

分析师： 张乐 (8621) 68751760 zhangle@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490511060002

联系人： 谭焜元 (8621) 68751760 tanky@cjsc.com.cn

扩产带动收入增长，产能充分释放是关键

事件描述

- 塞轮科技拟采用网下向配售对象询价配售和网上向社会公众投资者定价发行相结合的方式发行 A 股，本次发行前公司总股本为 28,000 万股，本次拟公开发行不超过 9,800 万股，发行后公司总股本不超过 37,800 万股。
- 公司募资资金拟投资于两个项目：1、技术研发中心项目；2、年产 1000 万条半钢子午胎项目。

我们预计，2011-2012 年，按照发行后股本计算公司每股收益 0.336、0.401 元，可以按照 2011 年业绩 15-20 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 5.04-6.72 元。

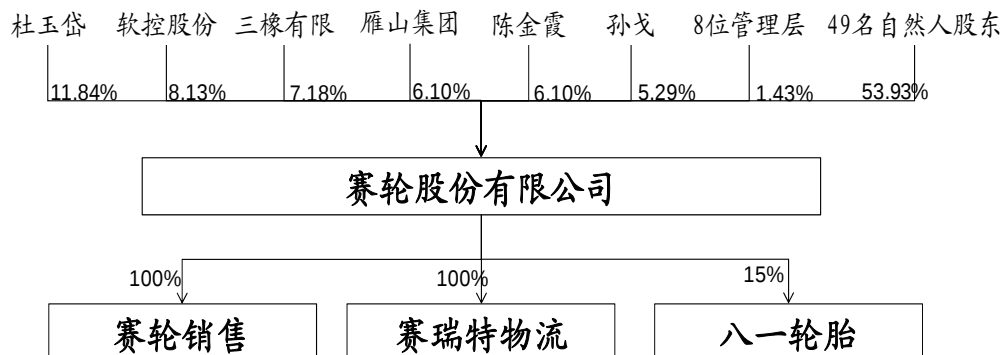
事件评论

公司概况

赛轮股份是目前国内规模较大的子午轮胎生产企业之一，业务涵盖全钢子午胎和半钢子午胎生产，以及废旧轮胎翻新和子午胎技术输出。公司前身是成立于 2002 年的青岛赛轮子午线轮胎信息化生产示范基地有限公司，是国内首家轮胎信息化生产示范基地。成立之初公司以全钢载重子午胎为主要产品，2004 年开始对外提供子午胎技术转让服务，2007 年公司半钢子午胎技术成熟并开始进入相关领域。公司坚持产学研相结合，与青岛科技大学、山东省橡胶行业技术中心、国家轮胎工艺与控制工程技术研究中心等高等院校、科研院所建立了长期科研合作关系。

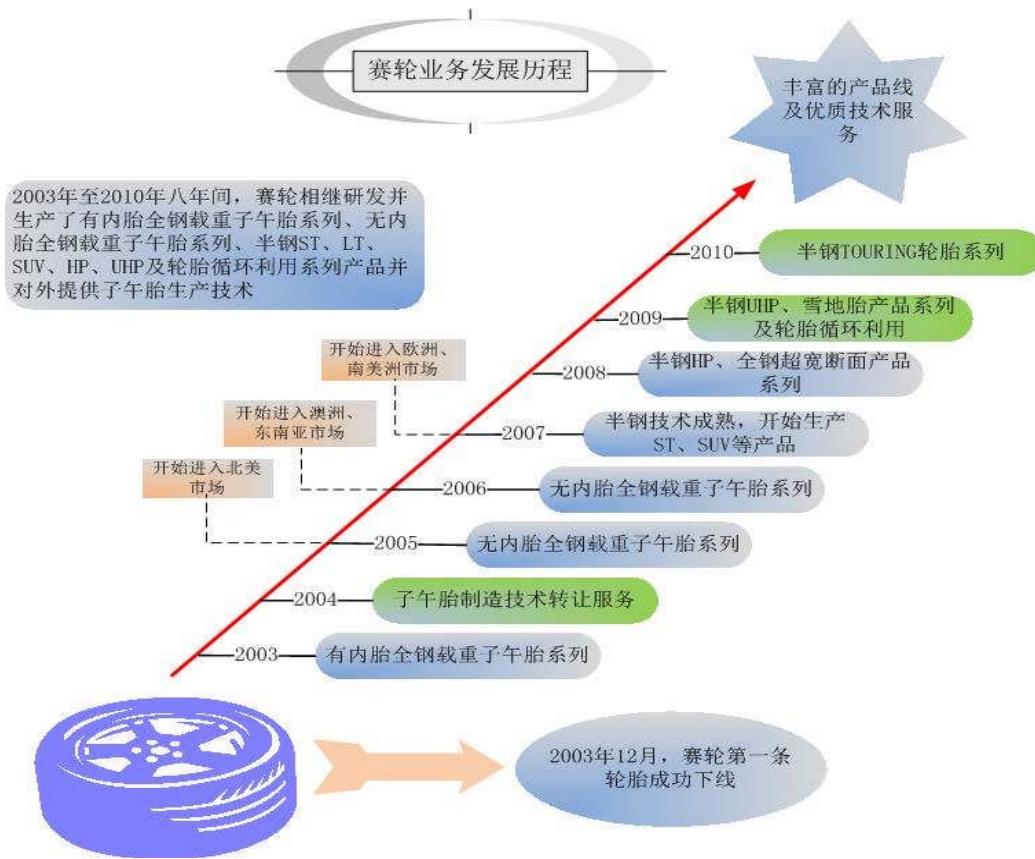
公司的股权结构相对分散，第一大股东杜玉岱先生持有公司股权比例仅为 11.84%，但是通过股权托管协议可代 24 名股东行使股东权力，实际可控制 50.9% 的表决权，是公司的实际控制人。

