



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 4 月 12 日

汽车与零部件

研究部

陈鹏扬

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210090002

chenpy@cicc.com.cn

郑栋 CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208030081

zhengd@cicc.com.cn

审慎推荐

中鼎股份 (000887.SZ)

推进多元化发展, 成长加速可期

张涵一

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208120091

zhanghy2@cicc.com.cn

主要财务信息

(百万元)	2008 A	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E
主营业务收入	1,025	1,474	2,522	3,344	4,092
(+/-%)	23.9%	43.8%	71.1%	32.6%	22.4%
主营业务利润	295	494	775	1,028	1,288
(+/-%)	22.5%	67.2%	57.0%	32.6%	25.3%
净利润	133	200	311	448	557
(+/-%)	11.0%	49.9%	55.3%	44.3%	24.2%
每股收益 (元)	0.42	0.47	0.73	1.05	1.31
(+/-%)	11.0%	10.8%	55.3%	44.3%	24.2%
每股经营现金流 (元)	0.04	0.52	0.38	0.52	1.13
市盈率 (倍)	52.5	47.4	30.5	21.1	17.0
市净率 (倍)	14.6	11.3	8.9	6.4	4.7
股价/经营现金流 (倍)	591.0	42.6	59.1	42.9	19.7
EV/EBITDA (倍)	29.9	26.6	19.3	14.0	10.9
净资产收益率 (%)	27.0	30.4	32.7	35.3	32.1
投入资本回报率 (%)	22.1	22.9	24.8	26.3	25.3
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.2	0.3

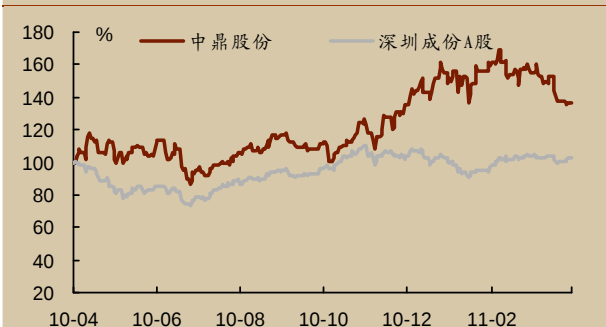
股票信息

股票代码	000887.CH
当前股价	人民币 22.27
日成交量 (百万股)	5.28
52周最高价/最低价	人民币 27.48/13.7
发行股数 (百万股)	426
其中: 流通股 (百万股)	426
总市值 (百万元)	9,477
主要股东 (持股比例)	中鼎集团 (56.87%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
[000887.CH]	-9.21	-10.38	-8.47	-8.73
[A股指数]	+2.87	+0.60	+4.36	+3.74
[中金汽车指数]	+2.37	+1.72	+14.15	+13.24

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:

公司发布 2010 年年报。2010 年, 公司实现销售收入 25.2 亿元, 同比增长 71.1%; 实现净利润 3.11 亿元, 同比增长 55.3%。行业销量增长以及海外并购是收入大幅增长主要原因。

评论:

2010 年业绩基本符合预期。2010 年公司每股盈利 0.73 元, 同比增长 55.3%, 与其业绩预告基本一致。毛利率下降 3.1 个百分点至 31.3%, 主要受到海外收购的毛利率低于国内所致。母公司期间费用率合计下滑 2.4 个百分点至 14%。2010 年收购天津飞龙公司成功进入高铁以及军工等领域, 该公司实现销售收入 0.96 亿元, 实现净利润 44 万元, 后续管理改进后收入及利润增长空间较大。

2011 年国内汽车零部件业务增速将继续超越行业水平。目前汽车业务占公司收入比重约 80%, 尽管行业销量增速放缓, 但公司在国内新匹配客户增加, 其中特别是日系企业配套进展将推动市场占有率较快提升, 2011 年国内业务增速将持续超越行业平均水平。

出口及海外业务增长空间较大。凭借劳动力成本优势, 产业链向中国转移趋势不可避免, 公司作为国内规模最大同时技术最强的企业, 最能够从产业链转移中受益。公司采取的海外收购渠道和品牌的发展模式也能较快带来海外收入增长, 通过生产流程的再分配也有利于公司海外业务较快实现盈利。2010 年与福特、卡特彼勒和日清坊等海外巨头匹配增加将推升未来两年海外业务收入。

