



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

首次关注

2009 年 6 月 24 日

汽车及零部件

研究部

王智慧

分析员

wangzh@cicc.com.cn

陈鹏扬

联系人

chenpy@cicc.com.cn

审慎推荐

一汽富维(600742.CH)

下半年盈利反转趋势明朗，估值优势显现

主要财务信息

(百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	2,488	3,324	3,476	2,659	3,041
(+/-)	14%	34%	5%	-24%	14%
主营业务利润	54	18	52	53	42
(+/-)	22%	-67%	191%	2%	-22%
净利润	2	48	190	178	217
(+/-)	-102%	2505%	295%	-6%	22%
每股盈利(元)	0.01	0.23	0.90	0.84	1.03
(+/-)	-102%	2505%	295%	-6%	22%
市盈率	1562.2	60.0	15.2	16.2	13.3
市净率	2.64	2.53	2.17	1.91	1.67
EV/EBITDA	(49.87)	(36.60)	(38.59)	(52.56)	(41.70)
净资产收益率	0.2%	4.3%	15.4%	12.5%	13.4%
ROCE	0.2%	4.3%	15.4%	12.5%	13.4%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	(0.0)	(0.3)	(0.5)	(0.3)	(0.4)
股价/经营现金	(623.6)	(40.2)	(24.8)	(50.0)	(34.6)

股票信息

A股	
当前股价	人民币13.6
股票代码	600742 CH Equity
日成交量(百万股)	4.6
52周最高价/最低价	人民币16.79/4.8
发行股数(百万股)	212
其中:流通股(百万股)	212
总市值(百万元)	2877
主要股东(持股比例)	中国第一汽车集团公司(20.14%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
[600742.CH]	+0.15	-9.93	+3.34	+134.08
[A股指数]	+5.18	+9.84	+27.44	+71.05
[中金汽车及零部件指数]	+3.12	-0.26	+31.40	+120.32

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

投资亮点:

受益钢价下跌和专用车业务剥离，本部 09 年将实现减亏。原材料占公司总成本约 70%，09 年钢价大幅下跌带来公司毛利率小幅提升，加之专用车业务剥离和租赁费用减少，我们预计 09 年本部将减亏 4000 万元左右。

富奥江森 10 年盈利将平稳增长。我们预计配套车型奔腾和夏利价格下降将导致公司上半年盈利出现下滑，但全年来看公司主要客户一汽大众和一汽轿车销量将分别维持 10%和 25%的增长。公司及其参股的旭阳富奥和德尔塔富奥均为一汽大众和一汽轿车的内饰件供应商，将充分受益于其销量增长。下半年新马 6 和奔腾 B50 的投产将推动其盈利步入上升通道。

下半年天津丰田新车投放带来天津英泰盈利提升。1~3 月份由于排产较为谨慎和生产调试，一汽丰田汽车销量同比下滑 47%。4 月份起 RAV4 上市，月销量维持 5000 辆以上，推动一汽丰田销量环比回升，11 月份，高档车皇冠也将上市。我们认为随着丰田加大在中国市场的投入，一汽丰田有望在下半年走出销售低谷，天津英泰作为一汽丰田的内饰件供应商，盈利也将相应触底反弹。

财务预测:

我们预计 09 年和 10 年公司将实现盈利 1.8 亿元和 2.2 亿元，其中预计 09 年上半年将实现净利润 0.7 亿元，下半年实现净利润 1.1 亿元，盈利反转趋势明朗。

估值与建议:

预计公司 09 和 10 年每股盈利分别为 0.8 元和 1.0 元，目前股价对应 09 年 PE 和 PB 分别为 16 倍和 1.9 倍，估值处于汽车及零部件行业低端。考虑到公司内饰件业务具备较高的成长性，并可能受益于一汽集团对汽车零部件业务的整合，我们认为目前股价被相对低估，首次关注给予公司“审慎推荐”投资评级。

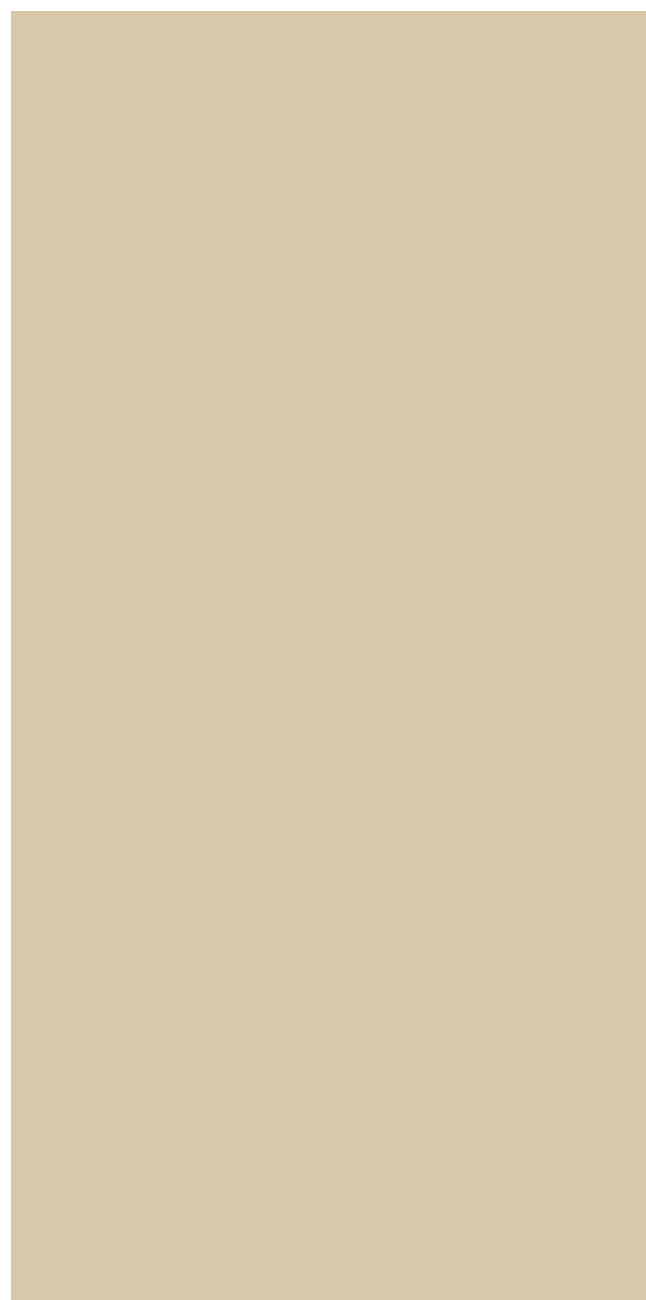
风险:

