前股价	A股
人民币8.93	
股票代码	600686.SH
日成交量(百万股)	53.9
52周最高价/最低价	人民币11.75/4.32
发行股数(百万股)	443
其中:流通股(百万股)	442
总市值(百万元)	3275
主要股东(持股比例)	福建省汽车工业集团公司(13.52%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
[600686.CH]	+13.76	+22.50	+27.57	+91.63
[A股指数]	+1.71	+6.24	+32.67	+67.50
[中金汽车指数]	-0.17	+2.67	+41.79	+123.85

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

投资提示:

09 下半年公司销量和盈利能力将出现反转，且在新能源客车市场上预计有较大的突破。目前市值不足 40 亿元，并购价值凸显，上调评级至审慎推荐，建议积极配置。

理由:

客车行业 09 下半年有望转向同比正增长。客车行业目前正在经历 03 年“非典”以来的最困难时期。展望 09 下半年，我们认为眼前是最坏时候，09 下半年大中客车销量有望同比增长约 17%，轻客销量也将恢复同比正增长。

公司下半年盈利能力将出现反转。公司作为行业龙头，其下半年销量将随行业一起转向同比正增长。在出口市场上，凭借丰富的客户资源和较强的车型竞争力，有望在需求复苏过程中受益更大。公司盈利包袱基本释放完毕，预计中报扭亏可能性较大。

三家金龙在新能源客车市场均有储备车型，未来规模化订单可期。大金龙混合动力城市客车已经获得业内广泛认可，小金龙正多路径研发新能源客车产品，苏州金龙则主攻氢燃料城市客车，整体竞争力较强。

公司市值较低，并购价值凸显。公司并购价值体现在两个方面。一方面，公司绝对市值低，市值与销售收入比值低，且大股东持股比例低，因此并购价值高；另一方面，近期媒体报道公司大股东福建省汽车工业集团可能被重组，公司股权价值也因此被市场所重视。

估值:

分别上调 09、10 年 EPS 至 0.37 元和 0.49 元，上调幅度为 32.6% 和 63.2%。目前股价对应 09、10 年 P/E 分别为 24 倍和 18 倍，10 年估值低于行业整体水平。公司作为中国大中客车行业的绝对龙头，并位居全球大中客车行业前列，09 下半年基本面将逐步转好，而市值不足 40 亿元，上调其投资评级至“审慎推荐”，2 季度业绩好转以及福汽集团重组进展将是股价表现的催化剂。

风险:

(1) 09 下半年客车行业依然低迷导致基本面复苏力度低于预期；(2) 钢材价格快速上涨导致公司毛利率下滑。

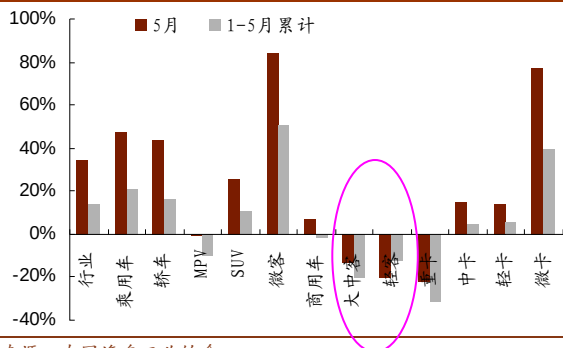
大中客车行业 09 下半年有望转向正增长

客车行业正在经历“非典”以来的最坏时期

09 年 1-5 月份，大客、中客、轻客累计销量分别同比下滑 23.7%、18.7%、12.9%，显著落后于汽车行业整体水平。我们总结大中客行业 09 上半年表现较差，没有跟随汽车行业整体同步复苏的主要原因在于：

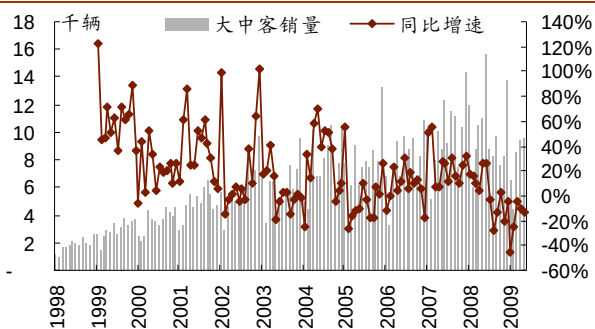
- **动车组对长途公路客运的替代。**新上动车组线路导致部分客运线路客流量下降，从而减少购车需求；
- **金融危机的冲击。**金融危机及衍生的经济危机使得居民出行频率下降，从而减少客车需求；
- **出口市场急剧萎缩。**2008 年出口销量占比约 10%，09 年 1-3 月，9 座以上客车出口销量同比下降 53%。