多元化发展加速, 成长值得期待。从国外密封件巨头的情况来看, 汽车业务收入贡献大多在 34%~50% 之间, 其余下游主要为工程机械, 航天, 工业等领域。公司 2011 年将加大工程机械, 轨道交通以及胶管等下游的开发力度, 多元化发展将推动公司增长达到 40%, 远超出汽车行业 15% 的销量增长。

估值与建议:

我们上调公司 2011 年、2012 年盈利预测至每股 1.05 元和 1.31 元, 上调幅度分别为 10% 和 21%。目前股价对应 2011 年和 2012 年市盈率分别为 21 倍和 17 倍。估值处于行业中端, 在中小公司中相对较低。考虑到公司下游多元化带来的成长空间, 我们维持对公司审慎推荐评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2010 年业绩符合预期

2010 年业绩符合预期。2010 年公司实现销售收入 25.2 亿元，同比增长 71.1%；实现净利润 3.1 亿元，同比增长 55.3%，对应每股盈利 0.73 元，与其前期预告基本一致。

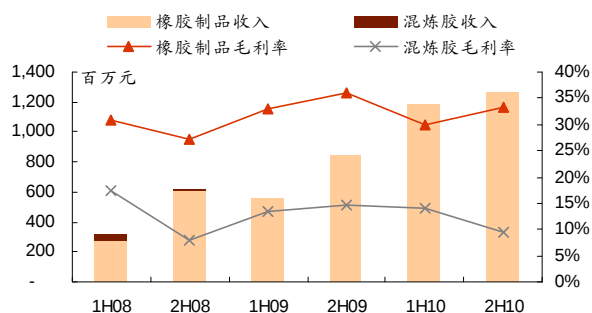
2010 年毛利率下滑 3.1 个百分点，主要由于是海外并购业务利润率较低所致。

母公司期间费用率合计下滑 2.4 个百分点至 14%。

2010 年支付工资 4.34 亿元，同比增长 72%。

公司本部、中鼎减震和中鼎泰克销售收入分别增长 62%、49%和 54%至 13.6 亿元，8.0 亿元和 2.2 亿元。中鼎减震、中鼎泰克、中鼎精工和中鼎模具分别贡献净利润 8,388 万元，2,618 万元，2,027 万元和 3,544 万元，同比分别增长 110%，66%，-33%和 38%，合计占公司总利润比重 53.4%。

图表 1：主要业务销售收入及毛利率走势



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：主要子公司销售收入及利润状况

万元	持股比例	2010 年					
		收入	同比增长	净利润	同比增长	归属于母公司净利润	同比增长
公司本部	100%	135,754	62%	13,461	41%	13,461	41%
中鼎减震	95%	79,892	49%	8,829	110%	8,388	110%
中鼎模具	100%	7,926	50%	3,544	38%	3,544	38%
中鼎泰克	50%	21,908	54%	5,235	66%	2,618	66%
中鼎精工	75%	35,389	51%	2,703	-33%	2,027	-33%
美国中鼎密封件	100%	41,774	310%	759	-186%	759	-186%
中鼎包装	100%	2,426	58%	583	37%	583	37%
天津飞龙	75%	9,603	-	58	-	44	-

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司国内汽车零部件业务竞争优势明显

公司是国内最大的橡胶零部件龙头，竞争优势明显。在橡胶零部件产业中，公司规模优势明显，整体销售收入相对于前 4 名之和。公司具备行业中唯一的国家实验室，研发能力也领先竞争对手。

匹配日系车企取得进展，2011 年增长继续超出行业水平。2010 年，公司国内销售收入增长 75%至 17.8 亿元，剔除天津飞龙等收购企业后增长也远超行业水平。2011 年，公司在日系体系配套上将继续突破，国内汽车相关业务增速预计将超过 30%。

图表 3：国内主要橡胶零部件企业排名

排名	橡胶零部件企业	2009 年销售收入(亿元)
1	安徽中鼎股份	28.00
2	际华三五七橡胶制品	8.79
3	衡水橡胶	5.34
4	中南橡胶集团	4.25
5	上海华向橡胶制品	3.47
6	山东美晨科技	3.35
7	凯迪西北橡胶	3.06
8	石家庄第一橡胶	2.34
9	铁岭华晨橡塑制品	1.98
10	南京金三力橡塑	1.68