一汽丰田复苏力度低于预期；钢材、塑料等原材料价格上涨幅度超出预期。



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

首次关注



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。

目录

投资亮点	4
钢价下跌和专用车业务剥离带来本部减亏.....	4
旗下合资企业主要生产内饰件，下半年盈利趋于好转.....	6
背靠一汽集团，战略价值显现.....	9
财务预测	10
本部和合资企业成本均大幅下滑.....	10
09 年本部实现减亏，合资企业盈利稳定增长.....	10
估值与建议	11
估值处于行业低端.....	11
风险	12

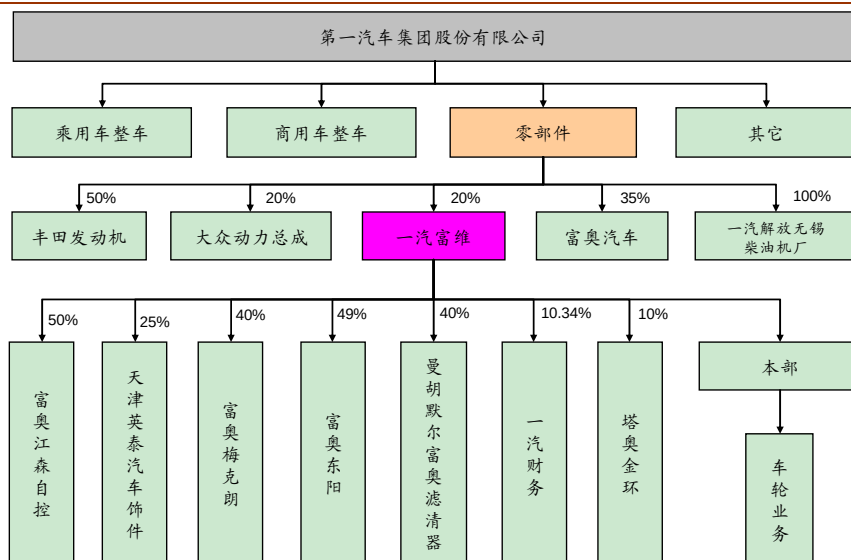
图表目录

图表 1: 公司组织结构图	4
图表 2: 一般钢车轮成本构成	4
图表 3: 公司本部主要配套客户的配套金额	4
图表 4: 本部盈利状况走势	5
图表 5: 公司主要客户近年销量增速	5
图表 6: 近年国内汽车车轮产量构成	5
图表 7: 钢车轮企业产量排名	5
图表 8: 主要合资公司的业绩贡献	6
图表 9: 富奥江森组织架构图	6
图表 10: 一汽大众和一汽轿车销量及预测	7
图表 11: 一汽大众和一汽轿车加权平均排量走势	7
图表 12: 一汽丰田二工厂分车型销量及预测	7
图表 13: 一汽丰田加权平均排量走势	7
图表 14: 一汽丰田月度销量走势	8
图表 15: 丰田汽车在各主要地区市场占有率比较	8
图表 16: 曼.胡默尔富奥销售收入和利润	8
图表 17: 富奥梅克朗销售收入和利润	8
图表 18: 08 年一汽集团和上汽集团整车和零部件比较	9
图表 19: 富奥汽车公司股东结构图	9
图表 20: 一汽集团非核心零部件业务组织结构	9
图表 21: 钢材价格走势	10
图表 22: 塑料价格走势	10
图表 23: 主要配套客户销量预测	10
图表 24: 合资公司投资收益预测	10
图表 25: 可比公司估值	11
图表 26: 历史 P/E 和 P/B	11
图表 27: 历史财务数据及预测	13

投资亮点

公司为一汽集团旗下唯一的零部件上市公司，旗下有车轮分公司、冲压件分公司等全资子公司和富奥江森、天津英泰、曼·胡默尔和富奥东阳等多家控股或参股合资企业。公司本部主要为一汽集团及其他汽车厂配套生产车轮总成、汽车内饰及电器、汽车冲压件、塑料件、滤清器、后视镜等产品，是一汽集团公司零部件产业平台上的支柱型企业。

图表 1：公司组织结构图

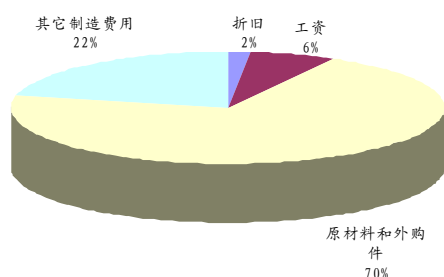


资料来源：公司数据，中金公司研究部

钢价下跌和专用车业务剥离带来本部减亏

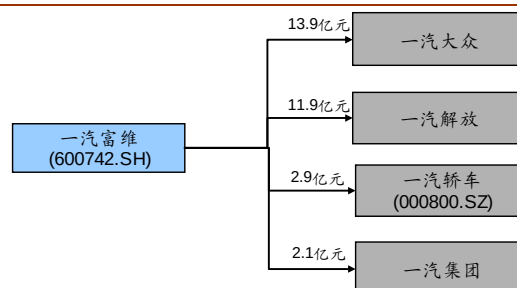
车轮业务主要配套集团客户，受益于钢价下滑。车轮业务主要配套集团旗下一汽大众、一汽解放和一汽轿车，外销占比不到 10%，其中，乘用车车轮和商用车车轮比例约为 55%和 45%。下半年，公司主要配套客户中一汽大众销量将维持稳定，一汽轿车受益于新车推出、一汽解放受益于需求回暖均将维持稳定增长，公司产能利用率仍将维持高位。同时，车轮为原材料密集型产品，钢材等原材料成本占总成本比重 70%以上，09 年以来钢价大幅下跌，预计全年钢价将下滑 28%。在产能利用率维持高位、原材料价格下跌和产品价格小幅下跌背景下，公司本部车轮业务 09 年毛利率有望提升约 0.5 个百分点。

