



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8月3日

汽车及零部件

研究部

陈鹏扬

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080210090002
chenpy@cicc.com.cn

郑栋 CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208030081
zhengd@cicc.com.cn

上调至推荐

一汽富维(600742.SH)

低估值高成长, 向好趋势明确

张涵一

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208120091
zhanghy2@cicc.com.cn

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	3,476	3,565	6,183	7,053	8,216
(+/-)	5%	3%	73%	14%	16%
主营业务利润	52	79	357	513	633
(+/-)	191%	51%	351%	44%	24%
净利润	190	355	571	593	726
(+/-)	295%	87%	61%	4%	22%
每股盈利(元)	0.90	1.68	2.70	2.80	3.43
(+/-)	295%	87%	61%	4%	22%
市盈率	30.0	16.0	10.0	9.6	7.8
市净率	4.27	3.44	2.60	2.11	1.71
净资产收益率	15.4%	23.8%	29.7%	24.3%	24.2%
ROCE	15.4%	23.7%	26.8%	20.5%	20.3%
现金分红收益率	0.0%	0.6%	1.0%	1.5%	1.9%
每股经营现金流(元)	(0.5)	(0.7)	0.8	1.0	1.2
股价/经营现金	(48.8)	(37.8)	33.7	26.8	22.7

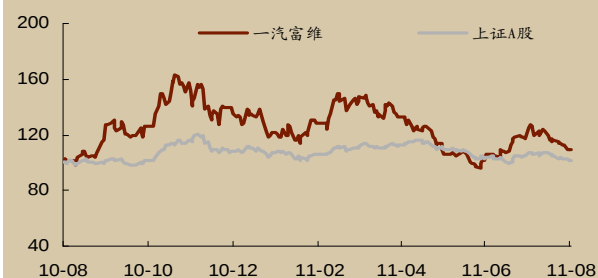
股票信息

	A股
当前股价	人民币26.84
股票代码	600742 CH Equity
日成交量(百万股)	2.7
52周最高价/最低价	人民币41.1/23.68
发行股数(百万股)	212
其中:流通股(百万股)	212
总市值(百万元)	5563
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]	-4.25	-12.29	-0.48	-9.14
[A股指数]	-0.88	-4.75	-8.63	-6.08
[中金汽车指数]	-1.67	-8.17	-7.45	-4.15

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:

一汽丰田产销恢复正常; 一汽大众销售强劲; 解放重卡销量接近底部, 4季度反弹可期; 配套客户销售走强有利于公司业绩复苏。主要客户一汽大众可能的股权结构变更有望利于公司长期发展。

评论:

一汽大众销量增长及结构改善的主要受益者。公司旗下富维江森、东阳和梅克朗均为一汽大众主力供应商, 盈利占公司比重约60%。一汽大众产品供不应求, 未来随着成都及广东基地产能逐渐释放以及新车型投放, 一汽大众有望成为行业内销量及业绩增长确定性最强的企业, 而公司凭借在其份额提升增速将会更高。

奥迪 2015 剑指 70 万销量, 公司零部件匹配增长潜力较大。奥迪或将增持一汽大众 9% 的股权至持股 19%。利益得到更好体现后, 奥迪将加速国产化以维持在国内豪华车市场领先地位。富奥江森等企业凭借较强的本土化实力及一汽体系内地位, 奥迪匹配份额还有提升空间, 将能充分受益于未来五年奥迪销量的快速增长。

3 季度起丰田业务盈利见底回升, 中期增长可期。一方面, 在经历 2009 年召回和 2010 年地震等非正常因素扰动后, 未来一汽丰田将重回稳定增长通道; 另一方面, 一汽丰田近期产能扩张主要集中在长春, 而长春丰田纺织中公司股权占比为 40%, 高于天津英泰的 25%, 公司将能从丰田销量增长中更多受益。中期来看, 丰田对中国市场重视程度加大, 未来市场份额有望稳中有升。

汽车电子及外饰件业务具备长期成长空间。公司规划内饰、外饰、汽车电子和车轮为四大主业。汽车电子方面, 公司通过与江森合资导入相关产品, 并凭借客户资源优势有望较快取得突破, 汽车电子为零部件中增长潜力最大的子版块, 公司该业务发展潜力较大。外饰中公司车灯业务尚未涉足, 后续具备外延式增长空间。

估值与建议:

上调评级至“推荐”, 给予 43 元目标价。我们预计公司 2011/2012 年每股盈利分别为 2.80 元和 3.43 元, 目前公司股价对应 2011/2012 年 PE 分别为 9.6 和 7.8 倍, 估值处于行业底部。综合考虑到一汽大众, 其中特别是奥迪品牌销量持续增长对公司盈利的拉动、丰田匹配业务的增长以及后续汽车电子业务的成长空间, 我们将公司评级从“审慎推荐”上调至“推荐”, 对应 2012 年 13 倍 PE 给予公司未来 12 个月 43 元目标价。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

依托一汽集团，布局未来收获成长	4
一汽集团唯一控股的内外饰件供应商	4
立足内外饰件及汽车电子，业务链日趋完善	7
匹配一汽大众盈利稳定增长，奥迪扩张的最大受益者	8
旗下子公司在一汽大众市场份额持续提升	8
剑指 2015 年 70 万目标，奥迪“二次创业”带来公司发展机遇	10
公司在奥迪匹配份额提升空间较大	11
丰田业务触底反弹，中期成长可期	12
天津英泰是丰田“中国战略”的主要受益者	12
长春业务股权占比提升推升盈利加速增长	13
本部钢车轮运营效率改善，盈利触底反弹可期	14
还有什么可以期待：汽车电子以及车灯业务的成长	15
内饰、外饰、汽车电子和钢车轮为公司规划四大主业	15
依托江森切入汽车电子市场，客户资源和技术优势确保快速增长	15
估值：2011 年盈利低点 10 倍 PE，未来 18% 以上复合增长	17
风险	18

图表

主要财务信息	1
股票信息	1
最近估值走势	1
最近估值走势	1
图表 1：一汽富维公司结构图	4
图表 2：主要子公司及本部车轮业务销售收入和净利润走势	5
图表 3：一汽集团生产基地布局	6
图表 4：公司生产基地布局及建设时点	6
图表 5：一汽富维与一汽富奥涉足业务对比	7
图表 6：公司旗下子公司配套一汽大众产品一览	8
图表 7：一汽大众销量增长以及富维江森、东阳和梅克朗收入及利润增长	8
图表 8：一汽大众分车型销量及增长	9
图表 9：一汽大众产能及扩张计划	9
图表 10：未来可能导入一汽大众的车型一览	9
图表 11：国内外豪华车销量占比比较	10
图表 12：一汽奥迪销量及增长	10
图表 13：主要豪华车品牌近三年国内销量	10
图表 14：豪华车品牌合资国产路线图	10
图表 15：一汽奥迪国内产能扩张	11
图表 16：一汽大众可能的股权变更	11
图表 17：公司匹配奥迪产品一览	11
图表 18：奥迪座椅及仪表板供应商一览	11
图表 19：天津英泰股权结构	12
图表 20：天津英泰收入及增速	12
图表 21：汽车巨头国内外份额比较	12
图表 22：丰田国内产能扩张计划	12
图表 23：一汽丰田股权变化以及长春丰田纺织股权比例	13
图表 24：本部业务主要运营指标	14
图表 25：一汽解放重卡销量及增长率	14
图表 26：公司各业务板块收入及利润对应图	15
图表 27：汽车电子市场收入及增长	15
图表 28：2010 年汽车电子主要产品构成	15