图表 1：09 年 1-5 月份客车行业销量同比增速显著落后



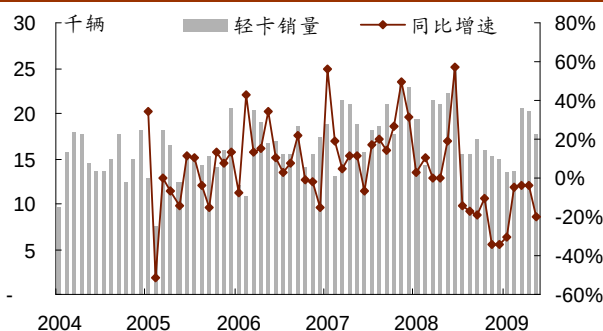
资料来源：中国汽车工业协会

图表 2：大中客车行业月度销量及增速



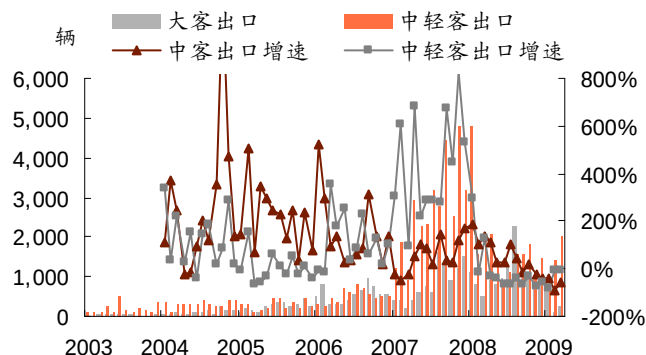
资料来源：中国汽车工业协会

图表 3：轻客车行业月度销量及增速



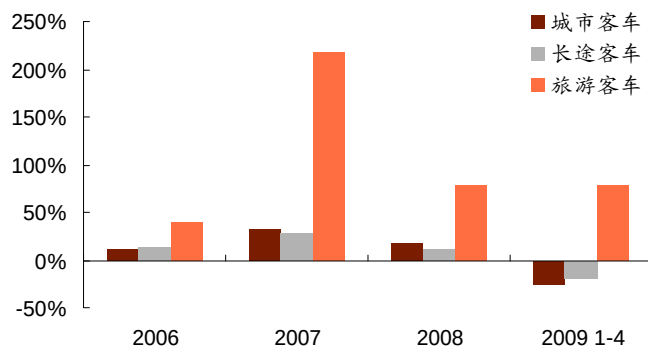
资料来源：中国汽车工业协会

图表 4：客车月度出口销量及增速



资料来源：中国汽车工业协会

图表 5：客车细分市场销量同比增速比较



资料来源：

从近期数据看，客车行业正在经历 03 年“非典”以来的最困难时期，未来出现更坏情况的可能性较小。

09 下半年大中客车销量有望同比增长约 17%，轻客销量也将恢复同比正增长

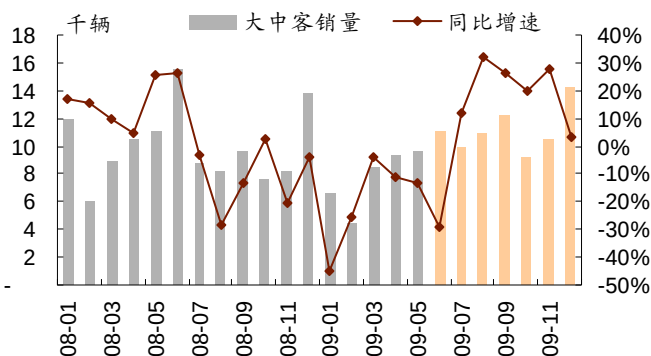
09 下半年，我们预计大中客、轻客销量将转向同比正增长，主要原因体现在：

- **成都“6.5”公交车燃烧事件可能引发客车行业竞争格局的改变，优势企业市场地位将得到强化。**此次悲惨的教训将不仅加快各地公交车的更新速度，从而刺激客车需求，而且促使地方政府检讨现行的公交车采购模式，资源将逐步向优势企业集中，客车市场竞争格局将因此而发生变革，客车市场集中度有望提高，金龙汽车等主流企业的品牌优势进一步显现。
- **“以旧换新”政策刺激更新需求上升，客车中轻客相对受益更大。**根据汽车“以旧换新”政策，适度提前报废大、中、轻客将分别给予 6,000 元、5,000 元和 4,000 元的补贴，其中轻客由于保有量最大（2008 年底约 150 万辆），补贴金额相对车价的比例最高，因此将受益最大。
- **上海、广州等特大城市大型赛会临近，公交车更新扩容需求即将集中释放。**上海世博会、广州亚运会

等都是当地改善城市公共交通环境的契机，政府将借此更新老旧车辆，并扩大公交系统的容量。

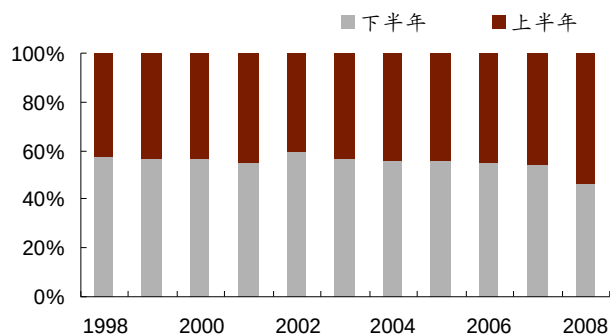
- **08 下半年的低基数也将抬高 09 下半年的销量同比增速。**由于 08 年 7 月 1 日实施国 III 标准，08 上半年出现一定程度的提前消费，导致 08 下半年月度销量基数较低，09 下半年将因此更容易实现正增长。