图表 2：一般钢车轮成本构成



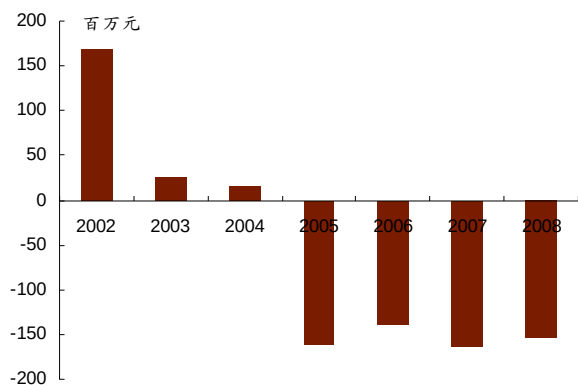
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：公司本部主要配套客户的配套金额（2008 年）



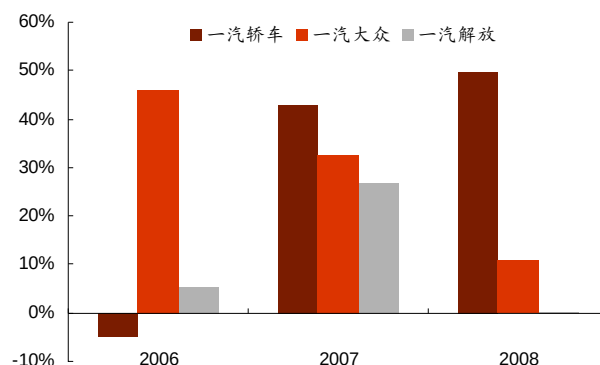
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：本部盈利状况走势



资料来源：公司数据，中金公司研究部

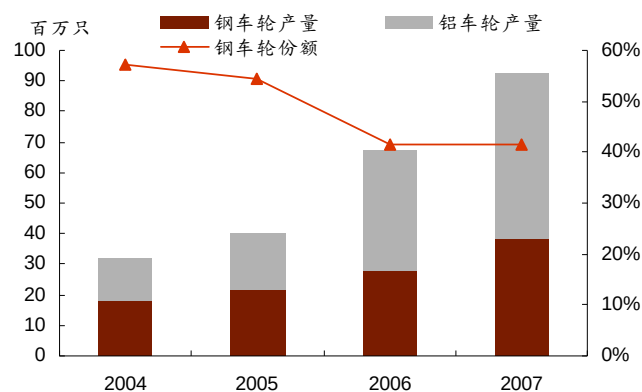
图表 5：公司主要客户近年销量增速



资料来源：CAAM，中金公司研究部

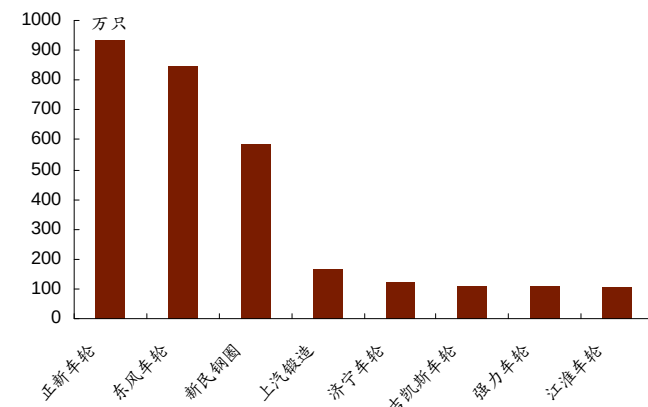
钢车轮业务在运输半径受限和受铝车轮产品挤压背景下，发展空间有限。目前，乘用车轮领域铝轮处于主导地位，市场上已经出现万丰奥威这样的铝车轮龙头企业，而商用车车轮则主要以钢轮为主，目前主要为各汽车集团内部企业配套，集团外部市场较难进入。同时，由于钢车轮产品重量较大，并不具备运输经济性，外部配套空间有限。我们预计由于产品毛利率较低，未来两年车轮业务仍将呈亏损状态。

图表 6：近年国内汽车车轮产量构成



资料来源：CAAM，中金公司研究部

图表 7：钢车轮企业产量排名



资料来源：CAAM，中金公司研究部

剥离专用车业务，亏损负担减轻。公司与一汽集团经过多次积极商谈，通过了将专用车分公司固定资产等与集团持有的土地使用权和厂房进行置换的意向。专用车业务近年来亏损较大，07 年公司专用车分公司亏损 8,100 万元，08 年上半年专用车业务亏损 3,794 万元，下半年至 09 年 4 月份一直处于托管状态。09 年 4 月 24 日，公司股东大会通过了专用车公司固定资产与集团持有的土地使用权和厂房进行置换的决定，通过此次置换，公司不仅减少亏损，每年还将减少相应的厂房和土地等租赁费用约 1,000 万元。

旗下合资企业主要生产内饰件，下半年盈利趋于好转

公司旗下主要有富奥江森、天津英泰、富奥梅克朗、富奥东阳、曼.胡默尔富奥、塔奥金环和一汽财务等几个控股或参股公司，其中，富奥江森和天津英泰是公司投资受益的主要来源。

图表 8：主要合资公司的业绩贡献

单位:百万	持股比例	2008年收入	2008年净利润	贡献权益收益	
				金额(百万)	占公司净利润比重
合资公司					
天津英泰	25%	3569	648	162	85%
富奥江森	50%	2234	264	132	70%
富奥东阳	49%	251	3	1	1%
富奥梅克朗	40%	147	30	12	6%
曼.胡默尔富奥	40%	209	14	5	3%
合计				313	165%