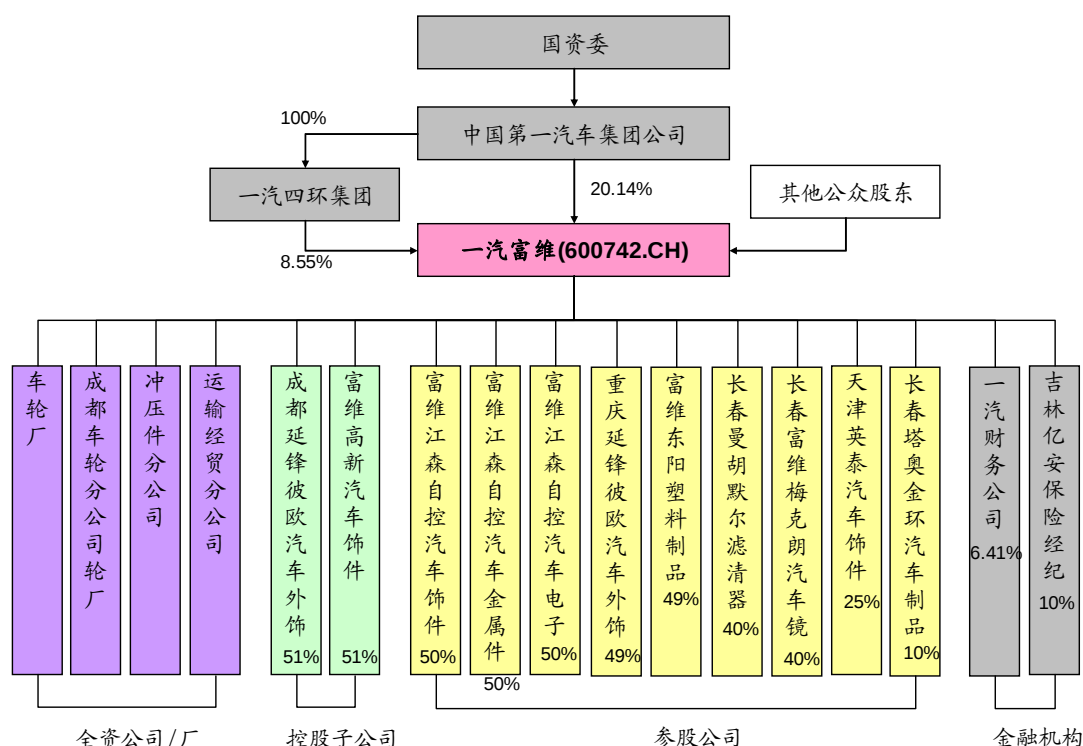
图表 29: 国内电子领域主要参与者	16
图表 30: 美国江森自控汽车电子业务一览	16
图表 31: 公司汽车电子业务目前主要产品及后续产品	16
图表 32: 公司主要子公司收入及利润预测	17
图表 33: 历史及预测财务数据	19
图表 34: 可比公司估值表	20
图表 35: 历史 P/E 和 P/B 区间	21

依托一汽集团，布局未来收获成长

一汽集团唯一控股的内外饰件供应商

公司为一汽集团旗下唯一控股内外饰件供应商。一汽集团直接或间接持有公司 28.7% 的股份，为公司控股股东。目前，公司涉足产品主要集中在内外饰件领域，主要客户包括一汽集团旗下的一汽大众、一汽解放、一汽丰田和一汽轿车等企业。从盈利构成来看，2010 年公司实现净利润 5.71 亿元，其中本部车轮业务实现净利润 0.12 亿元，其余主要为旗下合资公司贡献。公司旗下富奥东阳、富维梅克朗以及富维江森主要为一汽大众及奥迪配套，净利润贡献超过 50%。而旗下天津英泰主要为一汽丰田配套，2010 年贡献投资收益 1.50 亿元，占公司净利润比重为 26%。

图表 1：一汽富维公司结构图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2: 主要子公司及本部车轮业务销售收入和净利润走势

营业收入：万元	2007	2008	2009	2010
本部	327,048	341,874	348,859	550,268
富维江森汽车饰件系统	216,157	223,399	319,286	440,695
富维江森汽车金属零部件		1,999	14,614	28,441
富维江森汽车电子				9,520
富奥东阳	20,155	25,073	65,298	
天津英泰	277,830	356,945	355,924	466,534
曼胡默尔	12,772	20,868	27,119	40,112
富维梅克朗	10,650	14,733	23,249	34,165
延锋彼欧				10,854
富维丰田纺织				0
净利润贡献：万元	2007	2008	2009	2010
本部	-19,945	-17,429	-7,993	1,207
富维江森汽车饰件系统	10,161	13,180	17,264	22,144
富维江森汽车金属零部件	0	-645	283	1,174
富维江森汽车电子	0	0	0	-458
富奥东阳	65	148	4,024	5,265
天津英泰	12,566	16,197	12,985	15,044
曼胡默尔	-10	549	1,319	2,199
富维梅克朗	964	1,200	1,882	2,868
延锋彼欧	0	0	0	362
富维丰田纺织	0	0	0	-35
净利润贡献比重	2007	2008	2009	2010
本部	-416%	-92%	-23%	2%
富维江森汽车饰件系统	212%	70%	49%	39%
富维江森汽车金属零部件	0%	-3%	1%	2%
富维江森汽车电子	0%	0%	0%	-1%
富奥东阳	1%	1%	11%	9%
天津英泰	262%	85%	37%	26%
曼胡默尔	0%	3%	4%	4%
富维梅克朗	20%	6%	5%	5%
延锋彼欧	0%	0%	0%	1%
富维丰田纺织	0%	0%	0%	0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

依托一汽集团布局生产基地，初步形成跨区域布局。目前一汽集团主要有长春（一汽大众，一汽解放，一汽轿车，一汽客车）、天津（一汽夏利，天津丰田）、成都（四川丰田）和曲靖（一汽通用红塔）等四大整车生产基地。未来还将建成包括四川丰田长春丰越工厂、一汽大众成都工厂和广东南海工厂等新基地。作为一汽集团旗下唯一一家内外饰件供应商，公司紧跟整车厂的扩张脚步，逐步形成跨区域布局，先后在长春、天津、成都和重庆等地设立配套基地，与主机厂一起实现同步发展。

图表3：一汽集团生产基地布局



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表4：公司生产基地布局及建设时点

生产基地	所在地	设立时间	主要产品
母公司车轮工厂	长春	2000	车轮
冲压件工厂	长春	2000	保险杠、踏板、加固件
富维江森汽车饰件	长春	2001	座椅、仪表板、车门
曼胡默尔	长春	2002	滤清器
富维梅克朗	长春	2003	后视镜
天津英泰汽车饰件	天津	2003	内饰件
富奥东阳	长春	2003	保险杠、仪表板
富维江森金属件	长春	2007	座椅、金属框架
延锋彼欧	成都	2009	保险杠、外饰件
成都车轮工厂	成都	2010	车轮
富维江森汽车电子	长春	2010	车身电子、内饰电子
重庆延锋彼欧	重庆	2010	保险杠、外饰件
富维丰田纺织	长春	2010	座椅、车门饰件、地毯、行李厢
富维高新汽车饰件	长春	2010	注塑件、涂层

资料来源：公司资料，中金公司研究部

立足内外饰件及汽车电子，业务链日趋完善

富维专攻内外饰件及汽车电子，富奥侧重功能性零部件。除一汽富维外，一汽集团还有另外零部件供应商一汽富奥，一汽富奥已经有管理层持股并且正在准备上市。从业务分工来看，两家公司定位相对清晰，一汽富维主要从事内外饰件业务领域，主要产品包括座椅，仪表板，保险杠等产品；而一汽富奥则主要生产功能性零部件，也是依托一汽集团与国际优质零部件供应商合作生产。

图表 5：一汽富维与一汽富奥涉足业务对比



资料来源：公司网站，中金公司研究部

匹配一汽大众盈利稳定增长, 奥迪扩张的最大受益者

旗下子公司在一汽大众市场份额持续提升

配套一汽大众业务为公司盈利主要来源。2011 年上半年, 一汽大众销量同比增长 15.8% 至 47.6 万辆, 增速比乘用车行业平均水平高出 10.1 个百分点。其中, 奥迪 A4L, 奥迪 Q5 及大众 CC 等中高端车型增速远高于其他车型, 产品结构向上提升的趋势明显。公司旗下富奥东阳、富奥梅克朗和富奥江森均为一汽大众以及奥迪主要零部件供应商, 将受益于一汽大众及奥迪销量提升及产品结构改善。2010 年, 公司来自一汽大众净利润占公司总利润比重约 60%。