资料来源：中国汽车工业年鉴

图表 4：公司主要客户匹配收入走势

单位：百万元			
客户名称	2008 客户名称	2009 客户名称	2010
比亚迪汽车	32 比亚迪汽车	49 比亚迪汽车	78
美国Tenneco	19 美国Tenneco	44 上海汇众	70
上海汇众	38 上海汇众	39 神龙汽车	63
神龙汽车	20 神龙汽车	33 中鼎橡塑	51
上海通用	17 上海通用	22 上海通用	45
合计	125 合计	187 合计	308
总收入	1,025 总收入	1,474 总收入	2,522
前五名占比	12.2% 前五名占比	12.7% 前五名占比	12.2%

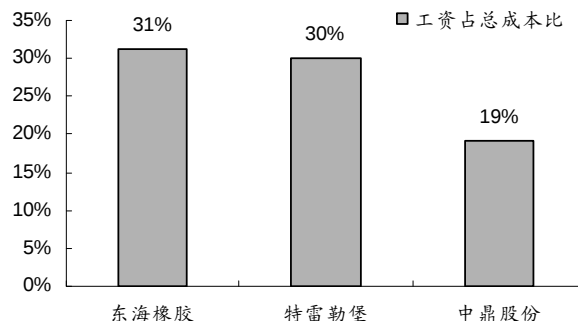
资料来源：公司数据，中金公司研究部

收购推动出口收入快速增长

海外市场空间较大。据中国液压气动密封件工业协会统计，全球液压气动密封件市场份额约 400 亿美元，其中日本、德国占 60%的市场份额，中国只占 10%的市场份额，且主要是低端产品。公司作为国内领先企业，技术和成本优势明显，海外出口增长空间较大。

凭借成本优势出口增长潜力较大。橡胶零部件产品主要为非标准件，需要人工环节较多，产业整体的劳动密集型特征较为明显。欧美等国际巨头劳动力成本占比大多在 30%左右，远高于国内 20%左右的水平。随着下游企业成本压力加大，产业链向中国转移不可避免。

图表 5：公司与国际巨头劳动力成本占比比较



资料来源：公司年报，中金公司研究部

图表 6: 公司与国际巨头销售收入比较

排名	世界前10位非轮胎橡胶企业销售额(亿美元)	2007年	2008年	2009年
1	法国哈钦森	33.1	37.2	31.7
2	瑞典特雷勒堡	32.8	41.3	31.5
3	德国大陆	35.1	34.5	30.0
4	日本普利司通	32.1	34.5	29.0
5	日本NOK	19.0	21.8	23.8
6	日本东海橡胶	22.9	22.8	23.8
7	英国汤姆金斯	22.4	25.0	23.5
8	德国佛罗伊登贝格	31.0	33.3	23.1
9	美国派克-汉尼芬	21.0	22.1	20.6
10	美国库珀标准汽车配件	21.6	25.1	19.5
	中鼎股份	0.9	1.5	2.2

资料来源：《橡胶型料新闻》，中金公司研究部

通过收购进入海外配套体系，出口收入加速增长。通过收购，公司能够较快获取海外的品牌及客户资源。凭借在国内外的生产布局，公司可以实现流程再造，将低附加值环节挪到国内生产，改善整体盈利。通过上述模式，公司出口及海外业务收入近两年加速成长。

图表 7: 公司近年海外业务收购

公告日期	海外收购与投资
2008年6月24日	董事会第四届第十次会议审议通过了收购美国AB公司100%股权的议案；
2008年12月31日	董事会第四届第十八次会议审议通过了投资设立中鼎欧洲公司的议案，投资总额为20万欧元，注册资本暂定2.5万欧元；
2009年9月18日	董事会第四届三十次会议审议通过了关于拟收购美国Myers旗下MRP、BRP两公司资产的议案。
2009年10月17日	董事会第四届三十一次会议审议通过了关于投资设立中鼎密封件(美国)公司的议案。
2010年11月	中鼎密封件(美国)有限公司与井上(美国)合资设立美国井上中鼎橡塑有限公司。

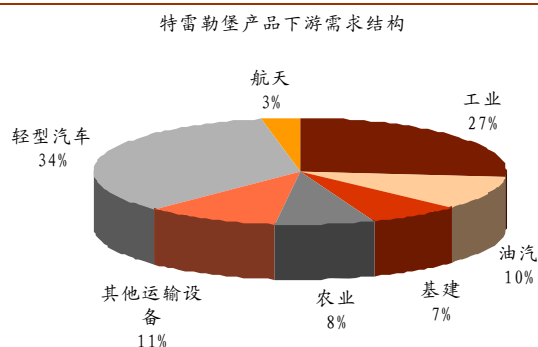
资料来源：公司公告，中金公司研究部

工程机械，轨道交通等多元化发展空间较大

配方及模具是橡胶零部件产品的核心优势，公司较强实力决定多元化基础。橡胶零部件产品制造工艺基本类似，难点在配方和模具的设计上。公司研发实力在国内遥遥领先，与国际巨头差距也不大，凭借汽车领域积累的配方和模具优势公司可多元化至其它工业领域。