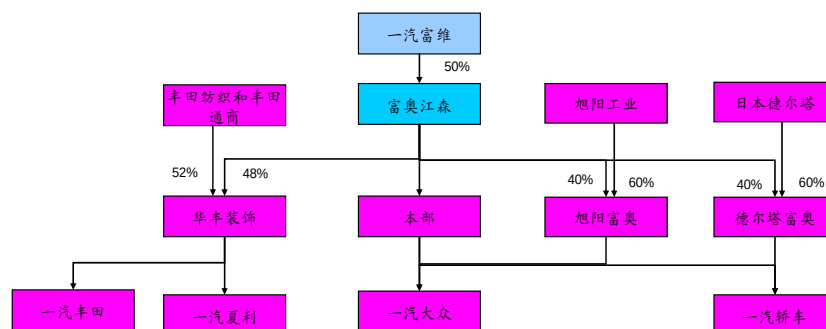
资料来源：公司数据，中金公司研究部

富奥江森配套一汽大众，盈利稳定增长

富奥江森为公司与江森自控成立的合资企业，公司持股 50%，主要生产座椅、仪表板、副仪表板、门板等汽车饰件。。2008 年富奥江森实现销售收入 22.3 亿元，实现净利润 2.6 亿元，是公司投资收益重要来源之一。

富奥江森由本部、华丰装饰（持股 48%）、旭阳富奥（持股 40%）和德尔塔富奥（持股 40%）组成，其中本部主要生产座椅等内饰件，旭阳富奥主要生产座椅骨架，本部和旭阳富奥主要配套一汽大众和一汽轿车；华丰装饰为富奥江森与丰田纺织的合资公司，主要生产座椅等内饰件，配套客户为一汽夏利和一汽丰田；德尔塔富奥的合资外方为日本德尔塔集团，为马自达的供应商。

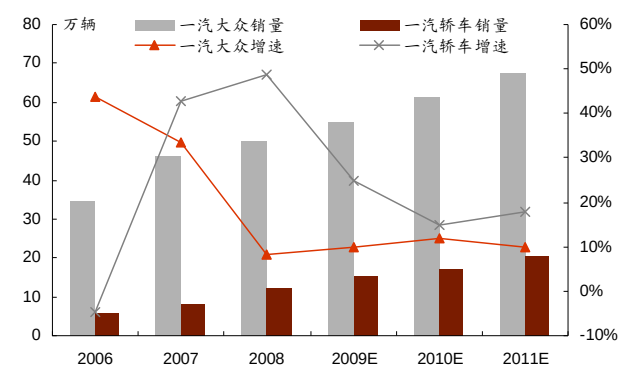
图表 9：富奥江森组织架构图



资料来源：公司数据，中金公司研究部

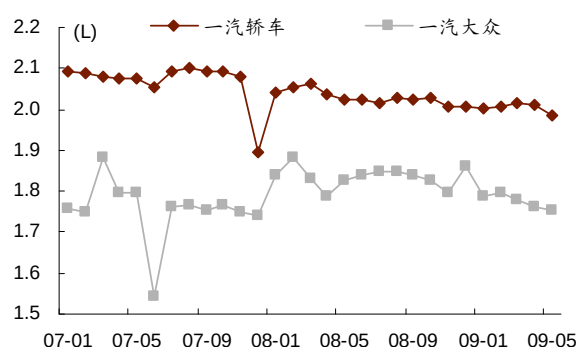
一汽大众和一汽轿车销量稳定增长带来公司盈利能力提升。09 年 1~5 月份，一汽大众和一汽轿车分别实现销量 24.34 万辆和 5.52 万辆，同比分别增长 4.8%和 12.4%，但由于小排量汽车占比加大以及一汽轿车产品降价，预计上半年富奥江森盈利将小幅下滑。往后看，一汽大众产品系列齐全，今明两年各有两款新车上市，其中奥迪 Q5 定位高端 SUV 市场，进一步拓展了一汽大众的业务领域，其销量有望持续增长。一汽轿车今年新马 6 上市，同时自主品牌轿车处于较长的上升通道之中，作为一汽大众和一汽轿车的主要内饰件供应商，富奥江森 10 年盈利有望维持 18%的快速增长水平。

图表 10：一汽大众和一汽轿车销量及预测



资料来源：CAAM，中金公司研究部

图表 11：一汽大众和一汽轿车加权平均排量走势



资料来源：CAAM，中金公司研究部

一汽丰田销量反弹带来天津英泰盈利好转

天津英泰为公司与丰田纺织的合资企业，公司持股 25%，主要生产座椅、门内饰板等汽车内饰件，**主要客户为一汽丰田**。2008 年天津英泰实现销售收入 35.7 亿元，实现净利润 6.5 亿元，为公司投资收益的重要来源之一。

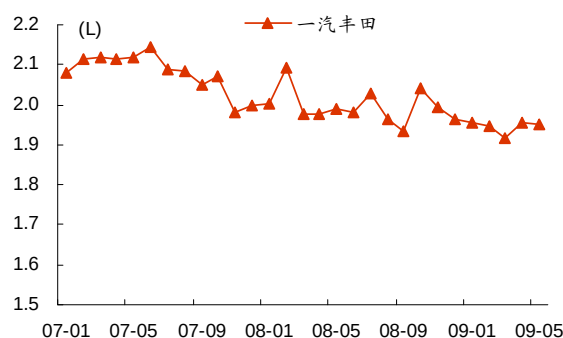
丰田新车推出带来天津英泰盈利持续反弹。1~3 月份由于安排 RAV4 排产，一汽丰田销量同比呈现下滑，但 4 月份开始销售情况出现好转，5 月份一汽丰田实现销量 3.09 万辆，环比增 1%，其中 RAV4 实现销量 6,075 辆，在 SUV 销量中仅次于本田 CRV。今年 11 月份，一汽丰田还将推出新皇冠这款中高级车型，直接与奥迪 A6 竞争，新皇冠加长后的轴距和车身均要长于奥迪 A6L，预计将受到更多国内消费者的青睐。天津英泰主要配套皇冠、锐志、卡罗拉等车型，将直接受益于丰田产量提升和新车推出，其中皇冠新车配套业务将推动 10 年公司盈利稳定增长。