图 1： 公司股权结构较为分散



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司业务发展历史



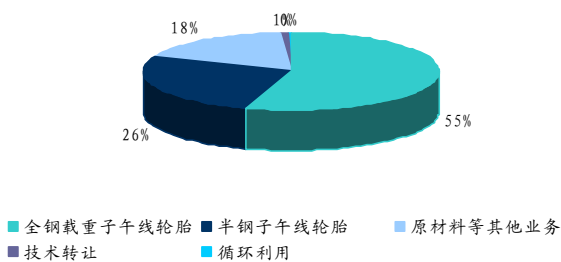
资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司是国内子午胎行业领先企业之一

子午胎业务是推动公司收入增长的主要动力

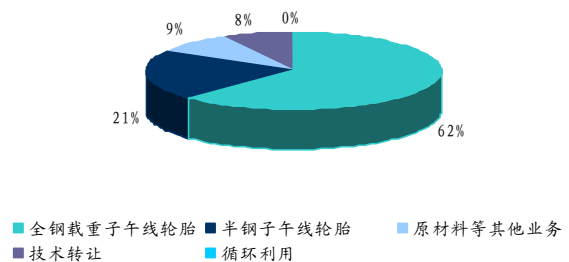
公司主营业务主要包括轮胎产销、子午胎技术转让、轮胎循环利用以及原材料等其他业务共四块。其中，全钢子午胎和半钢子午胎的生产销售是公司收入和毛利的主要构成。2010年，全钢和半钢子午胎分别占据公司主营收入的55%和26%，占据公司毛利的62%和21%。

图 3：公司主营收入构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

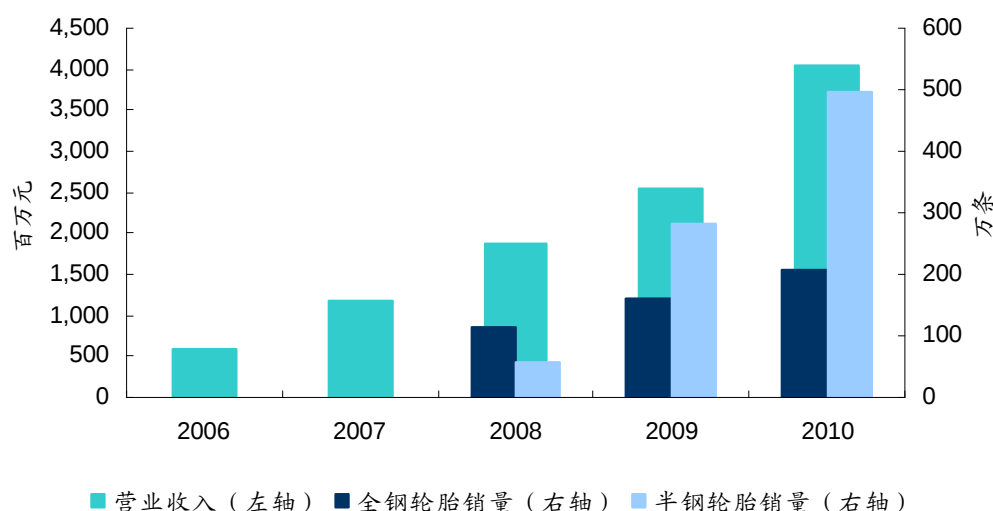
图 4：公司主营毛利构成



资料来源：公司公告，长江证券研究部

近年来公司积极投入全钢和半钢子午胎产能的建设，生产能力始终处在爬坡过程中，另一方面，下游汽车行业需求旺盛也带动对于轮胎的需求。两方面因素作用下，公司轮胎的销量持续上升，也带动了公司的收入增长迅速。08到10年公司主营业务收入增速分别达到了60%、36%和59%。

图 5：公司全钢、半钢子午胎销量上升带动收入迅速增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1：公司全钢、半钢子午胎产能、产量和销量表

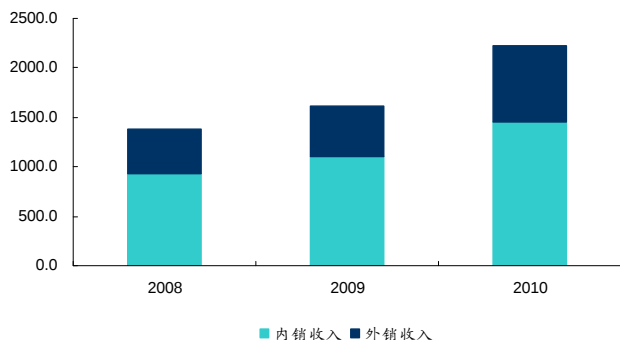
单位：万条		2008	2009	2010
全钢	年底产能	130	200	220
	实际产能	125	166	213
	产量	121	162	212
	销量	116	160	206
半钢	年底产能	150	510	690
	实际产能	86	318	580
	产量	81	300	563
	销量	57	282	495