图表 6: 公司旗下子公司配套一汽大众产品一览

配套部件	配套一汽大众车型
钢车轮	捷达
铝车轮	奥迪、捷达
座椅	捷达、宝来、迈腾、奥迪
保险杠	宝来、奥迪、速腾
车门	奥迪、宝来
仪表板	奥迪、宝来、捷达、速腾
后视镜	奥迪、速腾、迈腾、宝来
干点点火线圈	捷达、宝来、高尔夫、速腾

资料来源: Marklines, 中金公司研究部

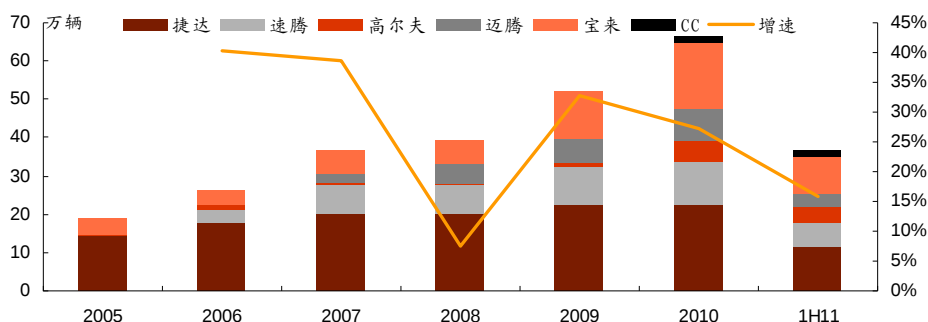
增速持续超出一汽大众销量增长, 份额稳步提升。2008~2010 年, 公司旗下富维江森和梅克朗收入复合增长率分别为 40.5% 和 52.3%, 利润复合增长分别为 29.6% 和 54.6%, 富奥东阳利润复合增长更是高达 484.5%, 增速均超出一汽大众销量 32.0% 的复合增长。主要由于公司在一汽大众匹配份额不断增大, 往后看由于新车型大多为公司旗下合资品牌配套, 公司份额有望继续提升。

图表 7: 一汽大众销量增长以及富维江森、东阳和梅克朗收入及利润增长

销量增速	2008	2009	2010	CAGR(08-10)
一汽大众销量增速	8%	34%	30%	32%
收入增速	2008	2009	2010	CAGR(08-10)
富维江森汽车饰件系统	3%	43%	38%	40%
富奥东阳	24%	160%	n.a.	n.a.
富维梅克朗	38%	58%	47%	52%
净利润增速	2008	2009	2010	CAGR(08-10)
富维江森汽车饰件系统	30%	31%	28%	30%
富奥东阳	126%	2618%	26%	484%
富维梅克朗	25%	57%	52%	55%

资料来源: 公司数据, 中国汽车工业协会, 中金公司研究部

图表 8：一汽大众分车型销量及增长



资料来源：中国汽车工业协会

新车型陆续投放及产能增长打开公司成长空间。近年来，一汽大众新车型导入速度不断加快。7月底，帕萨特 B7L 即“新迈腾”正式上市，成为一汽大众在 B 级车市场又一枚重磅炸弹式产品。往后看，随着大众集团对于一汽大众持股比例提升至 49%，未来几年新车型和新技术投放力度有望进一步加大，在完善产品结构方面有望加快脚步。目前一汽大众已明确导入几款关注度较高的车型。在 VW 品牌下，将有新迈腾、第七代高尔夫、夏朗 MPV 以及捷达 NF 等新车陆续推出。而在奥迪品牌下，则将导入今年新上市的紧凑型 SUV 奥迪 Q3 以及国内相当卖座的紧凑车型 A3 和 A1。

看好未来发展，一汽大众产能快速扩张。在产能布局方面，一汽大众长春工厂 66 万辆产能已接近饱和，未来将把发展重心向西南、华南地区延伸。在建的成都工厂未来产能将扩大至 35 万辆，并将主要生产全新一代大众品牌 A 级车及全新捷达等。此外 4 月开建的佛山第四工厂到 2013 年投产后将实现 30 万辆产能，成为大众和奥迪品牌小型车平台生产基地。届时将导入第七代高尔夫、奥迪 Q3、A3 和 A1 等小型车。

图表 9：一汽大众产能及扩张计划

工厂	辆/年	
	2010 产能	规划产能
长春第一工厂	660,000	660,000
长春第二工厂		150,000 (一期)
成都第三工厂	目前在建	→ 350,000 (二期) 2011 年投产
佛山第四工厂	2011 年 4 月开建	150,000 (一期) → 300,000 (二期) 2013 年投产
合计	660,000	1,310,000

资料来源：公司资料

图表 10：未来可能导入一汽大众的车型一览

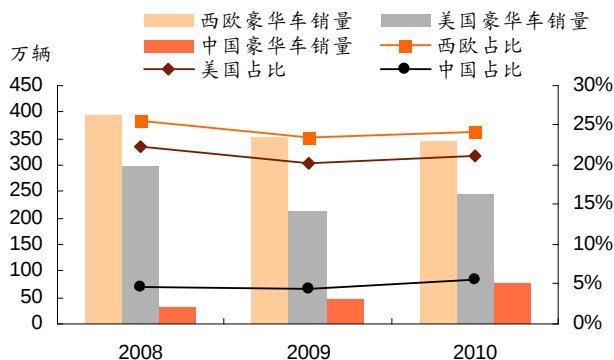


资料来源：公司资料

剑指 2015 年 70 万目标，奥迪“二次创业”带来公司发展机遇

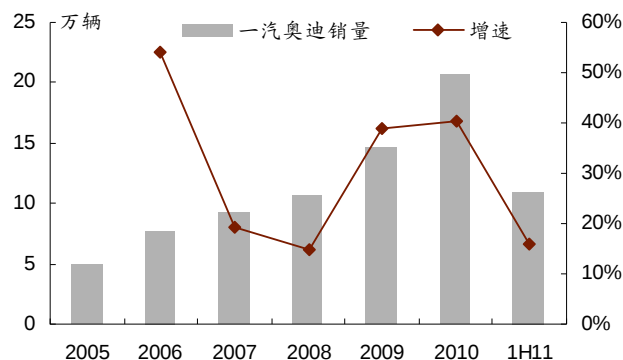
一汽奥迪作为国内豪华车龙头企业，受益于豪华车销量增长。近年来，国内豪华车市场需求快速增长，其占汽车总销量比重逐年提升。但由于基数较低，从绝对数量来看仍远远落后于欧美发达国家。胡润百富榜统计的全球亿万富豪人数中国已经名列第二，仅次于美国，而百万富翁人数也已跻身前四。随着国内中高收入人群数量增长以及消费者对于品牌和品质的追求不断提升，未来豪华车需求增速将有望持续快于行业平均水平。

图表 11：国内外豪华车销量占比比较



资料来源：Marklines，中金公司研究部

图表 12：一汽奥迪销量及增长



资料来源：中国汽车工业协会，中金公司研究部

第一轮率先合资领跑豪华车，第二轮将加大本土化保持领先优势。在 2007 年之前，奥迪品牌凭借率先在中国市场成立合资公司占领先机，在国内豪华车市场确立龙头地位。但随着宝马、奔驰陆续国产且产能迅速扩张，奥迪领先优势正在缩小。在第二轮竞争中，奥迪品牌将通过加强本土化研发以及车型全面的国产化战略来扩大领先优势。

图表 13：主要豪华车品牌近三年国内销量

	2008	2009	2010
奥迪	118,118	157,188	227,938
宝马	62,700	90,536	168,998
奔驰	38,700	68,500	147,670
斯巴鲁	19,080	35,300	57,000
雷克萨斯	31,000	33,000	52,900
沃尔沃	12,640	22,405	30,522
路虎	11,108	11,547	23,500
凯迪拉克	6,592	7,265	17,366