图表 12：一汽丰田二工厂分车型销量及预测

合计销售量	99,403	95,763	105,608	128,409	141,350
		-3.7%	10.3%	21.6%	10.1%
锐志	46,405	47,553	31,861	34,409	37,850
(+/-)%	1033.2%	2.5%	-33.0%	8.0%	10.0%
皇冠	52,998	48,210	33,747	-	-
(+/-)%	1367.7%	-9.0%	-30.0%	-100.0%	0.0%
RAV4	-	-	38,000	55,000	60,500
(+/-)%	-100.0%	#DIV/0!	-30.0%	15.0%	10.0%
新皇冠	-	-	2,000	39,000	43,000

资料来源：CAAM，中金公司研究部

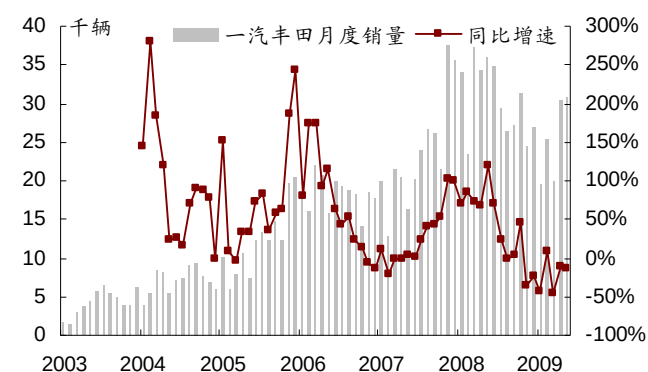
图表 13：一汽丰田加权平均排量走势



资料来源：CAAM，中金公司研究部

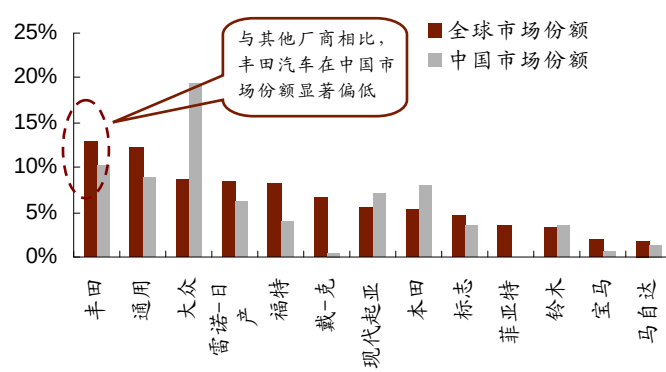
丰田汽车在国内汽车业务仍有发展空间。丰田汽车在国内有一汽丰田和广州丰田两个合作方，08 年其销量分别为 36.65 万辆和 17.58 万辆，合计总销量为 54.23 万辆，在我国汽车市场占有率仅为 5.9%，在狭义乘用车市场占有率也仅为 9.5%，远低于其在全球其他主要国家和地区的市场占有率，我们认为在发达国家销量下滑背景下，中国市场将越来越受到丰田汽车的重视，其在中国的汽车业务仍有较大发展空间。一汽丰田计划在长春建设第四工厂，天津英泰也将相应为其配套，未来销售收入有望持续增长。

图表 14：一汽丰田月度销量走势



资料来源：CAAM，中金公司研究部

图表 15：丰田汽车在各主要地区市场占有率比较

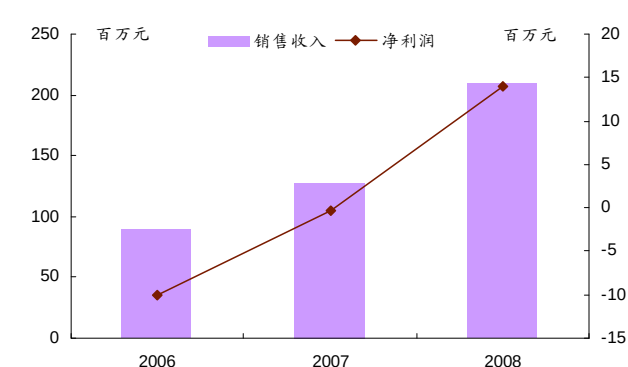


资料来源：公司资料，中金公司研究部

其它合资企业具备较强竞争力

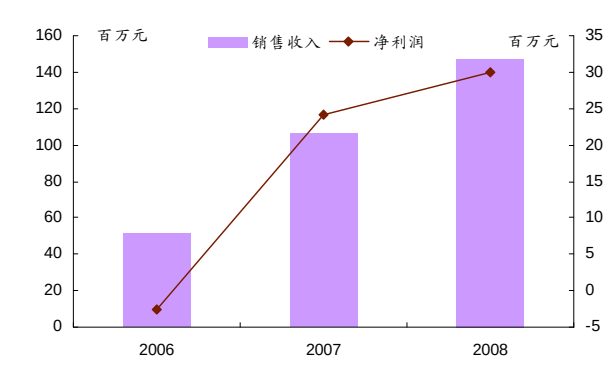
曼.胡默尔富奥公司合资方为全球最大的滤清器生产商，目前曼.胡默尔公司在国内的上海、长春和济南均成立了合资或独资公司，其中曼.胡默尔富奥为公司与其在长春成立的合资公司，公司持股 40%，主要配套客户为一汽大众、一汽轿车和一汽解放等企业。

图表 16：曼.胡默尔富奥销售收入和利润



资料来源：CAAM，中金公司研究部

图表 17：富奥梅克朗销售收入和利润



资料来源：公司资料，中金公司研究部

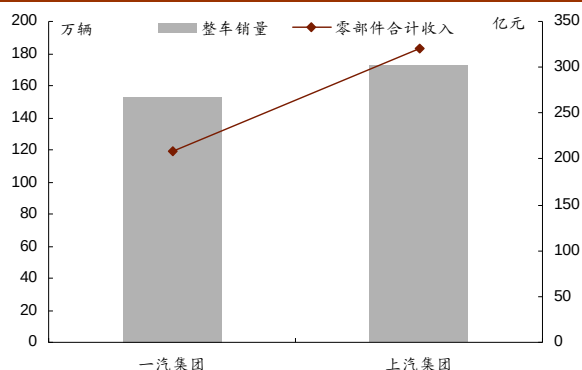
富奥梅克朗合资方梅克朗集团为欧洲最大的商用车后视镜生产商，公司主要配套一汽大众、一汽轿车和一汽解放等企业，公司重点设备和技术源自德国，年生产能力可达 10 万套。