图表 6：大中客车 09 下半年月度销量预测



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部预测

图表 7：历年来大中客车上下半年销量构成



资料来源：中通客

公司下半年盈利能力将出现反转

出口销量反弹可能性较大

出口是否见底、何时反弹取决外围经济复苏的力度。目前看，客车出口销量见底的可能性较大，继续恶化的可能性小，因为公司客车的主要出口市场中东、东南亚、非洲、中亚等地区的经济已经企稳，部分地区甚至会因为大宗商品价格快速反弹而出现经济快速复苏。因此，客车出口销量下半年反弹的可能性较大。

小金龙和苏州金龙分别在非洲以及中东市场上具备丰富的客户资源，车型竞争力较强，一旦市场需求恢复，两公司拿到新订单的可能性较大。

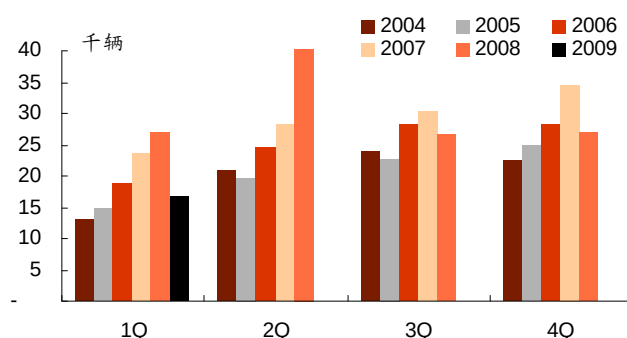
下半年销量将出现季节性回升

大中客车行业具备明显的季节性特征，大中客车销售的季节性特征是从 1 季度开始销量逐季攀升，因此下半年销量普遍比上半年好，当然少数年份会因为春节推迟的原因导致 4 季度销量递延到下一度的 1 季度。09 下半年，

尽管因为 10 年春节较晚（2 月 14 日）导致 09 年 12 月份销量不会太高，但是下半年显著好于上半年的大趋势不会改变。

金龙汽车作为行业龙头，其销售的季节性特征与行业类似，因此其下半年销量将随行业一起转向同比正增长。同时，小金龙成为第一批正式公布的“汽车下乡”生产企业，其旗下的 13 款轻型载货客车车型更可享受财政补贴，从农民购车补贴中受益。

图表 8：历年来大中客车销量的分季度构成

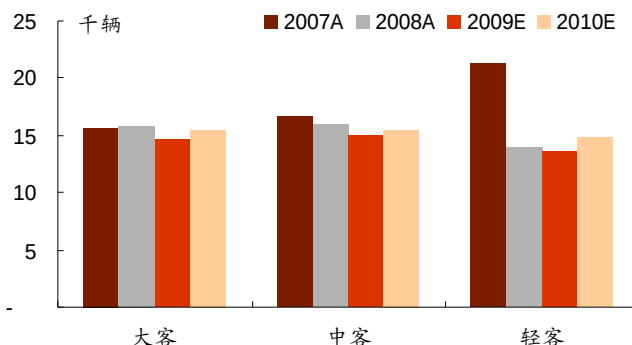


资料来源：中通客

前期盈利包袱基本释放完毕

公司 08 年 4 季度至 09 年 1 季度的盈利负担主要是出口订单形成的应收账款、高价库存等。经过两个季度的资产减值计提（约 7400 万元），公司盈利包袱基本释放完毕，高价的库存钢材也被全部消耗，后续业绩改善的空间较大。

图表 9：公司大中轻客车销量预测



资料来源：公司数据，中金公司预测

三家金龙在新能源客车市场均有储备车型，未来规模化订单可期

大金龙混合动力城市客车 XMQ6125GH 已经获得业内广泛认可。2001 年，大金龙 XMQ6120G 系列混合动力城市客车就成功研发，并在湖南的实际运营中得到国家相关部门认可。2009 年 1 月 6 日，科技部联合财政部在武汉启动“十城千辆”项目，XMQ6125GH 系列车型成为武汉启动仪式首批投入的示范运营车型。2009 年 2 月

28日，在第七届北京国际客车博览会暨第四届中国国际客车大赛上，大金龙 XMQ6125GH 夺得了“CIBC 新能源绿色客车奖”；4月22日，由交通部主办的2009北京国际道路运输、城市公交车辆及零部件展览会上，大金龙混合动力城市客车 XMQ6125GH 摘得“最佳新能源客车”大奖。

小金龙多路径研发新能源客车产品。配置新一代“金旅混合系统 III (GHS III)”的金旅 XML6125JHEV13C (低入口) 和 XML6125JHEV93C (低地板) 两款油电混合动力客车车型均已上国家公告，并在杭州投入正式运行。该车型配备的动力电池组件由超级电容器及其控制电路构成，超级电容器实际使用寿命可以达到10年，基本与车辆同寿命，避免了车辆运营成本的增加。同时，小金龙还在开展液压混合动力项目，液力缓速节能技术是世界领先的汽车节能减排新技术，具有节能、减排、缓速和降耗四大功能。