资料来源：各公司数据，中金公司研究部

图表 14：豪华车品牌合资国产路线图

豪华品牌	国内合资方	合资年份	国产车型	国产年份
奥迪	一汽集团	1990	A6	1999
			A4	2003
			A6L	2005
			A4L	2009
			Q5	2010
宝马	华晨汽车	2003	3系	2003
			5系	2005
奔驰	北汽集团	2005	C级	2008
			E级	2009

资料来源：各公司数据，中金公司研究部

一汽大众股权结构或将变更，奥迪利益有望更大体现。一方面，一汽股份可能出让 9% 的股权给奥迪，将其在合资公司股权比例提升至 19%；另一方面，销售环节可能重新成立合资公司，奥迪股权占比为 50%。如上述变更能如期完成，奥迪在合资公司利益将得到更好体现，其将更有动力加速车型国产化。

奥迪 2015 年 70 万销售规划，车型产能快速跟进。近日，一汽大众提出到 2015 年，公司年产能将从目前的约 100 万辆提升到 165 万辆。其中，奥迪产能要从目前的 20 多万辆提升至 70 万辆，在产能瓶颈打开后，Q3，A3 和 A1 车型将陆续国产，销量有望再度步入快速成长期。

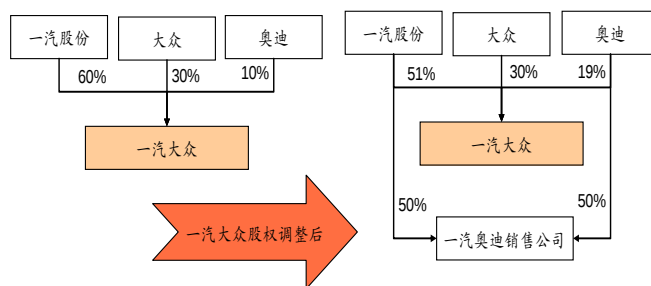
图表 15：一汽奥迪国内产能扩张

工厂	平台	产能	生产车型
长春工厂	MLB(大型车平台)	20万	A4L、A6L、Q5
佛山工厂	MQB(小型车平台)	2013年投产 一期产能15万 最终产能30万	Q3、A1、A3



资料来源：公司资料

图表 16：一汽大众可能的股权变更



资料来源：公司资料

公司在奥迪匹配份额提升空间较大

匹配奥迪部分零部件，分享豪华车市场增长。富奥梅克朗匹配奥迪 A4，A6 车型后视镜；富奥东阳匹配 A4L，Q5 车型前后保险杠，能够受益于保有量增大带来的 OES 市场增长；富维江森匹配 A4L 仪表板、座椅，Q5 车型座椅，公司能够充分分享豪华车市场增长。梅克朗和富奥东阳产品竞争相对较小，在自身竞争力提升后，后续奥迪新车型匹配将会继续增加。

图表 17：公司匹配奥迪产品一览

部件	车型	供应商
保险杠总成	A4L、Q5	富维东阳
后视镜	A4、A6	富维梅克朗
仪表板	A4	富维江森
座椅	A4、Q5	富维江森

资料来源：公司资料

图表 18：奥迪座椅及仪表板供应商一览

厂商	车型	供应商
奥迪	Q5	麦格纳斯太尔
奥迪	A3	江森自控、佛吉亚
奥迪	A4	佛吉亚
奥迪	A8	佛吉亚
奥迪	Q7	佛吉亚
奥迪	R8	瑞卡罗
奥迪	TT、TT RS、TT Coupe	瑞卡罗
奥迪	A6	李尔

资料来源：Marklines，中金公司研究部

凭借本土化研发能力及一汽集团体系内地位，富维江森有望继续扩大在奥迪份额。目前奥迪车型内饰件部分由富维江森生产、部分依靠进口、部分由长春佛吉亚等企业供应。展望未来，一方面，奥迪车型后续本土化将加速，富奥江森研发能力远领先竞争对手；另一方面，竞争对手长春佛吉亚等与一汽集团并没有股权关系，随着一汽与奥迪合作深化以及一汽对其零部件供应体系重视程度加大，富奥江森将有望凭借其本土化研发能力及牢固的体系内地位进一步扩大在奥迪业务上的匹配份额。

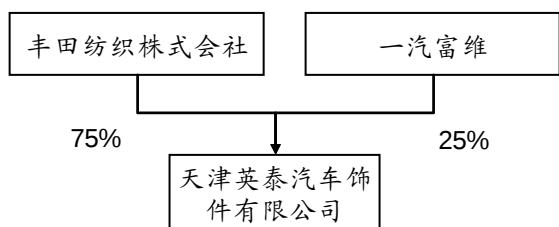
丰田业务触底反弹，中期成长可期

天津英泰是丰田“中国战略”的主要受益者

旗下天津英泰为一汽丰田主要内饰件供应商。公司旗下的天津英泰是与丰田纺织共同成立的合资公司，公司占 25% 的股权，其余 75% 由丰田纺织持有。天津英泰目前是一汽丰田主要的零部件供应商，为其配套座椅、门内饰板、顶棚、地板等相关零部件。公司 2010 年配套收入 46.7 亿元，同比增长 31.1%。而同期一汽丰田销售收入为 686.8 亿元，同比增长 29.0%。

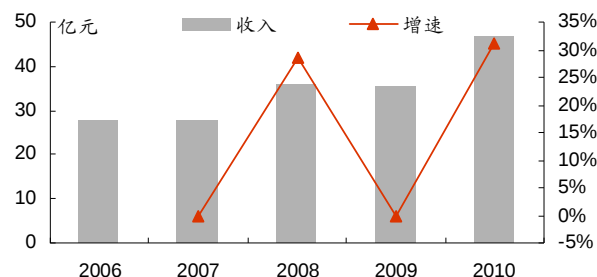
下半年一汽丰田产销触底反弹，推升天津英泰盈利。今年 3 月日本东北部发生 9 级地震，对全球汽车产业，特别是日系品牌产能造成了非常严重的影响，而丰田则是众多车企中受冲击最大的一家。上半年一汽丰田销量同比下滑 12.8% 至 20.8 万辆，表现弱于行业平均。6 月初，三大日系车企宣布提前复产，最迟 8 月恢复产能。预计上半年公司配套丰田收入同比将有较大幅度下滑，而随着丰田复产进度快于预期，下半年天津英泰将迎来触底反弹。

图表 19: 天津英泰股权结构



资料来源：公司资料

图表 20: 天津英泰收入及增速



资料来源：公司数据

配合丰田中国战略，加大投入成长可期。丰田集团在全球的市场占有率约在 11%，在日本本土和美国市场占比更高。而其在中国的市场占有率仅不到 5%，低于除欧洲外的其他市场。丰田本土外的战略重心主要在美国，而随着中国汽车市场连续几年保持高速发展，而同期欧美和日本本土车市则表现疲弱，各大国际汽车巨头均不断加大在华投资和营销力度。未来丰田将逐步提升中国市场的战略地位，在资金投入、研发和新车导入方面都将逐步向中国市场倾斜，2015 年，丰田计划将中国销量提升至 135 万辆以上，相对于其 2010 年 84.6 万的销量增长 60%，而同期，其在全球销量规划仅增长 7%。天津英泰作为一汽丰田主要的内饰件配套厂商将受益于丰田中国战略提速。

图表 21: 汽车巨头国内外份额比较

市场占有率	美国	西欧	日本	中国	全球
福特汽车	17%	10%	0%	2%	7%
通用汽车	19%	8%	0%	6%	9%
丰田汽车	15%	4%	44%	5%	11%
本田汽车	10%	1%	13%	4%	5%
铃木汽车	0%	1%	13%	2%	3%
雷诺日产	8%	14%	13%	4%	8%
大众集团	3%	20%	1%	10%	10%
标致雪铁龙	0%	15%	0%	2%	5%
现代起亚	8%	4%	0%	6%	7%