多元化发展空间较大。从国外密封件巨头的情况来看，汽车业务收入贡献大多在 34~50% 之间，其余下游主要为工程机械，航天，工业等领域。公司 2011 年将加大工程机械，轨道交通以及胶管等下游的开发力度，多元化发展将推动公司增长达到 40%，远超出汽车行业 15% 的销量增长。

图表 8: 特雷勒堡下游构成状况



资料来源：公司年报，中金公司研究部

工程机械密封件进口替代提供新的增长点。国内企业每年生产的挖掘机、道路机械、水泥搅拌车等配套所进口的液压密封件，约达 1.5 亿美元以上。而根据工程机械行业十二五规划，2015 年行业销售规模将达 9000 亿元，年均增长约 17%。公司作为行业内技术领先者，在工程机械密封件进口替代上预计将受益最大。

估值相对较低

我们上调公司 2011 年、2012 年盈利预测至每股 1.05 元和 1.31 元，上调幅度分别为 10% 和 21%。目前股价对应 2011 年和 2012 年市盈率分别为 21 倍和 17 倍。估值处于行业中端，在中小公司中相对较低。考虑到公司下游多元化带来的成长空间，我们维持对公司审慎推荐评级。

图表 9: 季度盈利分析

百万元	季度数据										前三季度数据			中金评论
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	QoQ	YoY	2009	2010	YoY	
营业收入	219	370	385	500	527	726	628	642	2.3%	28.3%	1,474	2,522	71.1%	主要原因是销量大幅增长以及合并天津飞龙
营业成本	146	244	248	329	362	510	437	425	-2.8%	29.2%	967	1,733	79.3%	
毛利	70	123	133	167	162	212	188	213	13.6%	27.5%	494	775	57.0%	
销售费用	14	17	20	37	25	44	36	22	-39.1%	-41.2%	88	127	44.7%	
管理费用	25	28	34	53	34	41	39	85	119.9%	59.5%	140	199	41.9%	
财务费用	6	4	4	7	8	13	4	12	183.9%	89.3%	21	38	81.6%	
营业利润	30	70	71	65	91	109	106	82	-22.8%	26.2%	237	389	64.1%	
利润总额	44	74	79	68	97	114	109	78	-28.2%	14.6%	265	398	50.2%	
所得税	4	14	12	7	14	19	18	6	-67.3%	-18.7%	37	57	52.4%	
净利润	36	53	60	52	75	86	83.75	65.51	-21.8%	26.2%	200	311	55.3%	
每股收益 (元)	0.10	0.12	0.14	0.12	0.18	0.20	0.20	0.15	-21.8%	26.2%	0.47	0.73	55.3%	
毛利率	33.2%	34.1%	35.6%	34.3%	31.4%	29.7%	30.4%	33.8%	3.5%	-0.5%	34.4%	31.3%	-3.1%	主要是合并报表所致，天津飞龙和境外子公司主营业务毛利率较低
销售费用率	6.2%	4.7%	5.1%	7.4%	4.8%	6.1%	5.7%	3.4%	-2.3%	-4.0%	6.0%	5.0%	-0.9%	
管理费用率	11.3%	7.5%	8.8%	10.7%	6.4%	5.6%	6.2%	13.3%	7.1%	2.6%	9.5%	7.9%	-1.6%	
财务费用率	2.8%	1.1%	1.1%	1.3%	1.6%	1.8%	0.7%	1.9%	1.2%	0.6%	1.4%	1.5%	0.1%	
净利率	16.2%	14.3%	15.5%	10.4%	14.3%	11.9%	13.3%	10.2%	-3.1%	-0.2%	13.6%	12.3%	-1.3%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10: 盈利预测调整表