资料来源：公司公告，长江证券研究部

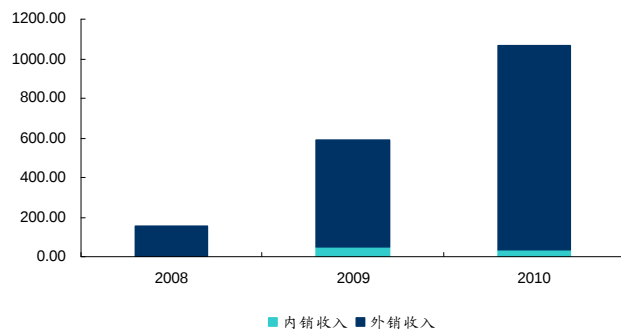
销售策略灵活，内销与出口并重

全钢载重子午胎主要用于装配中重卡和大客车，由于我国轮胎企业在这方面的研发较早，目前产品质优价廉，与国际一流品牌相比性价比比较高，因此占据国内市场的 80%。而半钢子午胎主要配套轿车和轻卡，一方面由于我国轮胎企业起步相对较晚，另一方面国内的合资品牌轿车主要采用固特异、韩泰、横滨等国际品牌作为配套，国内企业切入其供应链较为困难，因此外资轮胎企业占据了较大的市场份额。以轿车轮胎为例，外资品牌占据市场份额的 70%，国内企业仅获得 30% 份额。

鉴于这样的市场现状，公司对全钢载重胎和半钢子午胎采取了不同的销售策略。**全钢胎由内而外，半钢胎由外及内。**即全钢胎以国内市场为主，内销与出口并重，而半钢胎目前绝大部分比例出口海外市场，同时正积极争取切入内资品牌的配套体系。

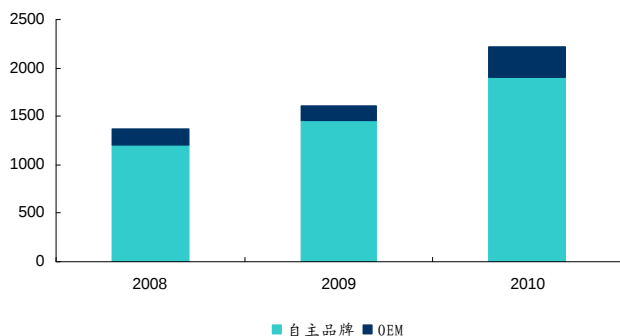
图 6：全钢载重子午胎以内销为主


资料来源：公司公告，长江证券研究部

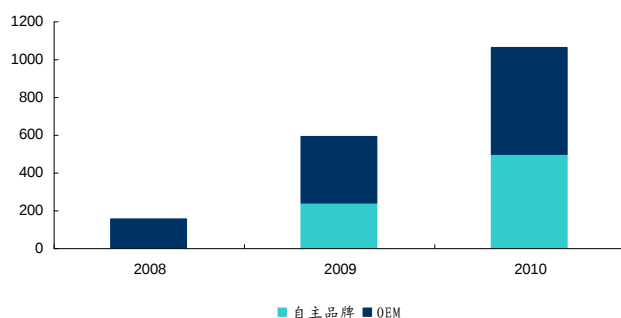
图 7：半钢子午胎绝大部分产品外销


资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司的全钢胎主要采用自主品牌的方式生产销售，而半钢子午胎方面，由于大部分产品出口海外，先期为了打开市场公司主要采用了 OEM 的模式，通过为海外经销商贴牌生产的方式切入，近年来自主品牌产品份额迅速增加。我们认为，随着产品质量逐步得到认可，公司的自主品牌占比将会逐步提高，将大幅提升公司的品牌价值。

图 8：全钢载重子午胎以自主品牌为主


资料来源：公司公告，长江证券研究部

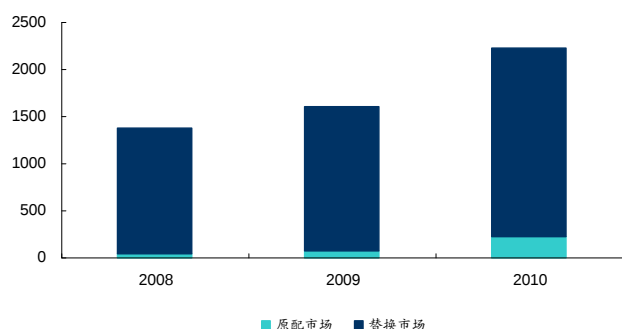
图 9：半钢子午胎通过 OEM 打开海外市场


资料来源：公司公告，长江证券研究部

汽车轮胎按照销售方式主要分为原配和替换两个市场，其中原配市场需要轮胎企业与下游整车厂建立稳定的合作关系，一般不会轻易更换，因此进入的壁垒也较高。而替换市场众多品牌都可以参与，进入壁垒很低，因此竞争比原配市场激烈的多。

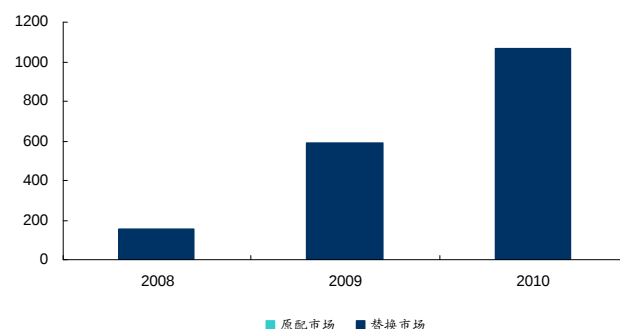
公司子午胎产品的销售主要都是通过替换市场，其中全钢子午胎 2010 年原装销售比例仅占 10%，而半钢子午胎几乎全部通过替换市场销售。