资料来源：Marklines，中金公司研究部

图表 22: 丰田国内产能扩张计划

	目前产能	规划产能	车型
天津一汽丰田西青工厂	12万	12万	威驰，卡罗拉
天津一汽丰田泰达工厂	30万	30万	皇冠、锐志、花冠、RAV4
四川一汽丰田成都工厂	3万	3万	柯斯达、普拉多
四川一汽丰田长春工厂	1万	10万	陆地巡洋舰，普锐斯
广汽丰田一工厂	20万	2012年40万，2015年60万	凯美瑞、雅力士
广汽丰田二工厂	16万		、汉兰达
合计	82万	115万	

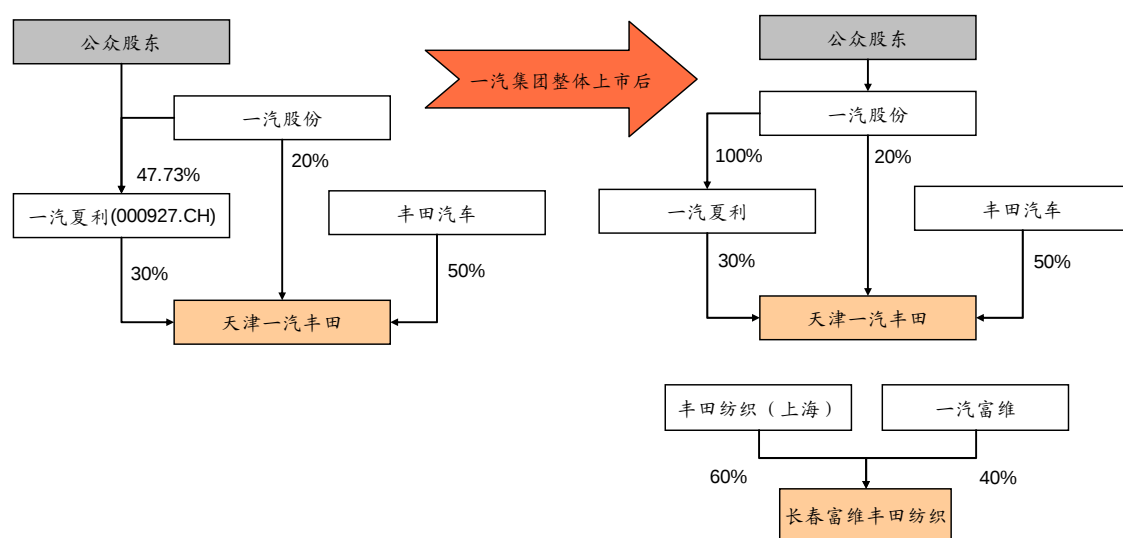
资料来源：公司资料

长春业务股权占比提升推升盈利加速增长

一汽丰田股权关系理顺将利好公司发展。一汽丰田股权结构中，一汽股份直接持有 20%，并通过一汽夏利间接持有 30%，但由于其仅持有夏利 47.7%的股权，一汽股份合计持有一汽丰田比例仅为 34%。如果后续一汽股份上市后吸收合并一汽夏利，则其将直接持有一汽丰田 50%股权，利益上更大的体现将有利于双方合作进一步深化，公司作为零部件供应商也将从中受益。

长春丰田业务股权占比提升至 40%，盈利增速更高。丰田长春工厂预计 2012 年产能 10 万辆，2013 年满产达到 20 万辆，主要生产卡罗拉衍生平台产品。此前，公司丰田业务主要依托天津英泰（公司与丰田纺织成立合资公司）匹配，公司股权占比仅 25%。随着一汽体系话语权增强以及本土化合作的优势加大，对于一汽丰田长春工厂的匹配公司与丰田纺织成立了长春丰田纺织公司，公司股权占比提升至 40%，将能够更多分享丰田业务增长。

图表 23：一汽丰田股权变化以及长春丰田纺织股权比例



资料来源：公司资料，中金公司研究部

丰田供应体系趋于开放也带来公司其它子公司切入机会。日本地震对于现有零部件供应体系造成了一定冲击，预计未来日系零部件本土化进程将有所加速，供应链体系深度和广度也会有所加强。目前一汽丰田的零部件配套体系除天津英泰外，还包括多家独立零部件供应商。如果公司旗下其余合资企业也开始为丰田配套，将打开更广阔的成长空间。

本部钢车轮运营效率改善，盈利触底反弹可期

剥离专用车业务后，本部运营效率明显改善。公司在 09 年将原有亏损严重的专用车业务剥离，并大幅缩减了本部销售费用和管理费用，使得本部运营效率有明显提升。2010 年，本部首次实现扭亏，盈利 1,207 万元，对公司业绩增长起到了关键作用。往后看，随着公司管理能力和成本控制能力提升，本部业务盈利能力还有改善空间。

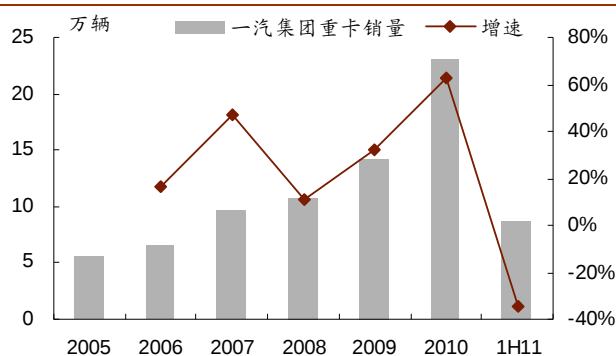
图表 24：本部业务主要运营指标

百万元	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入	2,449	3,270	3,419	3,489	5,503
毛利率	1.2%	0.4%	1.4%	2.0%	3.3%
三项费用率	6.8%	5.4%	5.9%	4.5%	2.9%
净利润	-152	-199	-174	-80	12
净利润率	-6.2%	-6.1%	-5.1%	-2.3%	0.2%

资料来源：附注：2008 年以前的亏损部分由于专用车业务亏损所致，2009 年剥离

2、3 季度本部钢车轮业务面临一定经营压力，但最差时候即将过去。上半年，受到宏观经济增速放缓、信贷紧缩以及去年较高的基数等影响，重卡行业遭遇了 08 年以来最差的市场环境，产销量同比均有较大幅度下滑，而半挂牵引车销量更是大幅下滑 30% 以上。1-6 月份，一汽解放重卡销量同比下滑 34% 至 8.7 万辆，使得公司本部为其配套的重卡车轮业务也受到了较大影响。往后看，重卡行业最差的时候即将过去，随着保障房开工进度加快以及物流运输的回暖，预计公司车轮业务将逐渐恢复到正常水平。预计本部 2011 年亏损 8000 万元，2012 年亏损降至 5000 万元。

图表 25：一汽解放重卡销量及增长率



资料来源：中国汽车工业协会

还有什么可以期待：汽车电子以及车灯业务的成长

内饰、外饰、汽车电子和钢车轮为公司规划四大主业

汽车电子及车灯业务成长空间较大。公司根据汽车行业发展趋势，结合自身优势，定了汽车内饰（仪表板/座椅、门内板）、汽车外饰（保险杠、车灯）、车身电子，车轮等四大主页。目前，公司汽车内饰业务及钢车轮业务已经在一汽体系内处于主力地位，外饰上保险杠成长迅速，但车灯领域目前尚未涉足，后续存在外延式增长空间。汽车电子业务在 2010 年成立合资公司，预计 2012~2015 年迎来收入和业绩的收获期。

图表 26：公司各业务板块收入及利润对应图

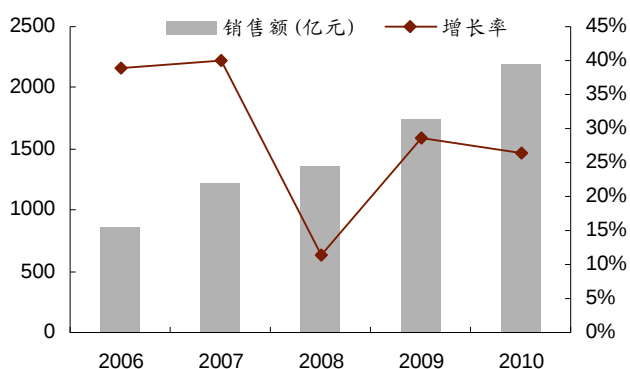
收入：万元	2007	2008	2009	2010
汽车内饰	493,987	580,345	675,210	907,229
汽车外饰	30,806	39,807	88,547	n.a.
汽车电子	0	0	0	9,520
车轮	327,048	341,874	348,859	550,268
净利润贡献：万元	2007	2008	2009	2010
汽车内饰	22,728	29,377	30,249	37,187
汽车外饰	1,029	1,348	5,907	8,133
汽车电子	0	0	0	-458
车轮	-19,945	-17,429	-7,993	1,207