	2010A	2011E			2012E		
	实际值	调整前	调整后	(+/-)	调整前	调整后	(+/-)
主营业务收入	2,522	2,983	3,344	12.1%	3,399	4,092	20.4%
主营业务利润	775	880	1,028	16.7%	1,000	1,288	28.7%
营业费用	-127	-147	-162	10.2%	-167	-198	18.5%
管理费用	-199	-199	-240	20.4%	-227	-288	26.7%
财务费用	-38	-18	-33	85.7%	-9	-33	248.6%
营业利润	389	513	568	10.7%	593	744	25.4%
税前利润	398	523	577	10.4%	603	753	24.9%
净利润	311	408	448	10.0%	459	557	21.3%
每股收益 (元)	0.73	0.96	1.05	10.0%	1.08	1.31	21.3%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11: 历史和预测财务数据

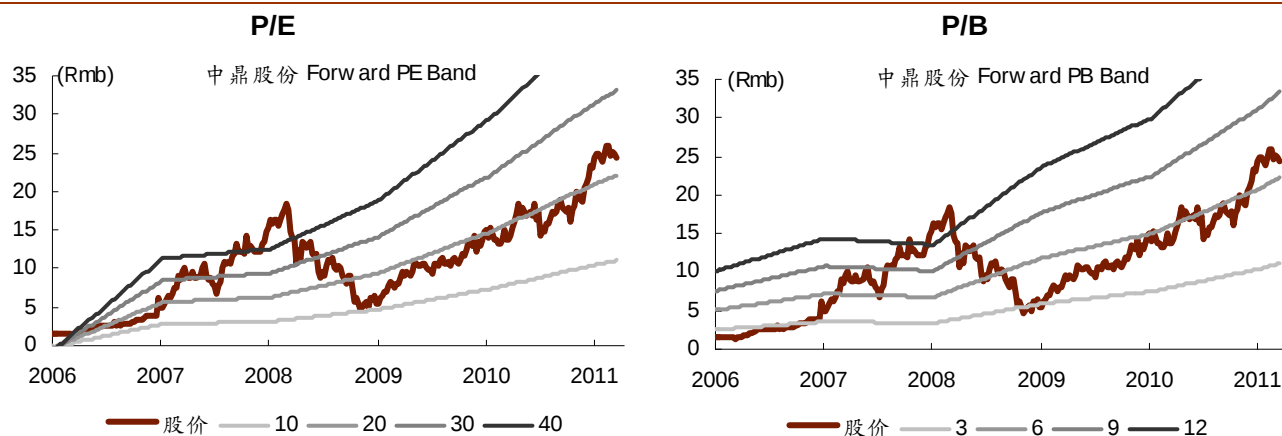
(百万人民币)	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
利润表						
主营业务收入	828	1,025	1,474	2,522	3,344	4,092
主营业务利润	241	295	494	775	1,028	1,288
营业费用	-35	-50	-88	-127	-162	-198
管理费用	-51	-65	-140	-199	-240	-288
财务费用	-9	-18	-21	-38	-33	-33
营业利润	142	153	237	389	568	744
税前利润	175	173	265	398	577	753
少数股东损益	-12	-13	-28	-30	-30	-38
净利润	120	133	200	311	448	557
现金流量表						
经营活动现金流	78	12	223	160	221	480
投资活动现金流	-56	-204	-370	-157	-124	-167
筹资活动现金流	-8	207	182	-26	-54	-14
现金净变化	18	14	33	-26	43	299
资产负债表						
流动资产	415	583	1,047	1,467	1,830	2,496
长期投资	22	29	9	5	5	5
固定资产合计	288	338	526	693	741	820
无形资产及其他资产	139	111	152	148	143	139
流动负债	329	532	668	1,076	986	1,119
非流动负债	0	26	171	126	176	226
少数股东权益	28	36	83	91	120	158
所有者权益	510	480	838	1,060	1,478	1,996
资产总计	866	1,074	1,760	2,353	2,760	3,499
财务指标						
毛利率(%)	29.7	29.4	34.4	31.3	31.1	31.9
息税前利润率(%)	18.6	17.6	18.0	17.8	18.7	19.6
净利润率(%)	14.5	13.0	13.6	12.3	13.4	13.6
资产收益率(%)	16.6	13.8	14.1	15.1	17.5	17.8
净资产收益率(%)	27.6	27.0	30.4	32.7	35.3	32.1
投入资本回报率(%)	25.8	22.1	22.9	24.8	26.3	25.3
固定资产周转率(x)	0.0	2.9	2.5	2.3	2.9	3.2
存货周转天数	69	80	99	94	91	87
应收帐款周转天数	70	86	101	90	93	96
应付帐款周转天数	66	65	74	75	62	48
资产负债率	38.0	52.0	47.7	51.1	42.1	38.4
债务/所有者权益	17.7	67.1	46.8	51.5	37.0	29.9
分红率	0%	0%	0%	7%	7%	7%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 12: 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	
		11-4-11	百万美元	06A	07A	08A	09A	10E	11E	06A	07A	08A	09A	10E	11E	06A	07A	08A	09A	10E	11E	07A	08A	09A	10E	11E		07-11
中国A股上市公司																												