图 10: 全钢子午胎主要通过替换市场销售



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11: 半钢子午胎几乎全部通过替换市场销售

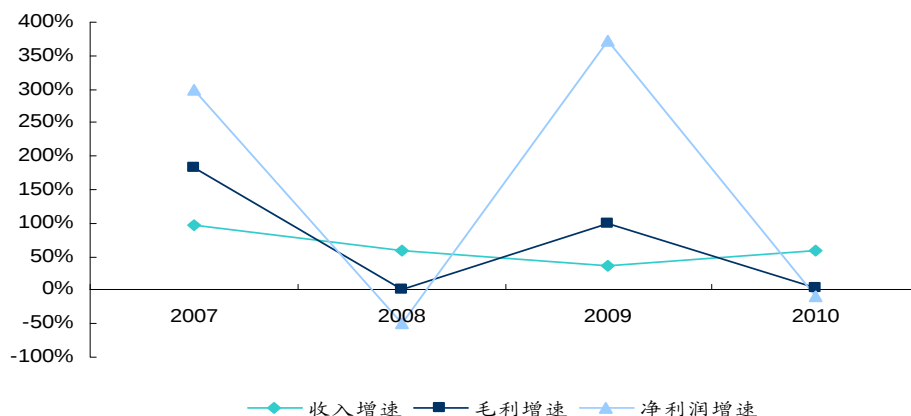


资料来源：公司公告，长江证券研究部

议价能力不强，盈利受橡胶价格影响较大

公司的销售收入在过去几年间连续取得高增长，但毛利和净利润在 08 和 10 年的涨幅却远低于收入涨幅，甚至出现负增长；而在 09 年情况恰恰相反，毛利和净利润增速远高于收入的增长。从总体来看，毛利显示出高于收入的增长弹性，而净利润的弹性比毛利更强。我们认为造成该结果的最重要是汽车轮胎行业的盈利能力受到上游原材料，特别是橡胶的价格波动影响极大，而产能的消化大多集中在充分竞争的替换市场使得对下游的议价能力较弱。企业的经营高峰将出现在橡胶价格出现大幅回落而售价并未跟随调整时，反之则处于低谷。

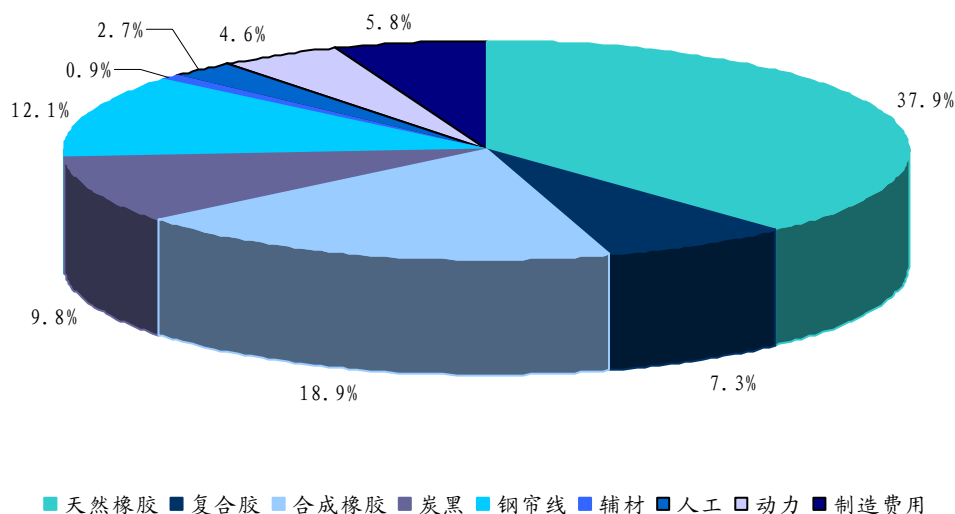
图 10: 公司毛利、净利润弹性大于收入弹性



资料来源：公司公告，长江证券研究部

首先我们对公司子午胎产品的成本构成进行测算。根据招股书的资料，公司轮胎产品的原材料成本占全部成本比重达到 86%，其中天然橡胶、合成橡胶和复合胶共占据总成本的 64%。同时由于合成橡胶的价格走势与天然橡胶呈现了比较强的一致性，因此从成本的构成上已经反映出，公司的成本受到橡胶价格的影响非常显著。

图 11：公司轮胎产品的成本构成测算



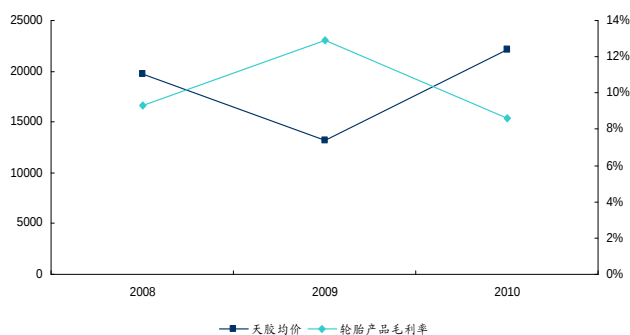
资料来源：公司公告，长江证券研究部

2009 和 2010 年公司天胶采购均价涨幅分别约为-33%和 67%，而对应的公司 08-10 年轮胎业务毛利率分别为 9.3%、12.9% 和 8.6%，公司的毛利率变化与天胶价格呈现比较明显的反向变动。而在原材料成本价格大幅波动的同时，公司的产品销售价格基本保持平稳。由此基本可以认为公司对下游的议价能力较弱。这也与我国轮胎行业企业数较多，市场集中度很低的特点相符合。

同时，由于天然橡胶属于大宗商品，公司的采购价格依照主要期货交易所天胶期货的收盘价协商确定，因此尽管公司规模不断增大，但是规模优势对于原材料采购时的议价能力没有帮助。