资料来源：公司数据，中金公司研究部

依托江森切入汽车电子市场，客户资源和技术优势确保快速增长

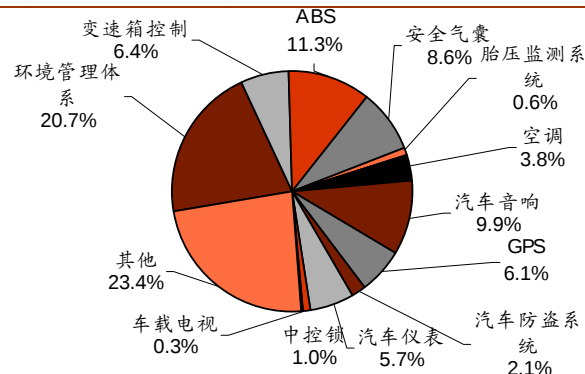
汽车电子市场成长空间巨大，目前主要有外资企业主导。随着汽车产品升级，汽车电子的应用将持续增加。我国汽车电子市场已经有 2200 亿的规模，其仍将持续增长，该板块为零部件市场增长确定性最强的子板块。目前，行业主要参与者大多为外商独资或者合资公司，产品也以引进国外为主。展望未来，高端车身电子和信息娱乐产品在汽车的普及率上还有较大提升空间。

图表 27：汽车电子市场收入及增长



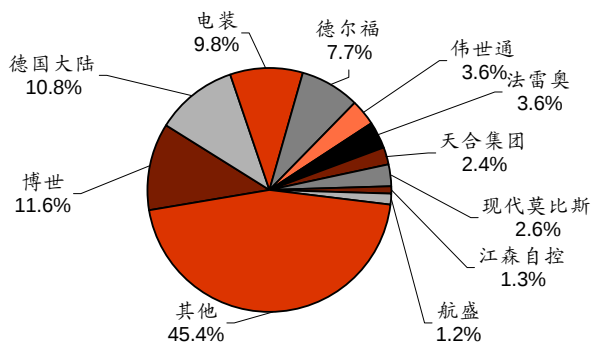
资料来源：赛迪顾问，中金公司研究部

图表 28：2010 年汽车电子主要产品构成



资料来源：赛迪顾问，中金公司研究部

图表 29：国内电子领域主要参与者



资料来源：赛迪顾问，中金公司研究部

图表 30：美国江森自控汽车电子业务一览



资料来源：公司网站，中金公司研究部

成立江森自控电子涉足汽车电子业务。2010 年，公司与江森自控成立合资公司进军汽车电子业务，目前主要产品有电子钟、多功能组合仪表和车身控制模块等产品。未来，公司还规划了车身控制系统、车身娱乐系统、防盗系统、胎压监测、动力分配模块等各类汽车电子产品。江森自控是全球领先的汽车电子生产商之一，2010 年公司汽车电子业务实现销售收入 10 亿美元，在驾驶信息系统、车载娱乐系统、车身电子以及能源管理等领域具备优势。

图表 31：公司汽车电子业务目前主要产品及后续产品



资料来源：公司资料

具备外资技术以及客户资源的企业在汽车电子领域更容易取得突破。不同于其它零部件，汽车电子产品边际成本相对较低，而前期研发投入相对较大，技术门槛高，且此类产品对整车性能影响较大，整车企业在选择供应商上也相对谨慎，外资企业在此类业务上具备一定竞争优势。但如果没有整车厂的客户资源，外资独资企业也较难稳定其市场份额，从此前联合汽车电子等企业经验来看，合资公司依托双方股东的技术及客户资源更有可能取得成功。从这个角度，我们看好富维江森电子在一汽体系内的成长空间。

估值：2011 年盈利低点 10 倍 PE，未来 18%以上复合增长

2011 年盈利低点 10 倍 PE，未来 5 年 18%以上复合增长。我们预计公司 2011, 2012 年净利润分别为 5.93 亿元和 7.26 亿元，对应每股盈利分别为 2.80 元和 3.43 元，同比分别增长 4%和 22%。2011 年，由于解放重卡低迷及丰田地震影响业绩处于低点。展望未来，大众及奥迪匹配业务增长将支撑公司盈利稳定增长，天津英泰及长春丰田纺织盈利将触底回升，本部也将持续减亏，再考虑到 2012 年后公司汽车电子业务的成长，预计公司未来 5 年复合增长率在 18% 以上。

上调公司评级至“推荐”，给予 43 元目标价。目前公司股价对应 2011/2012 年 PE 分别为 9.6 倍和 7.8 倍，估值处于行业底部。综合考虑到一汽大众，其中特别是奥迪品牌销量持续增长对公司盈利的拉动、丰田匹配业务的增长以及后续汽车电子业务的成长空间，我们将公司评级从“审慎推荐”上调至“推荐”，对应 2012 年 13 倍 PE 给予公司未来 12 个月 43 元目标价。

图表 32: 公司主要子公司收入及利润预测

营业收入：万元	2007	2008	2009	2010	2011	2012
富维江森汽车饰件系统	216,157	223,399	319,286	440,695	528,659	634,391
富维江森汽车电子				9,520	15,000	20,000
富奥东阳	20,155	25,073	65,298	n.a.	n.a.	n.a.
天津英泰	277,830	356,945	355,924	466,534	547,047	646,484
曼胡默尔	12,772	20,868	27,119	40,112	48,135	57,762
富维梅克朗	10,650	14,733	23,249	34,165	40,998	49,198
净利润贡献：万元	2007	2008	2009	2010	2011	2012
富维江森汽车饰件系统	10,161	13,180	17,264	22,144	26,725	32,039
富维江森汽车电子	0	0	0	-458	450	800
富奥东阳	65	148	4,024	5,265	6,808	8,510
天津英泰	12,566	16,197	12,985	15,044	14,528	18,269
曼胡默尔	-10	549	1,319	2,199	2,469	2,963
富维梅克朗	964	1,200	1,882	2,868	3,727	4,680

资料来源：公司数据，中金公司研究部

风险

- ▶ 经济下滑造成重卡市场低迷时间长度及程度高于预期；
- ▶ 公司对主要客户一汽大众依赖程度较大，一汽大众的各种经营风险对公司造成影响；
- ▶ 豪华车市场竞争加剧，奥迪销量增长低于预期；
- ▶ 一汽丰田竞争力持续下滑，影响天津英泰盈利贡献；
- ▶ 汽车行业整体竞争加剧风险。