潍柴动力	CV	56.57	13,771	142.4	46.7	48.8	27.7	13.9	11.5	31.6	14.8	11.8	8.0	5.1	3.4	82.7	23.6	24.5	15.3	12.1	10.9	205%	-4%	76%	99%	21%	42%	
中国重汽	CV	25.01	1,604	46.7	14.6	22.2	24.5	15.6	13.2	8.0	5.2	4.2	3.7	3.0	2.7	14.4	7.2	11.7	11.0	8.0	6.9	220%	-34%	-10%	57%	19%	3%	
宇通客车	CV	23.27	1,850	54.8	32.1	22.8	21.5	14.1	11.4	9.7	4.6	7.2	5.6	4.9	4.0	30.7	17.3	20.2	14.1	12.8	11.1	71%	41%	6%	53%	24%	30%	
福田汽车	CV	23.34	3,766	n.a.	55.3	61.8	20.6	15.0	12.5	14.3	11.2	7.1	5.2	3.1	2.5	106.5	33.1	43.8	15.1	10.4	9.2	n.m.	-11%	200%	38%	20%	45%	
江铃汽车	CV	33.49	4,422	47.9	38.1	36.9	27.4	16.9	13.7	9.5	8.2	7.1	6.0	4.7	3.9	30.3	28.3	31.3	20.1	16.9	14.9	26%	3%	35%	62%	23%	29%	
东风汽车	CV	5.18	1,585	20.6	21.2	32.8	32.6	18.1	12.0	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8	1.6	11.6	9.9	38.8	40.0	17.6	11.5	-3%	-36%	1%	80%	51%	15%	
江淮汽车	CV/PV	13.44	2,649	42.1	52.7	303.4	51.6	14.9	11.2	5.7	4.3	4.3	4.0	3.2	2.6	24.7	23.9	32.6	14.6	10.3	9.2	-20%	-83%	488%	246%	33%	47%	
长安汽车	PV	9.63	3,956	43.3	33.7	926.0	20.8	10.3	9.5	3.2	3.0	3.0	2.6	2.0	1.7	23.7	n.a.	n.a.	43.6	18.3	15.2	28%	-96%	4343%	103%	8%	37%	
一汽轿车	PV	16.60	4,132	77.8	48.9	24.8	16.6	11.6	10.2	5.0	4.7	4.1	3.5	2.9	2.4	37.3	19.2	18.0	10.8	9.4	8.5	59%	97%	50%	43%	14%	48%	
上海汽车	PV	19.72	27,877	127.9	39.3	277.8	27.6	13.3	10.5	4.1	3.5	3.7	3.0	2.8	2.4	75.7	48.2	143.5	43.6	9.7	8.4	71%	-86%	905%	108%	26%	39%	
中大股份	Dealer	17.98	1,208	111.6	53.9	37.5	28.8	15.4	13.9	6.8	4.6	3.7	3.3	2.8	2.4	89.3	37.7	14.5	12.9	8.2	7.0	71%	44%	30%	87%	11%	40%	
东安动力	Parts	11.69	826	150.8	35.8	33.7	23.1	14.7	12.3	3.4	3.1	2.8	2.5	2.1	1.8	55.9	48.9	452.6	41.2	45.4	46.2	71%	6%	46%	57%	19%	31%	
中鼎股份	Parts	22.27	1,450	n.a.	78.8	71.0	47.4	30.5	21.1	n.a.	18.6	19.7	11.3	8.9	6.4	n.a.	55.6	39.1	25.8	18.0	15.2	n.m.	11%	50%	55%	44%	39%	
华域汽车	Parts	12.35	4,879	54.5	27.6	31.0	20.8	12.7	10.2	5.8	2.9	4.4	2.6	2.2	1.9	288.8	172.4	42.0	14.3	10.7	9.3	97%	-11%	49%	64%	24%	28%	
一汽富维	Parts	31.27	1,012	n.m.	137.9	34.9	18.6	11.7	9.8	6.1	5.8	5.0	4.0	3.0	2.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	295%	87%	60%	19%	94%	
福耀玻璃	Parts	11.88	3,640	38.6	25.9	96.7	21.3	13.3	10.8	8.4	6.7	7.3	5.4	4.1	3.6	24.5	18.5	19.3	12.9	11.2	9.4	49%	-73%	355%	60%	23%	24%	