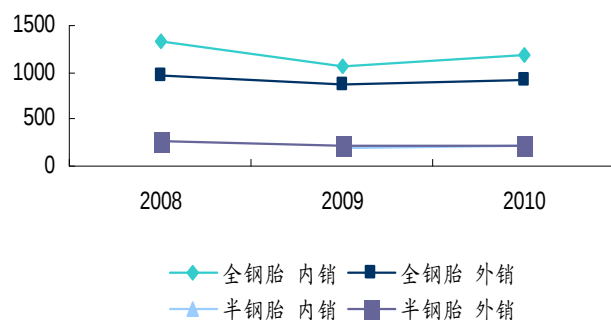
由于行业本身对于上下游都缺乏足够的议价能力，因此我们认为公司的盈利基数将决定于规模扩张，而盈利弹性的变化将主要反向于天胶价格的走势。

图 12：公司毛利率与天胶价格呈明显反向变动



资料来源：公司公告，长江证券研究部

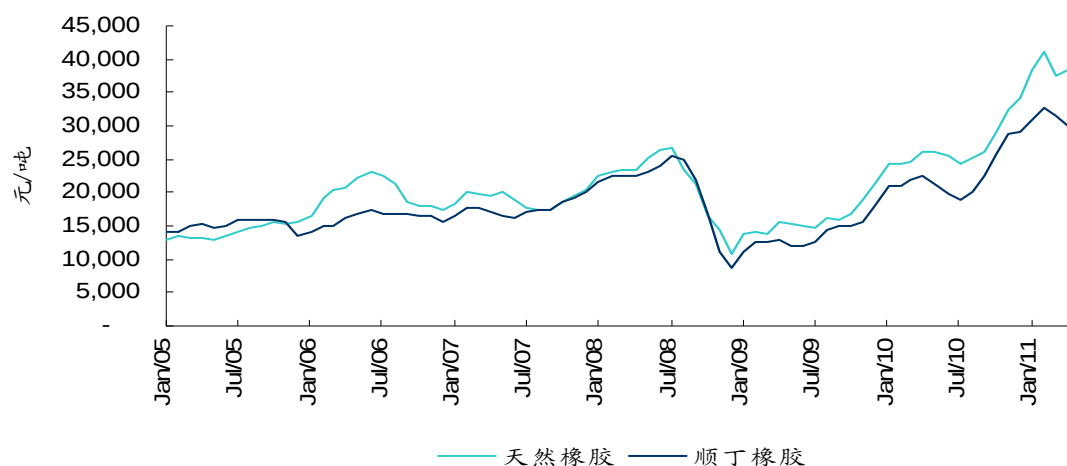
图 13：公司轮胎产品价格基本保持稳定



资料来源：百川资讯，长江证券研究部

目前看天然橡胶价格已经处在了历史高位附近，我们谨慎判断天然橡胶的价格即维持平稳或者下跌的可能性相比继续攀升而言也更大，意味着公司轮胎产品的盈利能力可能不会进一步恶化。在这样的背景下，随着公司产能的继续爬坡，产品销量的增长可以带动公司的业绩取得增长。

图 14：天然橡胶与顺丁橡胶价格都处在相对历史高位



资料来源：公司公告，长江证券研究部

循环利用构成轮胎业务的有益补充

公司除了从事全钢载重子午胎和半钢子午胎的生产销售外，还积极开始轮胎的循环利用项目，其实质就是废旧轮胎的翻新与再利用。在良好的使用、保养条件下，一条子午线轮胎可以翻新 3~6 次，而翻新一条旧轮胎消耗的原材料只相当于制造同规格新轮胎的 15%~30%，价格仅为新轮胎的 20%~50%，同时还避免了废旧轮胎丢弃可能带来的环境污染问题。因此，废旧轮胎的翻新不仅体现了良好的经济性，也属于国家政策鼓励发展的项目。

公司的废旧轮胎翻新项目于 2009 年投产，主要包括轮胎翻新材料以及翻新轮胎的生产和销售。轮胎翻新材料包括的胎面胶、中垫胶等产品，消费群体为有轮胎翻新业务的厂家或经销商；而翻新胎的消费群体主要为大型运输车队、公交公司、个体运输者等，所使用的胎面胶均为公司自行生产。

我们认为，废旧轮胎的翻新目前在公司的收入中占比还不到 1%，对公司的业绩影响非常小，但是作为符合国家政策和环保项目，有助于公司形象和品牌宣传，不失为公司轮胎业务的有益补充。并且在原材料价格处于高位的情况下，翻新胎对于使用者的成本有一定的节省作用，未来或许有一定的成长空间。

子午胎技术转让体现公司的技术实力

公司是目前国内最大的子午胎技术转让服务提供商，由此也体现出公司在子午胎的技术实力上具备一定的优势。目前我国从事技术转让服务的轮胎企业并不多，国内外进行过技术转让的公司或单位主要有青岛黄海橡胶股份有限公司和北京橡胶工业研究设计院，以及国外的倍耐力公司和邓禄普公司。

表 2：近年来公司签订的技术转让服务合同

合同签订日期	生产技术服务对象	合同金额
2010.08.01	缅甸联邦缅甸经济公司（缅甸）	2994 万元
2010.05.29	大朗橡胶有限公司（越南）	249.65 万美元
2010.01.18	武汉奥莱斯轮胎有限公司	120 万元
2009.08.17	乐陵威格尔橡胶有限公司	200 万元
2009.07.29	好友轮胎有限公司	200 万元
2008.11.07	OTANI 轮胎公司（泰国）	87.78 万美元
2008.03.28	延长石油集团子午线轮胎项目建设指挥部	650 万元