富奥东阳由公司由东阳公司合资成立，公司持股 49%，主要生产保险杠，主要配套客户为一汽大众和一汽轿车。

背靠一汽集团，战略价值显现

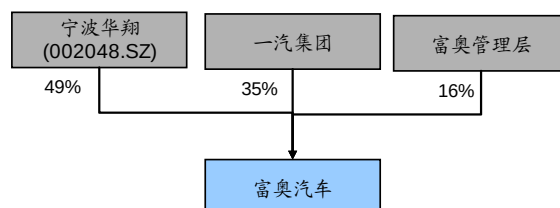
一汽集团汽车零部件业务仍具备较大发展空间。08 年一汽集团合计年销售收入为 2,184 亿元，但其旗下主要零部件公司富奥汽车和一汽富维合计销售收入仅 200 亿左右。上汽集团汽车销量与一汽集团相当，但其非核心零部件业务 07 年销售收入已经达到 300 亿以上，一汽集团零部件业务仍具备较大提升空间。随着零部件业务中性化发展，集团零部件业务凭借其旗下合资公司较强的竞争力有望实现外延扩张。

图表 18: 08 年一汽集团和上汽集团整车和零部件比较



资料来源：公司数据，中金公司研究部

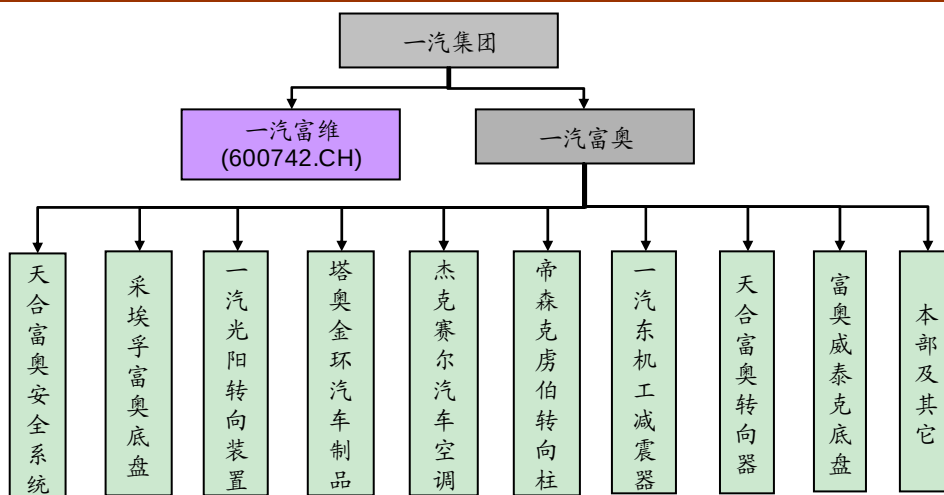
图表 19: 富奥汽车公司股东结构图



资料来源：公司数据，中金公司研究部

上市公司之外集团还有较多汽车零部件资产。除公司外，集团主要零部件资产均在富奥公司中，富奥公司年合计销售收入在 100 亿以上，旗下合资企业具备较强竞争力，天合富奥、富奥电装和塔奥金环均为细分市场龙头企业，且具备较强盈利能力，目前，富奥的零部件产品已经涵盖环境控制、转向及传动、发动机附件、底盘附件和制动系统等各个领域。富奥公司已经引入宁波华翔作为外部股东（持股 49%），实现了股份制改造。

图表 20: 一汽集团非核心零部件业务组织结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

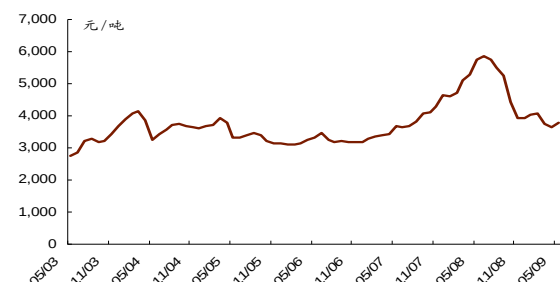
公司作为集团零部件整合平台之一，战略意义显现。一汽集团零部件业务目前处于富维和富奥两个公司之中，其中，富维为上市公司。一汽集团在整合其零部件业务时，公司可以作为其资本市场上的运作平台。如果富奥公司独立上市，为避免同业竞争，两者在业务发展上也存在进行分割重组的可能，公司仍有可能从中受益。

财务预测

本部和合资企业成本均大幅下滑

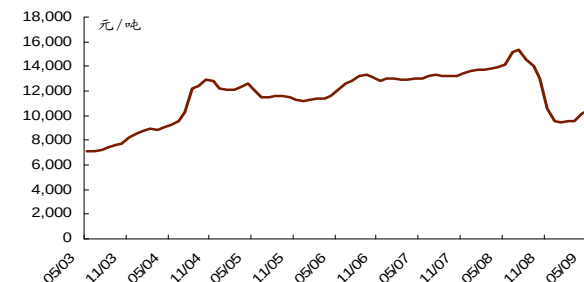
本部主要原材料为钢材，钢价 08 年高点至今下滑 30% 以上，本部产品原材料成本占比在 70% 以上，毛利率对原材料价格波动的弹性较大。公司主要合资企业均为内饰件生产商，主要原材料为塑料，08 年高点至今下滑幅度也在 30% 以上，公司本部及合资企业原材料成本均大幅降低。

图表 21：钢材价格走势



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 22：塑料价格走势



资料来源：CEIC，中金公司研究部

09 年本部实现减亏，10 年合资企业盈利稳定增长

预计本部 09 年仅亏损 1.2 亿元。我们预计本部车轮业务 09 年销量将稳定增长，但产品价格的下降和中重卡车轮销量占比下滑将使得收入呈现 5% 左右下滑。在毛利率上升、亏损业务剥离和租赁费用减少背景下，公司本部将仅亏损 1.2 亿左右，减亏约 4,000 万元。