银轮股份	Parts	30.48	466	97.2	85.0	70.0	56.5	23.3	19.0	11.7	6.8	6.4	5.9	4.8	3.9	30.8	27.8	22.8	15.3	10.2	8.3	14%	21%	24%	142%	23%	54%	
平均				54.7	38.1	48.8	24.5	15.0	12.3	5.7	4.6	4.2	3.7	3.0	2.4	30.8	23.7	27.9	14.6	10.4	9.2	71%	-11%	50%	57%	19%	30%	
平均-商用车				46.7	35.1	34.9	27.5	15.3	12.3	8.7	4.9	5.7	4.6	3.1	2.7	27.5	20.4	27.9	14.9	11.2	10.1	71%	-19%	20%	60%	22%	29%	
平均-乘用车				60.5	44.1	203.7	24.2	12.5	10.4	4.0	3.7	3.8	3.3	2.8	2.4	56.5	33.7	80.8	43.6	9.7	8.5	44%	-64%	491%	73%	14%	38%	
平均-零部件				91.6	34.1	62.0	21.1	15.1	12.9	5.8	4.5	4.7	3.3	2.6	2.1	35.9	27.8	39.1	14.3	10.7	9.3	84%	-2%	51%	56%	19%	27%	
香港上市公司																												
潍柴动力	CV	54.85	13,771	116.2	38.1	39.8	22.6	11.3	9.4	25.8	12.0	9.6	6.5	4.2	2.7	20.6	5.9	6.1	4.0	3.7	3.3	205%	-4%	76%	99%	21%	42%	
庆铃汽车	CV	2.53	808	80.8	42.2	36.1	25.3	16.5	14.6	0.9	0.9	0.9	0.9	n.m.	n.m.	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	92%	17%	43%	53%	13%	30%	
华晨汽车	PV	7.82	5,026	n.m.	295.1	353.8	n.m.	23.4	17.3	4.9	4.7	4.7	7.8	4.8	3.8	220.5	41.7	47.5	24.8	33.5	29.2	n.m.	-17%	n.m.	n.m.	36%	103%	
吉利汽车	PV	3.09	2,962	51.7	43.0	19.2	15.2	16.5	13.6	22.0	9.3	5.4	3.5	2.8	2.4	n.m.	n.m.	36.0	10.4	6.7	5.5	20%	124%	26%	-8%	22%	33%	
广汽集团	PV	9.38	7,423	n.m.	9.6	21.0	17.3	11.3	9.2	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1.9	1.6	n.m.	6.9	8.7	7.6	4.8	3.7	n.m.	-54%	21%	54%	23%	1%	
长城汽车	CV/PV	13.90	4,899	15.7	34.2	62.4	31.3	11.9	8.9	3.1	5.0	4.8	4.2	3.2	2.5	40.3	28.3	46.2	26.6	3.0	2.7	-54%	-45%	99%	164%	33%	40%	
东风汽车	PV	13.28	14,727	46.3	25.5	24.3	15.4	8.8	8.2	6.7	5.4	4.4	3.5	2.6	2.0	13.0	10.8	8.8	6.1	5.4	4.5	81%	5%	58%	76%	7%	33%	
中国重汽	CV	6.98	2,480	25.4	14.6	18.4	16.8	11.0	8.9	17.2	1.5	1.4	1.0	0.9	0.8	15.6	11.1	15.0	10.4	8.3	7.0	74%	-21%	10%	54%	23%	13%	
中升集团	Dealer	13.56	3,331	147.5	76.6	99.6	46.2	21.1	13.0	3.9	3.1	2.5	2.2	1.8	1.5	108.5	50.5	51.9	30.2	8.3	6.0	93%	-23%	115%	119%	62%	56%	
大昌行	Dealer	8.94	2,093	49.7	32.0	28.6	22.7	11.4	11.4	4.4	3.8	3.3	2.9	2.4	2.1	60.2	38.1	19.0	16.1	8.1	6.7	56%	12%	26%	99%	0%	29%	
信义玻璃	Parts	8.30	3,760	75.8	43.9	41.5	38.1	18.9	13.9	13.1	7.3	6.7	5.6	4.5	3.8	65.0	38.2	33.4	29.6	11.1	9.4	73%	6%	9%	102%	35%	33%	