资料来源：公司公告，长江证券研究部

轮胎行业竞争激烈，集中度有待提高

国内汽车轮胎行业竞争激烈，行业集中度很低。平均每家轮胎企业年产量仅 90 万条，而年产量在 50 万条以下的企业占轮胎企业总数的 75%。行业过于分散，集中度低也是造成轮胎厂商对下游议价能力交差的重要原因。相比之下，美国轮胎生产企业平均产量为 440 万条/年，日本为 450 万条/年，德国为 310 万条/年，均大幅高于我国目前的水平，由此看来，我国汽车轮胎产业的集中度还有很大的提升空间。

在中国橡胶工业协会轮胎分会的 43 家会员单位中，2010 年全钢子午胎产量在 100 万条以上的共 21 家，半钢子午胎产量在 200 万条以上的共 16 家。赛轮股份都位列榜单之中。

表 3: 2010 全钢子午胎产量在 100 万条以上企业名单

产量规模: 万条	家数	其中: 内资企业	外资企业
>500	3	杭州中策、双钱股份	中国佳通
400-500	3	风神轮胎、三角集团、山东玲珑	固铂成山
300-400	3	青岛双星、兴源集团	
200-300	7	赛轮股份、黔轮胎 A、山东三工、山东金宇、山东盛泰、山东万达、中国正新	
100-200	5	广州华南、双喜轮胎、朝阳浪马、江苏通用	江苏韩泰

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

表 4: 2010 半钢子午胎产量在 200 万条以上企业名单

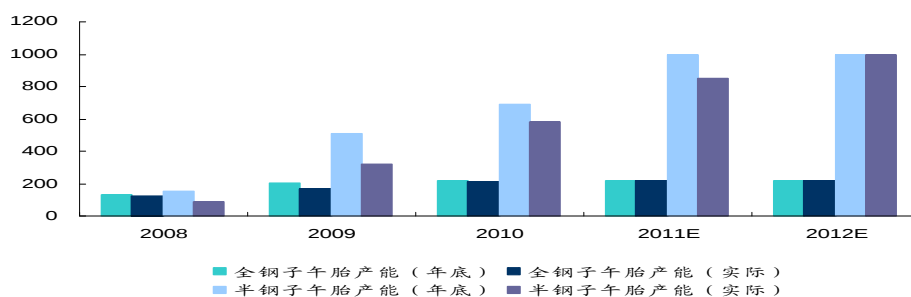
产量规模: 万条	家数	其中: 内资企业	外资企业
>2000	1		中国佳通
1000-2000	6	杭州中策、三角集团、山东玲珑、广州华南	中国正新、南京锦湖
500-1000	5	赛轮股份、四川海大	固铂成山、BS 天津、江苏韩泰
200-500	4	北京首创、青岛双星、山东金宇	中国正新泰丰江西

资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

公司竞争优势一: 规模化与品牌效应

公司是国内轮胎企业里比较少的在全钢载重子午胎和半钢子午胎两个产品上产量规模都较大的企业之一，并且伴随着本次募投项目 1000 万条半钢子午胎项目与 2011 年底全部投产，公司半钢子午胎产能将进一步提升，规模优势更进一步。

图 15: 公司全钢子午胎和半钢子午胎产能扩建进度



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

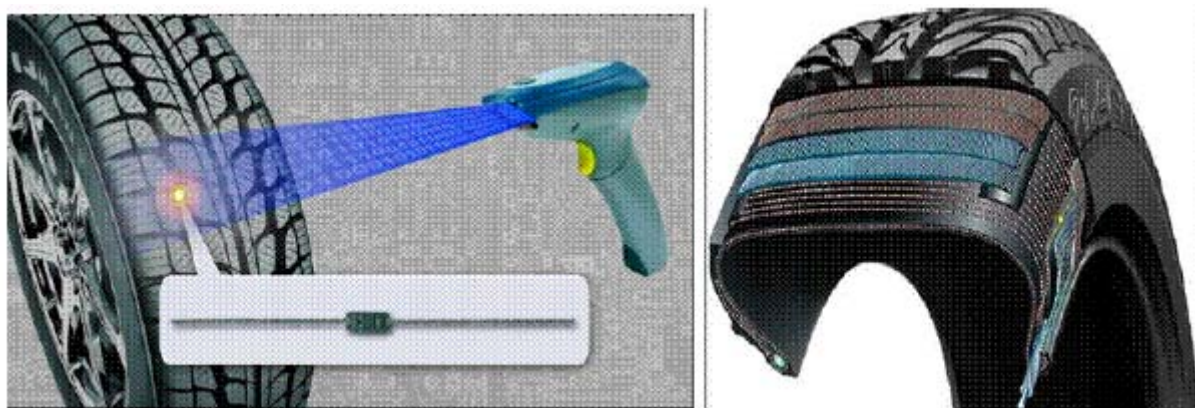
尽管此前已经分析过，规模效应对公司原材料采购的议价能力没有明显帮助，并且由于下游分散度很高，竞争比较激烈，公司的产能扩张也难以体现为对下游的议价能力。但是，规模化还是能够构成公司的竞争优势之一，主要是因为：**第一，规模化有助于提升公司的品牌效应**，特别是半钢子午胎产能提升速度较快，尽管短期看打入合资品牌的配套仍然较为困难，但是一旦公司品牌影响力随着产销规模而提升，有助于公司在自主品牌的配套市场以及在替换市场上占据更大的份额；**第二，在行业整体缺乏议价能力的情况下，行业竞争就主要体现为量的竞争**。由于天胶价格已经处在了历史高位，如果接下来能够维持稳定或者有所下降，那么公司的毛利率不会下滑，此时销量的上升将直接带动公司业绩的增长。