预计富奥江森 09、10 年盈利分别为 2.4 亿元和 2.9 亿元。预计奔腾及夏利车型降价将对公司参股的德尔塔富奥和华丰装饰盈利产生负面影响，但下半年起新马 6、奔腾 B50 和奥迪 Q5 投产有望推动公司盈利重新回到上升通道，预计 09 和 10 年富奥江森将分别实现盈利 2.4 亿元和 2.9 亿元，分别同比下滑 9% 和上升 18%。

预计天津英泰 09、10 年分别实现盈利 4.9 亿元和 5.7 亿元。1 季度由于排产计划较为保守，一汽丰田销量大幅下滑，预计上半年天津英泰盈利将明显下滑。4 月份起 RAV4 上市推动一汽丰田销量环比回升，11 月份，高档车皇冠也将上市，预计一汽丰田有望在下半年走出销售低谷，天津英泰盈利也将相应触底反弹。预计天津英泰 09、10 年分别实现盈利 4.9 亿元和 5.7 亿元，分别同比下滑 24% 和上升 16%。

预计一汽财务和塔奥金环 09 年分别分红 1,500 万元和 1,000 万元。公司分别持有一汽财务和塔奥金环 10.34% 和 10% 的股权，均以成本法核算，两者盈利较为稳定，我们预计一汽财务和塔奥金环 09 年分别分红 1500 万元和 1000 万元。

预计公司 09 和 10 年分别实现净利润 1.8 和 2.2 亿元。

图表 23：主要配套客户销量预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一汽丰田	271,037	366,512	274,884	343,605	395,146
(+/-)%	315.1%	35.2%	-25.0%	25.0%	15.0%
一汽大众	466,139	484,178	532,596	596,507	656,158
(+/-)%	11283.1%	3.9%	10.0%	12.0%	10.0%
一汽轿车	88,480	113,347	141,684	162,936	192,265
(+/-)%	2350.3%	28.1%	25.0%	15.0%	18.0%
一汽集团中重卡	96,247	107,093	74,965	82,462	90,708
(+/-)%	47.4%	11.3%	-30.0%	10.0%	10.0%
一汽夏利	180,280	176,638	194,302	204,017	214,218
(+/-)%	0.0%	-2.0%	10.0%	5.0%	5.0%
合计销量	1,102,183	1,247,768	1,218,430	1,389,527	1,548,494
(+/-)%		13.2%	-2.4%	14.0%	11.4%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 24：合资公司投资收益预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
天津英泰	126	162	123	142	180
富奥江森	116	132	121	143	165
富奥东阳	1	1	5	4	4
曼胡默尔富奥	-1	5	8	10	11
富奥梅克朗	10	12	13	14	16
一汽财务		40	15	17	18
塔奥金环		9	10	11	12
投资收益合计	252	362	294	341	407

资料来源：公司数据，中金公司研究部

估值与建议

估值处于行业低端

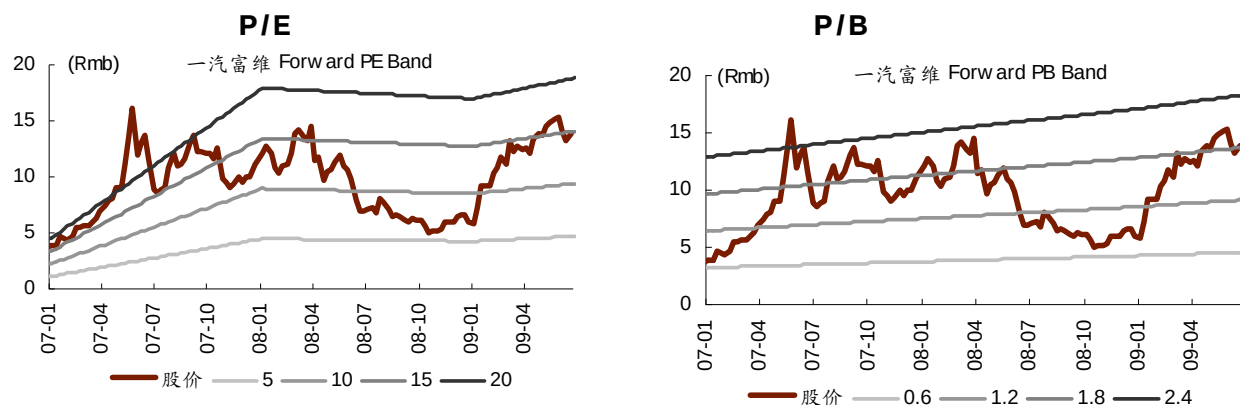
预计公司 09~11 年每股盈利分别为 0.8 元和 1.0 元，对应 09 和 10 年市盈率分别为 16 倍和 13，估值处于汽车及零部件行业最低端，估值优势明显。公司作为一汽集团旗下的主要零部件供应商之一，在内饰件领域具备较强竞争优势，并具备一汽集团对汽车零部件业务整合的预期，我们认为公司目前股价被相对低估，首次关注给予公司审慎推荐投资评级。