苏州金龙新能源汽车主攻氢燃料城市客车。苏州金龙和清华大学联合承担了国家“863计划十五攻关项目：节能与新能源汽车”——氢燃料城市客车研发项目，并已经开发出第二代产品 KLQ6129GQH2，该车型为低地板城市客车，装备功率为80千瓦燃料电池发动机系统，最高车速达到85公里，持续行程400公里以上，尾气排放为零，无污染。

在丰富的车型储备以及成熟的商业化运作经验基础上，公司三家金龙在新能源客车市场上具备较大的发展空间，预计后续接到规模化订单的可能性高。

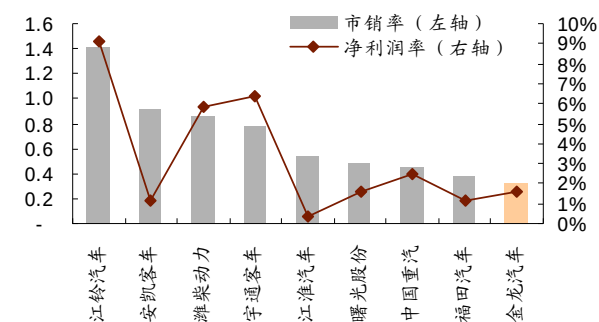
公司市值较低，并购价值凸显

公司并购价值体现在两个方面。一方面，公司绝对市值低，市值与销售收入比值低，且大股东持股比例低，因此并购价值高；另一方面，近期媒体关于公司大股东福建省汽车工业集团（以下简称“福汽集团”）可能被重组的报道很多，金龙汽车的股权价值也因此被市场所重视。

公司市值不足40亿元，直接并购价值凸显

公司08年销售收入达到124亿元，而目前市值不足40亿元，市值与销售收入比值 (P/S) 仅0.32，处于A股可比汽车上市公司的最低端，而其在08年的净利润率水平并非最低，因此与可比公司相比明显低估。

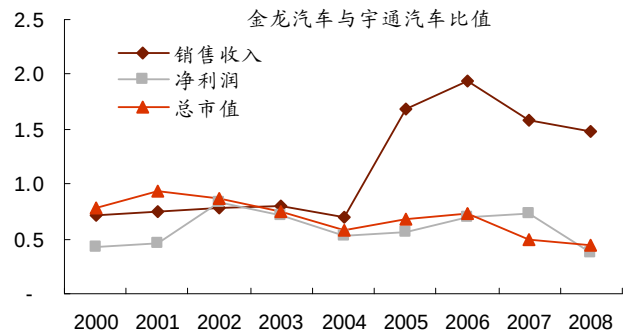
图表10：可比汽车上市公司的P/S与净利润率比较



资料来源：Bloomberg，公司数据

与主要竞争对手宇通客车相比，公司市值一直处于落后水平，基本反映了公司与宇通客车之间的盈利差距，目前只有宇通客车市值的61.5%。但是，公司销量和销售收入则远远领先于宇通客车，其规模优势并未在市值中得以体现。

图表11：金龙汽车与宇通客车的市值比较

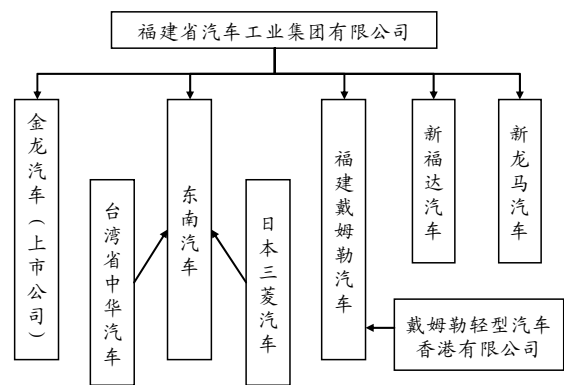


资料来源：公司数据，Bloomberg

福建省汽车集团若被分拆，公司价值可能成为各方争抢的优质资产

据凤凰网 (www.ifeng.com) 报道，广汽北汽上演“福汽争夺战”，福汽集团可能被分拆。按照《汽车产业调整和振兴规划》的思路，福汽集团被重组的可能性较高。若福建省汽车工业集团被重组，围绕金龙汽车的股权争夺战将可能再次打响，潜在的重组方、厦门市无疑都希望控制金龙汽车。福汽集团虽然是金龙汽车的第一大股东，但是其持股比例仅13.52%，对于公司的控制力非常有限。而厦门市则非常希望藉此机会重新夺回对于金龙汽车的控制权，以打造其“海西经济区”规划中的百亿汽车产业链。

图表12：福建省汽车工业集团有限公司的组织架构图



资料来源：中国汽车工业年鉴2008

上调盈利预测，上调投资评级至“审慎推荐”