图表 33: 历史及预测财务数据

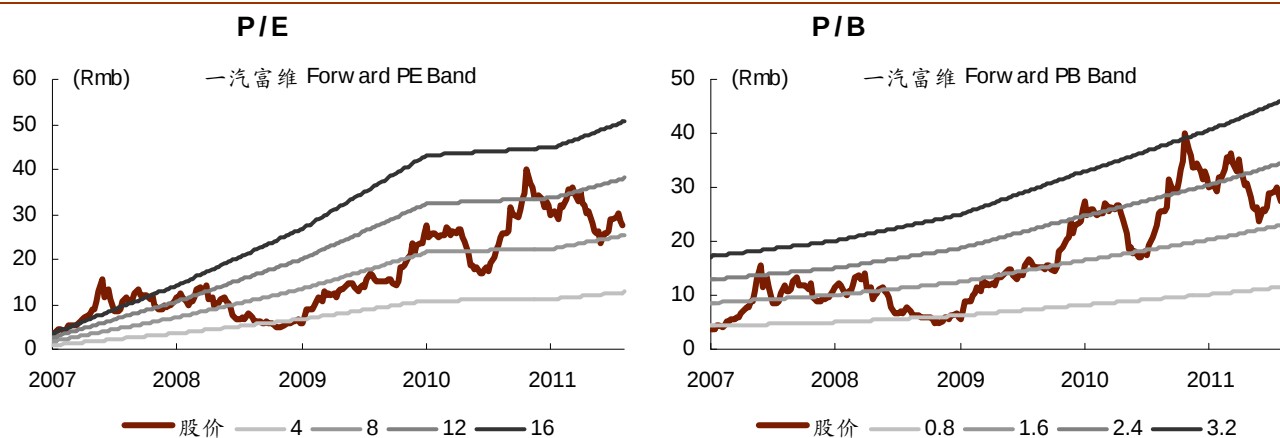
损益表 (百万元)	2006A	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入净额	2,488	3,324	3,476	3,565	6,183	7,053	8,216
主营业务利润	54	18	52	79	357	513	633
其他业务利润	-	-	-	-	-	-	-
营业费用	-44	-43	-38	-28	-28	-51	-61
管理费用	-133	-120	-151	-124	-189	-243	-283
财务费用	-17	-19	-18	-11	-10	-9	-11
营业利润	-139	-163	-154	-85	130	209	279
税前利润	2	49	190	357	637	738	913
所得税	-1	-1	-0	-2	-19	-38	-57
少数股东权益	0	-	-	0	-47	-107	-129
净利润	2	48	190	355	571	593	726
现金流量表 (百万元)							
经营活动现金流净额	-5	-71	-116	-150	168	212	251
投资活动现金流净额	16	112	251	316	36	-	-
融资活动现金流净额	24	-50	-141	-95	-188	-63	-70
货币资金增加额	35	-10	-7	71	15	149	180
资产负债表 (百万元)							
流动资产	640	664	481	793	1,418	1,734	2,146
固定资产	540	506	441	253	811	840	866
流动负债	826	881	548	614	992	1,139	1,354
长期负债	-	-	-	1	49	45	41
股东权益	1,091	1,139	1,328	1,651	2,185	2,694	3,315
总资产	1,918	2,020	1,877	2,283	3,581	4,339	5,300
财务指标							
毛利率	2.2%	0.5%	1.5%	2.2%	5.8%	7.3%	7.7%
息税前利润率	-4.9%	-4.4%	-3.9%	-2.1%	2.3%	3.1%	3.5%
净利润率	0.1%	1.4%	5.5%	9.9%	9.2%	8.4%	8.8%
净资产收益率	0.2%	4.2%	14.3%	21.5%	26.1%	22.0%	21.9%
总资产负债率	43.1%	43.6%	29.2%	26.9%	29.1%	27.3%	26.3%
流动比率	0.8	0.8	0.9	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.7	0.9	1.1	1.1
应收帐款周转期	28.2	18.6	12.9	26.9	41.1	41.1	41.1
存货周转期	52.1	44.6	29.8	38.2	30.0	30.0	30.0
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	10.7%	11.1%	14.3%	14.6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 34：可比公司估值表