公司竞争优势二：信息化管理与产品创新

公司是国内首家采用信息技术控制轮胎生产全过程的企业，通过管控一体化网络系统的建设提升了产品质量和运营效率，降低了物料的消耗。举例来说，在密炼工序方面，质量一次性合格率提高 5% 以上，停工待料时间减少了 40%，单车生产周期缩短 15 秒以上，即每条生产线可提高生产效率 9% 以上，非计划停机率降低 60% 以上，物料消耗控制在 0.3% 以内，进而将原材料损耗和因质量波动造成的浪费平均可减少 80%。

另一方面，公司积极进行产品创新，在国内率先研发制造 RFID 轮胎，通过在轮胎内嵌入 RFID 芯片，在制造过程中写入轮胎全生命周期的重要信息。目前公司正在研发的第二代 RFID 芯片能够收集、传输轮胎在行驶过程中的各种环境参数，起到预警和黑匣子的作用。RFID 轮胎结合公司的轮胎循环利用业务，可以帮助公司收购自产的废旧轮胎作为原料，保证了产品的一致性，对产品质量和生产效率会有所提高。

图 16：公司在国内率先引入 RFID 芯片



资料来源：公司公告，长江证券研究部

募投项目分析

公司募资资金拟投资于两个个项目：1、技术研发中心项目；2、年产 1000 万条半钢子午胎项目。

表 5：公司募集资金投资和投产计划

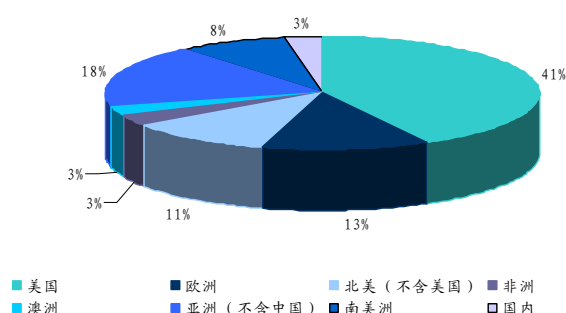
序号	项目	募集资金投入：万元	第一年投入	第二年投入
1	技术研发中心建设	5,000	5,000	—
2	年产 1000 万条半钢子午胎项目	55,286	35,000	20,286
	合计	60,286	40,000	20,286

资料来源：公司公告，长江证券研究所

技术研发中心三年内将主要开展 5 各方面的研究：1）轮胎力学；2）轮胎噪声；3）轮胎使用特性；4）轮胎的振动特性；5）新型跑气保用胎侧支撑胶配方的研究及超高性能胎冠胶配方开发。这些研究项目不仅有望缩短公司新产品的开发时间，加强产品的竞争力，同时也可能在将来作为技术服务的一部分直接为公司创造收益。我们作为国内较为领先的子午胎生产企业，通过持续投入研发来保持激烈竞争中的优势是有必要的。

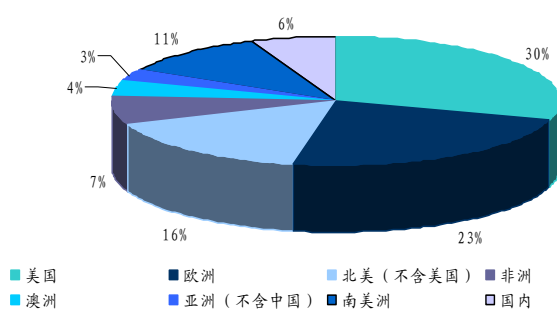
年产 1000 万条半钢子午胎项目公司已经利用自筹资金开始了项目投资，截止 2010 年底产能达到了 690 万条，预期在 2011 年底产能可以达到 1000 万条，并且 2012 年半钢子午胎全年的实际生产能力正式达到 1000 万条。目前公司的半钢子午胎销售主要以美国、欧洲和北美（除美国外）为主，公司计划在 2012 年国内销售要占到 30%。届时美国特保关税在 2012 年 9 月到期，出口美国的轮胎数量有望维持在高水平。

图 17：2010 年公司半钢子午胎区域销售结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 18：2010 年公司计划区域销售结构



资料来源：百川资讯，长江证券研究部

1000 万条半钢子午胎项目投产后，公司产能扩张的幅度较大，为了消化这一部分产能，公司在内外销两方面做了准备：

外销方面，公司积极与国际大型轮胎经销商展开合作，利用其网络资源优势帮助公司扩展市场。公司目前已经与美国 TBC、大力神轮胎橡胶股份有限公司（美国）、德尔顿轮胎公司（比利时）等公司建立了良好的合作关系。其中，TBC 公司为北美地区最大的轮胎经销商，在北美全境有 1,200 家轮胎零售店，销售的轿车胎占全美国 12% 的市场份额，同时其批发部门在北美有 4 个混合型仓库。该公司年销售额超过 20 亿美元。其采购代理动力集团是公司连续三年半钢子午胎的第一大客户。大力神轮胎橡胶股份有限公司年销售额接近 5 亿美元；在美国有 11 个区域性服务仓库，加拿大有 4 个仓库，仓库面积超过 200 万平方英尺。德尔顿轮胎公司为欧洲最大的轮胎销售批发商之一，具有庞大的渠道和销售体系，客户涉及整个欧洲 5000 多家零售店，其常年保有 400 多万条轮胎的周转库存。