我们分别上调公司09、10年EPS至0.37元和0.49元，上调幅度分别为32.6%和63.2%。目前，公司股价对应09、10年的动态市盈率分别为24倍和18倍，10年估值相对于行业整体水平偏低。我们认为，公司作为中国大中客车行业的绝对龙头，并位居全球大中客车行业前列，

09 年下半年基本面将逐步转好，而市值不足 40 亿元，明显低估，我们上调其投资评级至“审慎推荐”，公司 2 季度业绩好转以及福汽集团重组进展将是公司股价表现的催化剂。

图表 13: 盈利预测调整表

(万元)	2008A	2009E			2010E		
	实际值	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
主营业务收入	12,390	10,963	11,372	3.7%	11,210	12,060	7.6%
主营业务成本	11,051	9,743	10,051	3.2%	9,961	10,611	6.5%
主营业务利润	1,287	1,158	1,256	8.4%	1,189	1,381	16.1%
营业费用	555	493	509	3.2%	507	538	6.1%
管理费用	389	398	410	3.1%	389	414	6.5%
财务费用	10	1	1	-60.7%	-3	-6	101.3%
资产减值损失	83	40	40	0.0%	40	40	0.0%
营业利润	250	226	296	31.3%	256	395	54.2%
投资收益	20	9	9	0.0%	10	10	0.0%
营业外收入	98	40	40	0.0%	40	40	0.0%
营业外支出	7	7	7	0.0%	7	7	0.0%
税前利润	362	268	339	26.4%	299	438	46.4%
所得税	23	39	50	27.8%	43	66	52.1%
少数股东收益	142	106	126	18.6%	123	155	26.2%
净利润	197	123	163	32.6%	133	216	63.2%
每股盈利(元)	0.44	0.28	0.37	32.6%	0.30	0.49	63.2%