公司名称	类别	股价	市值	市盈率							市净率							EV/EBITDA							EPS 增长率 %					CAGR 07-11
		2011-8-2	百万美元	06A	07A	08A	09A	10A	11E	06A	07A	08A	09A	10A	11E	06A	07A	08A	09A	10A	11E	07A	08A	09A	10A	11E				
中国A股上市公司																														
潍柴动力	CV	43.84	10,752	110.3	36.2	37.8	21.4	10.8	8.9	24.5	11.4	9.1	6.2	3.9	2.6	64.6	18.4	19.2	11.9	9.4	8.6	205%	-4%	76%	99%	21%	42%			
中国重汽	CV	18.87	1,229	35.3	11.0	16.7	18.5	11.8	13.5	6.0	3.9	3.2	2.8	2.3	2.2	10.8	5.4	8.8	8.2	6.0	5.2	220%	-34%	-10%	57%	-13%	-5%			
宇通客车	CV	22.31	1,802	52.5	30.8	21.8	20.6	13.5	10.9	9.3	4.4	6.9	5.4	4.7	3.8	29.4	16.6	19.3	13.5	12.2	10.6	71%	41%	6%	53%	24%	30%			
福田汽车	CV	8.56	2,805	n.a.	46.7	52.2	17.4	11.0	10.3	5.2	4.1	2.6	1.9	1.1	2.0	79.0	24.5	32.5	11.2	7.7	6.8	n.m.	-11%	200%	59%	6%	46%			
江铃汽车	CV	24.59	3,297	35.2	28.0	27.1	20.1	12.4	10.1	7.0	6.0	5.2	4.4	3.5	2.8	22.2	20.8	23.0	14.8	12.5	11.0	26%	3%	35%	62%	23%	29%			
东风汽车	CV	4.29	1,333	17.1	17.5	27.2	27.0	15.0	10.0	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5	1.3	9.0	7.7	30.0	30.9	13.6	8.9	-3%	-36%	1%	80%	51%	15%			
江淮汽车	CV/IPV	9.84	1,970	30.8	38.6	222.1	37.8	10.9	9.4	4.2	3.1	3.2	2.9	2.4	2.0	17.9	17.3	23.7	10.6	7.5	6.7	-20%	-83%	488%	246%	16%	42%			
长安汽车	PV	4.88	3,665	45.4	35.4	967.7	21.1	11.6	11.5	3.4	3.1	3.1	2.7	2.2	1.5	21.5	n.a.	n.a.	39.6	16.6	13.8	28%	-96%	4497%	81%	1%	32%			
上海汽车	PV	16.99	24,391	130.8	40.2	284.1	28.3	13.6	8.5	3.5	3.0	3.2	2.6	2.4	2.4	65.0	41.3	123.2	37.5	8.3	7.2	71%	-86%	905%	108%	60%	48%			
中大股东	Dealer	12.26	1,255	76.1	36.8	25.6	19.6	10.8	9.0	4.6	3.2	2.5	2.2	1.8	1.5	91.1	38.5	14.8	13.2	8.4	7.2	71%	44%	30%	83%	20%	42%			
中鼎股份	Parts	11.63	1,076	n.a.	57.6	51.9	34.6	22.3	16.7	n.a.	13.6	14.4	8.3	6.5	4.8	n.a.	40.7	28.7	18.9	13.2	11.1	n.m.	11%	50%	55%	34%	36%			
华域汽车	Parts	10.69	4,289	47.2	23.9	26.8	18.0	11.0	8.5	5.0	2.5	3.8	2.2	1.9	1.7	249.9	149.1	36.3	12.4	9.3	8.0	97%	-11%	49%	64%	29%	30%			
一汽富维	Parts	26.84	882	n.m.	118.3	30.0	16.0	10.0	9.6	5.2	5.0	4.3	3.4	2.6	2.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	295%	87%	61%	4%	88%			
福耀玻璃	Parts	9.84	3,061	32.0	21.5	80.1	17.6	11.0	9.0	7.0	5.6	6.0	4.5	3.4	3.0	21.0	15.9	16.5	11.1	9.6	8.0	49%	-73%	355%	60%	23%	24%			
银轮股份	Parts	20.18	407	64.4	73.2	60.2	48.6	20.1	17.5	7.7	4.5	4.3	3.9	3.2	2.1	25.5	23.0	18.9	12.6	10.0	8.0	-12%	21%	24%	142%	15%	54%			
平均				49.9	35.4	30.5	20.1	11.8	10.1	4.4	3.7	3.2	2.8	2.3	2.0	28.5	17.9	21.2	12.4	9.3	8.0	71%	-11%	50%	59%	15%	30%			
平均-商用车				35.2	29.4	27.1	21.0	12.1	10.2	5.6	4.0	3.2	2.9	2.3	2.1	20.1	17.0	21.2	11.6	8.6	7.7	71%	-19%	20%	60%	19%	29%			
平均-乘用车				53.2	39.3	207.2	24.7	12.6	10.0	3.7	3.4	3.2	2.7	2.3	2.1	46.7	28.0	68.5	37.5	8.3	7.2	44%	-64%	491%	62%	14%	40%			
平均-零部件				71.3	29.6	41.2	17.4	12.4	10.9	5.0	4.0	4.0	3.1	2.4	2.0	33.7	23.0	28.7	12.4	9.6	8.0	84%	-2%	51%	56%	15%	27%			
香港上市公司																														
潍柴动力	CV	41.65	10,751	86.6	28.4	29.7	16.8	8.5	7.0	19.2	9.0	7.2	4.9	3.1	2.0	20.2	5.8	6.0	3.9	3.7	3.2	205%	-4%	76%	99%	21%	42%			
庆铃汽车	CV	2.78	885	88.8	46.3	39.7	27.8	23.2	19.0	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9	1.8	1.2	1.6	1.2	1.1	0.9	92%	17%	43%	20%	22%	25%			
华晨汽车	PV	10.82	6,936	n.m.	408.3	489.6	n.m.	42.5	31.0	6.7	6.6	6.6	10.7	6.5	5.1	295.1	55.9	63.5	33.2	70.6	44.9	n.m.	-17%	n.m.	n.m.	27%	90%			
吉利汽车	PV	3.14	3,003	51.6	42.9	19.1	15.2	16.5	13.6	21.9	9.2	5.4	3.5	2.8	2.4	n.m.	n.m.	36.0	10.4	7.7	6.8	20%	124%	26%	-8%	22%	33%			
广汽集团	PV	9.56	7,540	n.m.	9.7	21.4	17.7	10.4	12.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.0	1.7	n.m.	6.9	8.7	7.6	5.2	5.2	n.m.	-54%	21%	70%	-19%	-7%			
长城汽车	CV/IPV	12.22	4,293	13.6	29.5	53.9	27.0	10.2	7.7	2.7	4.3	4.1	3.6	2.8	2.1	35.1	24.6	40.2	23.1	8.3	2.8	-54%	-45%	99%	164%	33%	40%			
东风汽车	PV	15.26	16,868	52.2	28.8	27.5	17.4	9.9	9.3	7.6	6.1	4.9	4.0	2.9	2.3	12.8	10.6	8.6	6.0	5.3	4.5	81%	5%	58%	76%	7%	33%			
中国重汽	CV	5.38	1,906	19.2	11.1	13.9	12.7	8.3	6.7	13.0	1.1	1.1	0.7	0.7	0.6	15.3	10.9	14.8	10.2	8.1	6.8	74%	-21%	10%	54%	23%	13%			
中升集团	Dealer	16.60	4,064	177.2	92.0	119.6	55.6	25.4	15.7	4.7	3.8	3.1	2.7	2.2	1.8	127.7	59.4	61.1	35.5	17.9	10.3	93%	-23%	115%	119%	62%	56%			
大昌行	Dealer	10.46	2,442	58.2	37.4	33.5	26.5	13.4	13.4	5.1	4.4	3.9	3.4	2.8	2.4	69.4	43.9	21.9	18.5	12.1	9.4	56%	12%	26%	99%	0%	29%			
信义玻璃	Parts	6.46	3,012	60.5	35.0	33.1	30.4	14.9	12.9	10.4	5.8	5.4	4.3	3.6	3.1	55.2	32.4	28.4	25.2	11.9	8.6	73%	6%	9%	103%	16%	28%			
航发集团	Parts	11.80	1,629	38.8	29.0	24.6	16.8	12.8	10.2	8.8	3.5	3.2	2.7	1.9	1.6	25.4	17.1	14.1	10.6	n.m.	7.1	34%	18%	47%	31%	26%	30%			
平均				55.2	32.2	31.4	17.7	13.1	12.9	7.6	4.4	4.1	3.5	2.8	2.1	30.2	17.1	18.3	10.5	8.1	6.8	73%	0%	43%	76%	22%	31%			
平均-商用车				86.6	28.4	29.7	16.8	8.5	7.0	13.0	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9	15.3	5.8	6.0	3.9	3.7	3.2	92%	-4%	43%	54%	22%	25%			
平均-乘用车				51.6	29.5	27.5	17.5	10.4	12.8	7.2	6.3	5.1	3.8	2.8	2.3	35.1	17.6	36.0	10.4	7.7	5.2	20%	-17%	42%	73%	22%	33%			
平均-零部件				49.6	32.0	28.8	23.6	13.9	11.5	9.6	4.7	4.3	3.5	2.7	2.4	40.3	24.8	21.2	17.9	11.9	7.8	53%	12%	28%	67%	21%	29%			
欧洲及美国上市公司																														
曼	CV	76.57	15,827	12.3	9.3	9.1	n.m.	15.8	10.1	3.0	2.2	2.1	2.2	1.6	1.5	9.7	6.7	7.4	13.7	11.2	6.2	33%	1%	n.m.	n.m.	56%	-2%			
斯堪尼亚	CV	114.30	14,250	15.4	10.7	10.3	81.1	10.0	9.1	3.5	3.7	4.2	3.9	2.6	2.2	7.9	5.6	5.4	10.6	5.6	7.0	44%	4%	-87%	707%	10%	4%			
沃尔沃	CV	92.25	30,898	11.5	12.5	18.8	n.m.	17.2	10.0	2.1	2.3	2.2	2.8	2.2	1.8	8.3	8.6	9.9	n.m.	9.1	6.9	-8%	-34%	n.m.	n.m.	72%	6%			
帕卡	CV	41.22	15,065	10.3	12.5	14.8	133.0	33.0	15.7	3.4	3.0	3.1	2.9	2.4	2.1	7.5	8.7	9.4	18.7	15.0	10.7	-17%	-16%	-89%	303%	110%	-6%			
戴姆勒	CV/IPV	47.37	71,791	12.9	12.4	33.6	n.m.	11.1	8.8	1.3	1.3	1.4	1.6	1.3	1.1	5.4	6.0	8.1	31.1	9.0	7.1	5%	-63%	n.m.	n.m.	26%	9%			
菲亚特	CV/IPV	6.09	10,610	7.3	3.9	4.7	n.m.	14.5	8.5	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6	2.2	1.9	1.8	4.0	3.3	1.8	85%	-16%	n.m.	n.m.	70%	-18%			
雷诺	PV	35.37	14,873	3.1	3.4	15.9	n.m.	2.8	5.5	0.4	0.5	0.5	0.6	0.4	0.4	8.4	7.6	11.0	13.6	8.4	7.9	-8%	-78%	n.m.	n.m.	-49%	-11%			
标志	PV	24.28	8,080	31.5	6.3	n.m.	n.m.	4.9	4.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	7.0	5.9	8.0	12.3	6.2	6.0	404%	n.m.	n.m.	n.m.	10%	9%			
宝马	PV	66.06	59,688	7.5	6.9	134.8	213.1	13.5	9.3	2.3	2.0	2.1	2.2	1.6	1.4	8.0	7.2	7.9	9.5	6.2	7.0	9%	-95%	-37%	1484%	45%	-7%			
大众	PV	123.53	84,075	17.5	11.9	10.4	52.2	8.1	6.4	1.8	1.5	1.4	1.4	0.9	0.8	10.1	7.9	8.1	11.0	7.2	6.2	47%	14%	-80%	541%	28%	17%			
福特汽车	CV/IPV	12.09	45,920	n.m.	n.m.	n.m.	13.3	6.4	6.2	n.m.	7.4	n.m.	n.m.	6.6	3.3	208.4	8.6	1761.4	17.5	7.3	9.1	n.m.	n.m.	n.m.	109%	3%	n.m.			
通用汽车	CV/IPV	27.64	43,140	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	8.9	6.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1.3	1.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	3.1	2.6	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	31%	n.m.		
玛格纳	Parts	46.08	11,225	19.0	15.5	146.3	n.m.	10.9	9.0	1.4	1.2	1.4	1.4	1.2	1.1	6.1	4.9	7.0	23.9	5.3	4.5	22%	-89%	n.m.	n.m.	21				

图表 35: 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