敏实集团	Parts	12.18	1,686	40.8	30.4	25.8	17.6	13.5	10.7	9.3	3.7	3.3	2.9	2.0	1.7	27.1	18.2	15.0	11.3	7.1	5.8	34%	18%	47%	31%	26%	30%	
平均				50.7	36.1	32.4	22.6	12.7	11.1	6.7	4.7	4.4	3.5	2.6	2.1	33.7	18.2	17.0	10.8	6.9	5.7	73%	0%	43%	76%	23%	33%	
平均-商用车				80.8	38.1	36.1	22.6	11.3	9.4	17.2	1.5	1.4	1.0	2.5	1.8	15.6	5.9	6.1	4.0	3.7	3.3	92%	-4%	43%	54%	21%	30%	
平均-乘用车				46.3	34.2	24.3	16.4	11.9	9.2	5.8	5.2	4.7	3.9	2.8	2.4	40.3	19.5	36.0	10.4	5.4	4.5	20%	-17%	42%	65%	23%	33%	
平均-零部件				58.3	37.2	33.7	27.8	16.2	12.3	11.2	5.5	5.0	4.2	3.2	2.8	46.1	28.2	24.2	20.5	9.1	7.6	53%	12%	28%	66%	31%	32%	
欧洲及美国上市公司																												
曼	CV	89.95	18,913	14.4	10.9	10.7	n.m.	14.2	12.4	3.5	2.6	2.5	2.6	2.0	1.8	10.8	7.5	8.3	15.3	7.7	7.2	33%	1%	n.m.	n.m.	14%	-3%	
斯堪尼亚	CV	143.00	18,435	19.3	13.4	12.9	101.4	11.6	10.6	4.4	4.6	5.2	4.9	3.2	2.7	9.9	7.1	6.7	13.2	8.6	8.0	44%	4%	-87%	777%	9%	6%	
沃尔沃	CV	109.20	37,172	13.6	14.8	22.3	n.m.	13.1	10.1	2.5	2.7	2.6	3.3	2.6	2.2	9.2	9.6	11.1	n.m.	8.0	6.7	-8%	-34%	n.m.	n.m.	30%	10%	
帕卡	CV	51.16	18,690	12.8	15.5	18.3	165.0	21.2	14.5	4.3	3.8	3.8	3.6	3.2	2.8	8.5	9.9	10.6	21.1	13.5	9.9	-17%	-16%	-89%	677%	46%	2%	
戴姆勒	CV/PV	50.69	78,007	13.8	13.2	36.0	n.m.	9.6	8.2	1.4	1.4	1.5	1.7	1.4	1.2	6.2	6.8	9.2	35.5	8.3	7.5	5%	-63%	n.m.	n.m.	18%	13%	
雷亚特	CV/PV	6.53	11,704	7.8	4.2	5.0	n.m.	19.6	10.6	0.9	0.8	0.8	0.8	1.1	1.0	3.6	3.0	2.8	6.4	4.8	4.2	85%	-16%	n.m.	n.m.	85%	-21%	
富维	PV	39.43	16,837	3.5	3.8	17.7	n.m.	5.9	4.3	0.5	0.5	0.6	0.7	0.5	0.4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-8%	-78%	n.m.	n.m.	38%	-3%	
标志	PV	28.13	9,506	36.5	7.2	n.m.	n.m.	5.2	4.0	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	6.8	5.7	7.7	11.8	5.7	5.2	404%	n.m.	n.m.	n.m.	31%	16%	
宝马	PV	57.29	52,744	6.5	6.0	116.9	184.8	9.8	8.6	2.0	1.7	1.8	1.9	1.4	1.3	8.0	7.1	7.9	9.5	7.8	7.4	9%	-95%	-37%	1787%	14%	-9%	
大众	PV	104.20	71,609	14.8	10.0	8.8	n.m.	7.6	6.6	1.5	1.3	1.2	n.m.	0.9	0.8	8.9	6.9	7.1	n.m.	6.1	5.7	47%	14%	n.m.	n.m.	15%	11%	

图表 13: 历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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