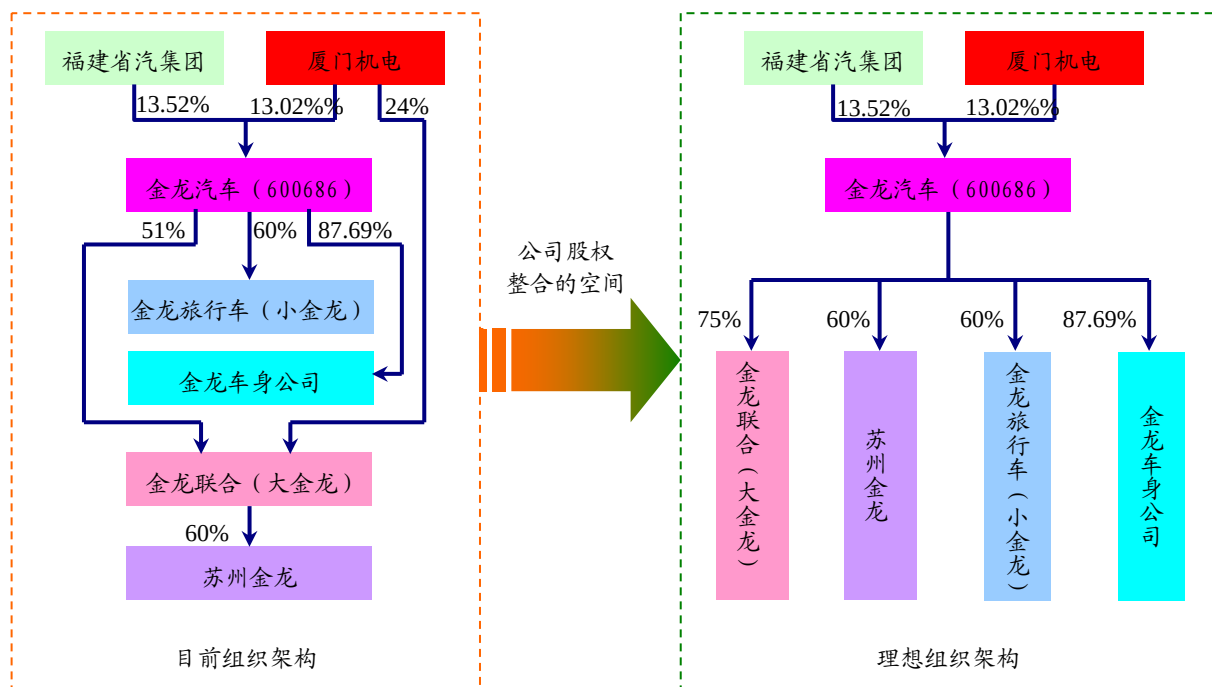
资料来源：公司数据，中金公司研究部

内部组织架构存在整合空间，公司盈利能力可因此增厚约 20%。如图表 14 所示，公司目前的组织架构依然存在整合空间，若实现整合则公司净利润将被增厚约 20%。

主要投资风险

(1) 09 年下半年客车行业依然低迷，导致公司基本面复苏力度低于预期；(2) 钢材价格快速上涨导致公司产品毛利率下滑。

图表 14: 公司组织架构的整合空间



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 15：历史和预测的财务指标

损益表 (百万元)	2007A	2008A	1Q09A	2009E	2010E
主营业务收入净额	12,442	12,390	1,831	11,372	12,060
主营业务利润	1,548	1,287	175	1,256	1,381
营业费用	-621	-555	-101	-509	-538
管理费用	-361	-389	-77	-410	-414
资产减值损失	-42	-83	-	-40	-40
财务费用	4	-10	-9	-1	6
营业利润	528	250	-12	296	395
投资收益	12	20	-0	9	10
营业外收支净额	34	92	1	33	33
税前利润	574	362	-11	339	438
所得税	-61	-23	3	-50	-66
少数股东权益	-240	-142	-6	-126	-155
净利润	273	197	-7	163	216
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	482	-15	-263	764	820
投资活动现金流净额	-384	-204	-67	-188	-188
融资活动现金流净额	30	153	-66	-3	-21
货币资金增加额	120	-78	-402	574	611
资产负债表 (百万元)					
流动资产	5,326	6,206	5,425	6,890	7,741
固定资产	1,261	1,397	1,423	1,490	1,582
流动负债	4,754	5,391	4,674	5,909	6,507
长期负债	195	368	388	368	368
股东权益	1,235	1,378	1,370	1,519	1,713
总资产	7,045	8,076	7,340	8,861	9,808
财务指标					
毛利率	13.1%	10.8%	10.3%	11.6%	12.0%
息税前利润率	4.2%	2.1%	-0.1%	2.6%	3.2%
净利润率	2.2%	1.6%	-0.4%	1.4%	1.8%
净资产收益率	22.1%	14.3%	-0.5%	10.8%	12.6%
总资产负债率	70.3%	71.3%	69.0%	70.8%	70.1%
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转期	48.0	59.0	84.7	70.0	70.0
存货周转期	44.7	57.5	79.9	60.0	60.0
分红比例	16.2%	11.3%	n.a.	13.6%	10.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 16：盈利预测及其主要假设

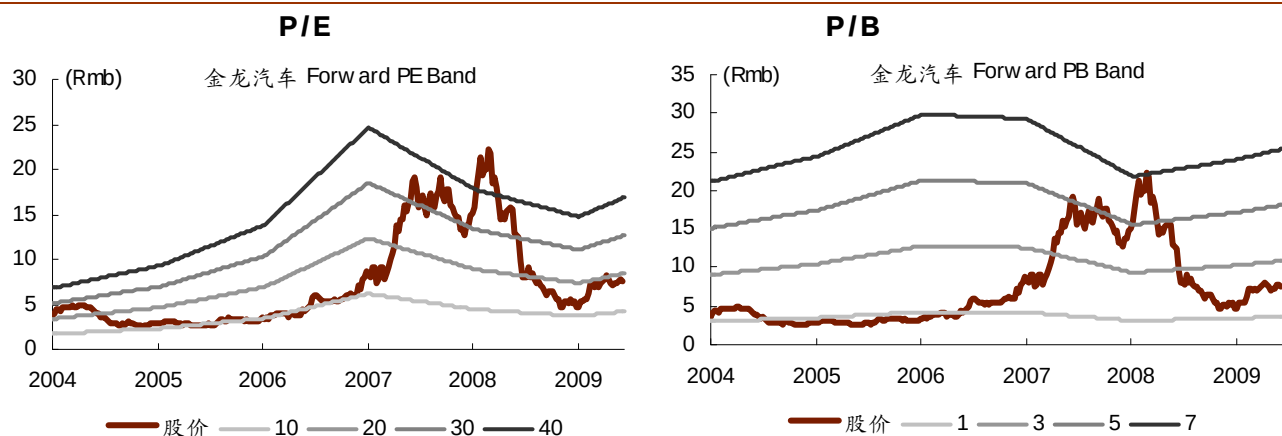
(万元)	2008A	2009E	2010E
大金龙	7,409	6,305	8,922
小金龙	2,990	7,217	8,387
苏州金龙	10,598	8,522	9,816
金龙车身	7,682	5,471	8,112
合并利润表	19,653	16,326	21,647