图表 25：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
		2009-6-23	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	34.02	3,773	42.8	14.0	14.7	16.2	14.3	9.5	4.4	3.5	2.9	2.4	26.7	7.6	7.9	8.3	7.5	205%	-4%	-10%	14%	-1%
中国重汽	CV	21.55	1,322	40.3	11.8	17.6	22.5	20.0	6.9	4.5	3.6	3.2	2.8	12.4	6.2	10.1	10.5	9.5	242%	-33%	-22%	13%	-16%
宇通客车	CV	12.44	946	29.3	17.2	12.2	16.0	15.6	5.2	2.4	3.9	3.4	3.0	16.2	9.1	10.6	10.2	9.6	71%	41%	-24%	3%	3%
福田汽车	CV	13.89	1,862	n.a.	32.9	36.8	19.3	17.8	8.5	6.6	4.2	3.5	2.9	56.6	17.6	23.3	10.5	9.5	n.m.	-11%	91%	8%	23%
金龙汽车	CV	8.90	576	25.7	14.4	20.0	24.1	18.2	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	14.36	1,813	20.5	16.3	15.8	18.1	16.6	4.1	3.5	3.1	2.8	2.5	13.0	12.2	13.5	12.5	11.5	26%	3%	-13%	9%	-1%
江淮汽车	CV/PV	6.04	1,139	18.9	23.7	136.3	30.4	14.8	2.6	1.9	1.9	1.8	1.7	10.8	10.5	14.3	8.9	6.2	-20%	-83%	348%	105%	17%
长安汽车	PV	8.50	2,902	38.2	29.8	817.3	40.3	33.3	2.8	2.6	2.6	2.5	2.3	17.9	n.a.	n.a.	n.a.	40.6	28%	-96%	1930%	21%	-4%
一汽轿车	PV	15.06	3,585	70.5	44.3	22.5	20.1	18.4	4.6	4.2	3.7	3.3	2.9	33.5	17.2	16.2	14.3	12.9	59%	97%	12%	10%	34%
一汽夏利	PV	7.14	1,666	34.6	66.4	113.9	57.5	42.2	3.5	3.5	3.5	3.3	3.1	70.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	-48%	-42%	98%	36%	16%
上海汽车	PV	14.53	13,924	66.8	20.5	267.6	22.9	18.6	3.0	2.5	2.7	2.5	2.3	38.7	24.6	73.4	27.9	24.0	71%	-92%	1067%	24%	3%
一汽富维	Parts	13.60	421	n.a.	60.0	15.2	16.0	13.1	2.6	2.5	2.2	1.9	1.7	-49.9	-36.6	-38.6	-48.1	-40.0	n.m.	295%	-5%	22%	66%
东安动力	Parts	10.84	733	139.9	33.2	31.2	18.2	16.4	3.1	2.8	2.6	2.3	2.0	52.0	45.4	420.3	40.2	48.8	321%	6%	72%	11%	26%
中鼎股份	Parts	9.98	621	n.a.	35.3	31.8	19.4	17.0	n.a.	8.3	8.8	6.1	4.5	n.a.	25.1	17.6	12.3	11.3	n.m.	11%	64%	14%	28%
华域汽车	Parts	7.97	3,012	35.2	17.8	19.3	16.1	14.6	3.7	1.9	2.7	1.8	1.6	186.1	111.0	43.4	36.1	32.2	97%	-8%	20%	10%	7%
威孚高科	Parts	10.88	903	69.9	26.8	31.9	41.2	39.0	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3	19.1	17.9	47.3	44.8	48.5	161%	-16%	-23%	6%	-12%
风神股份	Parts	9.77	536	143.3	23.4	n.a.	25.3	21.3	3.1	2.7	2.6	2.4	2.1	35.5	11.5	13.2	10.0	8.8	511%	n.m.	n.m.	19%	3%
黔轮胎	Parts	9.04	336	40.2	26.3	44.9	25.7	22.4	2.1	1.9	1.9	1.8	1.6	9.3	8.4	9.3	8.1	7.6	53%	-41%	74%	15%	6%
青岛双星	Parts	6.30	484	85.9	32.3	n.a.	15.8	18.2	2.8	2.6	2.8	2.4	2.1	22.5	14.1	78.2	8.7	9.3	166%	n.m.	n.m.	-14%	21%
平均				40.3	26.6	31.5	21.3	18.2	3.5	2.8	2.8	2.6	2.3	22.5	13.1	15.2	10.5	9.6	71%	-13%	32%	14%	5%
平均-商用车				25.7	16.3	16.7	18.7	16.6	4.6	3.5	3.3	2.8	2.5	13.0	9.8	12.0	10.4	9.5	71%	-7%	-13%	11%	-1%
平均-乘用车				52.5	37.0	190.7	31.6	25.9	3.2	3.0	3.1	2.9	2.6	36.1	20.9	44.8	21.1	24.0	44%	-67%	583%	22%	10%
平均-零部件				57.2	26.8	31.9	25.3	21.3	2.9	2.6	2.7	2.4	2.1	29.0	14.6	43.4	12.3	11.3	129%	-16%	44%	14%	6%

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 26：历史 P/E 和 P/B



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

风险

- 一、一汽丰田复苏力度较弱，导致合资公司盈利低于预期；
- 二、塑料价格大幅上升；下半年钢价上升导致 09 年均价跌幅未到我们预期的 28%；
- 三、一汽集团零部件业务的整合存在一定的不确定性。

图表 27：历史财务数据及预测

损益表（百万元）	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入净额	2,488	3,324	3,476	2,659	3,041
主营业务利润	54	18	52	53	42
其他业务利润	-	-	-	15	17
营业费用	-44	-43	-38	-31	-30
管理费用	-133	-120	-151	-140	-143
财务费用	-17	-19	-18	-9	-8
营业利润	-139	-163	-154	-111	-123
税前利润	2	49	190	178	217
所得税	-1	-1	-0	-	-
少数股东权益	0	-	-	-	-
净利润	2	48	190	178	217
现金流量表（百万元）					
经营活动现金流净额	-5	-71	-116	-58	-83
投资活动现金流净额	16	112	251	90	90
融资活动现金流净额	24	-50	-141	-29	-48
货币资金增加额	35	-10	-7	3	-41
资产负债表（百万元）					
流动资产	640	664	481	388	393
固定资产	540	506	441	425	393
流动负债	826	881	548	454	450
长期负债	-	-	-	-	-
股东权益	1,091	1,139	1,328	1,506	1,723
总资产	1,918	2,020	1,877	1,960	2,173
财务指标	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A
毛利率	2.2%	0.5%	1.5%	2.0%	1.4%
息税前利润率	-4.9%	-4.4%	-3.9%	-3.8%	-3.8%
净利润率	0.1%	1.4%	5.5%	6.7%	7.1%
净资产收益率	0.2%	4.2%	14.3%	11.8%	12.6%
总资产负债率	43.1%	43.6%	29.2%	23.1%	20.7%
流动比率	0.8	0.8	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.3
应收帐款周转期	28.2	18.6	12.9	12.9	12.9
存货周转期	52.1	44.6	29.8	29.8	29.8
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司数据，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。