内销方面，目前已经建立起国内 100 多家一级经销商的市场销售网络，在国内市场将以出租车、家轿、商用轻卡轮胎为主，辅以现有产品的超高性能轿车轮胎、运动型车 & 轻卡轮胎、雪地胎等产品，形成内销产品系列。此外，公司积极切入自主品牌配套体系，现已成为北汽有限正式配套胎合作厂家，部分新车型已使用公司的轮胎，一款 SUV 车型为公司的独家配套。公司现正与其他国内多家汽车厂进行配套胎合作洽谈。

投资建议

公司产能在未来两年的扩张和投放将有望成为收入增长的保证，而鉴于公司的毛利和净利润弹性都大于收入弹性，在天胶价格下降的情况下公司盈利将被进一步放大。

我们预计，2011-2012 年，按照发行后股本计算公司每股收益 0.34、0.40 元，可以按照 2011 年业绩 15-20 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 5.04-6.72 元。

主要风险提示:

1. 天胶价格持续上涨使得公司盈利能力恶化的风险。
2. 产能投放过快，销售方面难以消化的风险。
3. 下游汽车行业表现不佳，给公司业绩和股价带来的负面影响风险。

核心假设

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
全钢子午胎	收入	1375.0	1611.1	2223.1	2373	2579	2755
	YOY		17.2%	38.0%	6.7%	8.7%	6.8%
	销量	115.7	160.2	206.3	220.8	240.3	257.3
	YOY		38.4%	28.8%	7.0%	8.8%	7.1%
	价格	1188	1006	1077	1075	1073	1071
	毛利率	11.32%	14.96%	9.53%	9.54%	9.54%	9.54%
半钢子午胎	收入	156.4	592.5	1065.1	1591	2065	2271
	YOY		278.8%	79.8%	49.4%	29.7%	10.0%
	销量	56.6	282.0	495.2	740.0	960.1	1056.1
	YOY		397.8%	75.6%	49.4%	29.7%	10.0%
	价格	276	210	215	215	215	215
	毛利率	-6.79%	7.24%	6.75%	6.86%	6.86%	6.86%
特种胎+工程胎	收入	3.3		0.4	0	0	0
	毛利率	-50.45%		-18.01%	0	0	0
原材料等其他业务	收入	333.5	334.7	717.8	717.8	717.8	717.8
	YOY		0.3%	114.5%	0%	0%	0%
	毛利率	4.10%	11.27%	4.05%	4.20%	4.20%	4.20%
技术转让	收入	6.9	3.5	27.5	27.5	27.5	27.5
	YOY		-49.3%	685.6%	0%	0%	0%
	毛利率	97.0%	97.4%	94.8%	95%	95%	95%
循环利用	收入		5.1	16.3	24.5	29.4	35.3
	YOY			221.7%	50%	20%	20%
	毛利率		3.63%	-3.49%	0%	3%	5%
主营业务合计	收入	1875.2	2546.8	4050.2	4733.6	5418.4	5806.1
	YOY		35.8%	59.0%	16.9%	14.5%	7.2%
	毛利率	8.73%	12.77%	8.35%	8.28%	8.21%	8.21%

收入单位: 百万

销量单位: 万套

价格单位: 元

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4050	4734	5418	5806	货币资金	559	592	759	871
营业成本	3712	4342	4974	5330	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	338	392	445	477	应收账款	231	270	309	332
% 营业收入	8.4%	8.3%	8.2%	8.2%	存货	817	956	1095	1174
营业税金及附加	1	2	2	2	预付账款	211	247	283	303
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	96	112	128	137	流动资产合计	2286	2611	3070	3348
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	88	103	118	126	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	长期股权投资	60	60	60	60
财务费用	26	34	27	23	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.6%	0.7%	0.5%	0.4%	固定资产合计	1452	1520	1452	1159
资产减值损失	-2	1	1	1	无形资产	56	53	51	48
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	130	141	169	187	其他非流动资产	90	90	90	90
% 营业收入	3.2%	3.0%	3.1%	3.2%	资产总计	3946	4334	4723	4705
营业外收支	6	5	5	5	短期贷款	1453	919	958	662
利润总额	130	146	174	192	应付款项	1215	1421	1628	1744
% 营业收入	3.2%	3.1%	3.2%	3.3%	预收账款	35	41	47	50
所得税费用	17	19	23	25	应付职工薪酬	2	2	2	2
净利润	113	127	151	167	应交税费	-87	-98	-116	-128
归属于母公司所有者的净利润	113.3	126.9	151.5	167.3	其他流动负债	28	32	37	40
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	2645	2317	2555	2370
EPS (元/股)	0.30	0.34	0.40	0.44	长期借款	170	170	170	170
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-390	359	409	490	其他非流动负债	21	21	21	21
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	2835	2508	2746	2560
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1111	1826	1977	2145
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-495	-347	-254	-58	股东权益	1111	1826	1977	2145
其他	20	0	0	0	基本指标	3946	4334	4723	4705
投资活动现金流净额	-475	-347	-254	-58	EPS	0.300	0.336	0.401	0.443
债券融资	0	0	0	0	BVPS	3.97	6.52	5.23	5.67
股权融资	0	588	0	0	EV/EBITDA	3.80	1.09	0.71	-0.07
银行贷款增加 (减少)	969	-534	39	-296	ROE	10.2%	7.0%	7.7%	7.8%
筹资成本	37	-34	-27	-23					
其他	-90	0	0	0					
筹资活动现金流净额	916	21	12	-319					
现金净流量	51	33	167	112					

分析师介绍

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。