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 17: 可比公司估值

公司名称	类别	股价	市值	市盈率					市净率					EV/EBITDA					EPS 增长率 %				CAGR
		2009-6-10	百万美元	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	34.13	3,880	42.9	14.1	14.7	16.3	14.3	9.5	4.5	3.6	2.9	2.4	26.7	7.6	7.9	8.3	7.5	205%	-4%	-10%	14%	-1%
中国重汽	CV	20.66	1,268	38.6	11.3	16.8	21.6	19.1	6.6	4.3	3.5	3.0	2.7	11.9	5.9	9.6	10.1	9.1	242%	-33%	-22%	13%	-16%
宇通客车	CV	12.50	951	29.4	17.2	12.2	16.1	15.6	5.2	2.4	3.9	3.5	3.0	16.2	9.1	10.7	10.2	9.6	71%	41%	-24%	3%	3%
福田汽车	CV	12.52	1,679	n.a.	29.7	33.2	22.5	22.8	7.7	6.0	3.8	3.3	2.9	51.3	16.0	21.1	11.3	10.5	n.m.	-11%	48%	-1%	9%
金龙汽车	CV	8.93	578	25.8	14.5	20.1	24.2	18.3	4.1	3.2	2.9	2.6	2.3	8.2	6.6	9.3	8.7	7.0	78%	-28%	-17%	33%	-7%
江铃汽车	CV	14.15	1,788	20.2	16.1	15.6	17.9	16.3	4.0	3.5	3.0	2.7	2.5	12.8	12.0	13.3	12.3	11.3	26%	3%	-13%	9%	-1%
江淮汽车	CV/IPV	6.14	1,158	19.2	24.1	138.6	30.9	15.1	2.6	2.0	2.0	1.9	1.7	11.0	10.6	14.5	9.1	6.3	-20%	-83%	348%	105%	17%
长安汽车	PV	8.80	3,006	39.5	30.8	846.2	41.7	34.5	2.9	2.7	2.7	2.6	2.4	18.5	n.a.	n.a.	n.a.	42.1	28%	-96%	1930%	21%	-4%
一汽轿车	PV	14.70	3,502	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	7.12	1,662	34.5	66.2	113.6	57.3	42.1	3.5	3.5	3.4	3.3	3.1	70.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-48%	-42%	98%	36%	16%
上海汽车	PV	14.14	13,557	65.0	20.0	260.4	24.4	22.1	2.9	2.5	2.7	2.5	2.3	37.6	23.9	71.3	31.6	26.4	71%	-92%	969%	10%	-3%
东安动力	Parts	11.57	782	149.3	35.5	33.4	19.4	17.5	3.3	3.0	2.8	2.4	2.1	55.4	48.4	448.1	42.9	52.0	321%	6%	72%	11%	26%
中鼎股份	Parts	12.90	670	n.a.	45.6	41.1	25.1	22.0	n.a.	10.8	11.4	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	8.29	3,134	36.6	18.6	20.1	16.7	15.2	3.9	1.9	2.8	1.9	1.7	193.6	115.5	45.1	37.6	33.5	97%	-8%	20%	10%	7%
威孚高科	Parts	11.67	969	75.0	28.7	34.2	44.2	41.8	3.0	2.8	2.6	2.5	2.5	20.3	19.0	50.2	47.6	51.6	161%	-16%	-23%	6%	-12%
风神股份	Parts	10.23	561	150.0	24.6	n.a.	26.5	22.3	3.2	2.8	2.7	2.5	2.2	36.7	11.9	13.6	10.3	9.1	511%	n.m.	n.m.	19%	3%
玲珑轮胎	Parts	8.79	327	39.0	25.6	43.7	25.0	21.7	2.0	1.9	1.9	1.7	1.6	9.1	8.3	9.2	8.0	7.5	53%	-41%	74%	15%	6%
青岛双星	Parts	6.27	482	85.5	32.1	n.a.	15.7	18.2	2.8	2.6	2.8	2.4	2.1	22.4	14.1	78.0	8.6	9.3	166%	n.m.	n.m.	-14%	21%
平均				39.5	25.6	33.4	24.2	19.1	3.7	3.0	2.9	2.6	2.4	24.6	14.1	15.8	11.3	10.9	71%	-16%	44%	13%	3%
平均-商用车				25.8	16.1	16.2	19.7	16.3	4.6	3.5	3.2	2.8	2.5	12.8	9.9	12.0	10.2	9.3	71%	-7%	-13%	11%	-1%
平均-乘用车				52.3	37.0	187.0	33.0	28.3	3.2	3.1	3.1	2.9	2.6	35.1	20.4	43.5	22.8	26.4	44%	-67%	534%	15%	6%
平均-零部件				60.4	28.7	41.1	25.1	22.0	3.1	2.8	2.8	2.5	2.2	29.5	14.8	45.1	13.2	12.2	129%	-16%	44%	14%	6%
香港上市公司																							
潍柴动力	CV	27.95	3,880	31.0	10.2	10.6	11.8	10.3	6.9	3.2	2.6	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	0.78	501	n.m.	29.4	35.3	45.9	37.1	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	3.61	3,501	10.5	11.0	11.4	10.5	11.1	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-5%	-4%	9%	-5%	0%
长城汽车	PV	6.04	853	8.2	6.6	12.9	12.6	10.9	1.4	1.0	1.0	0.9	0.9	6.9	4.9	8.0	1.6	1.4	23%	-48%	2%	16%	-15%
东风汽车	PV	7.00	7,780	25.5	14.1	13.2	12.5	12.2	3.7	3.0	2.5	2.1	1.9	8.4	6.9	5.6	5.4	5.4	81%	7%	6%	2%	5%
中国重汽	CV	8.59	2,521	25.6	14.8	18.6	15.6	15.2	17.4	1.5	1.4	1.4	1.3	9.1	6.5	8.7	5.9	6.1	74%	-21%	19%	3%	-1%
信义玻璃	Parts	5.70	1,304	25.3	14.6	13.9	10.7	9.2	4.4	2.4	2.2	2.0	1.8	23.1	13.5	11.8	8.1	6.9	73%	6%	29%	17%	17%
敏实集团	Parts	5.83	718	18.0	14.4	13.1	11.3	9.9	4.1	1.9	1.7	1.5	1.3	11.5	7.7	6.4	6.0	5.1	25%	10%	16%	13%	13%
平均				25.5	14.5	13.1	12.1	11.0	3.9	2.0	1.8	1.6	1.4	10.3	6.7	8.0	5.9	5.4	73%	1%	4%	13%	2%
平均-商用车				31.0	14.8	18.6	15.6	15.2	6.9	1.5	1.4	1.4	1.3	10.6	5.0	6.1	4.9	4.9	92%	-4%	-10%	13%	-1%
平均-乘用车				18.0	14.1	12.9	12.5	11.1	2.3	2.1	1.9	1.7	1.5	7.7	5.9	8.0	5.4	5.4	21%	-4%	2%	12%	0%
平均-零部件				21.6	14.5	13.5	11.0	9.6	4.2	2.2	2.0	1.8	1.6	17.3	10.6	9.1	7.0	6.0	49%	8%	23%	15%	15%
欧洲及美国上市公司																							
曼	CV	44.21	9,027	7.1	5.3	5.3	15.8	14.2	1.7	1.3	1.2	1.2	1.1	6.8	4.7	5.2	9.4	8.7	33%	1%	-67%	11%	-28%
斯堪尼亚	CV	79.75	8,315	10.7	7.5	7.2	34.5	19.5	2.4	2.6	2.9	2.9	2.8	10.2	6.9	6.8	17.7	13.7	44%	4%	-79%	77%	-27%
沃尔沃	CV	49.40	13,586	6.1	6.7	10.1	n.m.	38.4	1.2	1.2	1.2	1.4	1.4	6.8	7.1	8.0	41.7	12.6	-8%	-34%	n.m.	n.m.	-44%
帕卡	CV	33.38	12,123	8.4	10.1	12.0	52.5	25.0	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5	6.7	7.8	8.4	24.8	17.1	-17%	-16%	-77%	110%	-26%
戴姆勒	CV/IPV	27.14	40,216	7.4	7.1	19.2	n.m.	21.1	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9	4.8	5.4	7.6	23.1	12.3	5%	-63%	n.m.	n.m.	-30%
菲亚特	CV/IPV	7.79	13,113	9.3	5.0	6.0	n.m.	23.0	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9	6.0	5.0	4.7	7.8	6.6	85%	-16%	n.m.	n.m.	-40%
雷诺	PV	29.62	11,785	2.6	2.9	13.3	n.m.	n.m.	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	9.6	8.7	12.6	21.6	13.3	-8%	-78%	n.m.	n.m.	n.m.
标志	PV	22.44	7,334	29.1	5.8	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	29.03	25,705	6.6	6.1	59.2	n.m.	20.6	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9	6.2	5.5	6.1	13.0	10.0	9%	-90%	n.m.	n.m.	-33%
大众	PV	252.75	111,876	35.6	24.2	21.2	70.0	49.8	3.7	3.1	2.9	2.9	2.7	11.5	9.0	9.1	13.9	12.8	47%	14%	-70%	41%	-21%
福特汽车	CV/IPV	6.16	19,824	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	3.8	n.m.	n.m.	n.m.	231.2	9.6	272.4	781.6	20.4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
通用汽车	CV/IPV	1.56	952	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	8.8	8.7	n.m.	n.m.	8.7	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
玛格纳	Parts	39.04	4,392	8.0	6.6	62.0	n.m.	22.5	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6	1.9	1.5	2.2	13.0	3.2	22%	-89%	n.m.	n.m.	-34%
博格华纳	Parts	35.11	4,091	19.0	14.1	n.m.	95.7	21.5	2.2	1.8	2.0	2.0	1.8	7.7	6.9	8.1	13.4	8.5	35%	n.m.	n.m.	345%	-13%
奥托立夫	Parts	31.34	2,666	6.4	8.5	13.7	n.m.	31.4	1.0	1.0	1.0	1.2	1.2	4.5	4.5	5.7	13.4	7.4	-24%	-38%	n.m.	n.m.	-35%
GKN PLC	Parts	133.50	1,533	534.0	478.5	n.m.	n.m.	n.m.	111.0	84.4	109.7	93.3	87.6	4.0	3.8	6.1	4.8		12%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
爱尔哈特	Parts	12.72	1,023	12.7	9.7	18.4	31.0	18.3	3.4	2.8	2.7	2.6	2.3	6.9	5.7	7.1	8.5	7.2	31%	-48%	-41%	70%	-19%
法雷奥	Parts	14.05	1,535	6.7	13.3	n.m.	n.m.	143.4	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9	2.3	2.2	3.9	3.8	2.8	-50%	n.m.	n.m.	n.m.	-55%
平均				8.2	7.3	13.5	43.5	22.5	1.1	1.2	1.1	1.2	1.1	6.8	5.7	7.1	13.4	8.9	17%	-36%	-70%	73%	-30%
平均-商用车				7.7	7.1	8.6	34.5	22.3	2.1	1.9	1.9	2.0	2.0	6.8	7.0	7.4	21.3	13.1					

图表 18: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

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。