

证券研究报告—深度报告

汽车与汽车零部件

汽车

长城汽车(601633)

合理价位: 12.20-15.50 元 发行价: 13.00 元

2011 年 9 月 28 日

股票数据

总股本 (百万股)	3,042.4/244.2
总市值 (百万元)	39,551.5/16,606.5
沪深 300/深圳成指	2,393.18/10,328.47
12 个月最高/最低 (元)	13.00/13.00

相关研究报告:

证券分析师: 左涛

电话: 021-60933164

E-mail: zuotao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120011

新股上市定价

专注细分领域 自主品牌龙头

●专注于细分领域的自主品牌车企

长城汽车主要业务是 SUV、轿车、皮卡三类整车及相关零部件的研发、生产、销售。SUV 业务贡献了公司 2010 年 45% 的主营收入和 54% 的毛利, 是目前贡献度最大的单一业务, 轿车业务近年增长较快, 皮卡业务整体保持稳定。

●SUV、轿车业务是公司未来发展重点

SUV 业务定位精准、发展稳健: 公司 2002 年起进入 SUV 行业, 产品针对售价 8-15 万细分市场, 定位准确、性价比高、口碑好, 在该领域竞争优势突出。近年 SUV 业务稳定较快增长, 盈利能力较强, 是公司的核心业务;

轿车业务增长快、潜力大: 公司进入轿车领域时间不长, 但发展较快, 针对 A 级及以下市场推出性能、价格、质量具有优势的精品车型。公司轿车业务实现盈利, 进入回报期, 未来随着新车型的推出发展潜力较大;

皮卡优势根深蒂固, 海外市场扩张助力发展: 皮卡业务深耕多年, 具备绝对优势, 未来将保持稳定增长, 看点是出口、产品升级。公司海外市场拓展较早, 出口量位居前列, 在海外网点布局、出口认证方面具备先发优势。

●主要竞争优势

公司注重自主研发, 实力位居国内自主品牌前列, 为长期发展奠定基础; 垂直整合降低成本同时保证产品品质; 销售网络分布广、渠道下沉;

●风险提示

汽车行业波动风险、原材料价格波动人工成本增长风险、轿车业务扩张风险。

●合理价值在 12.2~15.5 元/股之间

预计公司 2011-2013 年分别实现净利 33.8、44.4、57.1 亿元, 按发行后股本计算, 对应 EPS 分别为 1.11、1.46、1.88 元。可比公司 2011 年 PE 水平在 12 倍, 鉴于公司细分市场地位突出、盈利能力较强、轿车、SUV 业务潜力大, 我们给予公司合理价区间 12.2~15.5 元, 对应 2011 PE 11~14x。

盈利预测和财务指标 (EPS 按照发行后总股本摊薄)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	12,815	22,986	29,837	37,905	47,944
(+/-%)	52.1%	79.4%	29.8%	27.0%	26.5%
净利润(百万元)	1,003	2,701	3,375	4,444	5,712
(+/-%)	95.2%	169.2%	25.0%	31.7%	28.5%
每股收益 (元)	0.33	0.89	1.11	1.46	1.88
EBIT Margin	6.7%	13.1%	12.7%	13.0%	13.2%
净资产收益率 (ROE)	13.21%	26.97%	20.2%	22.0%	23.0%
市盈率 (PE)	39.4	14.6	11.7	8.9	6.9
EV/EBITDA			12.2	9.9	8.5
市净率 (PB)	1.88	1.42	2.37	1.96	1.60

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

内容目录

公司概况	3
优秀的自主品牌汽车制造商	3
股权结构	3
公司分析	4
SUV 业务定位精准，发展稳健	4
轿车业务增长快，潜力大	6
皮卡业务优势根深蒂固	7
海外市场扩张助力发展	8
主要竞争优势	9
募集资金项目分析	10
盈利预测及估值	10
风险提示	12

图表目录

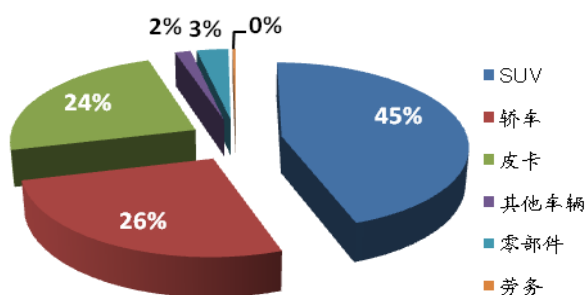
图 1: 公司 2010 年主营业务收入结构	3
图 2: 公司 2010 年主营业务毛利结构	3
图 3: 长城汽车本次发行前股权结构图	4
图 4: 公司 SUV 年销量及同比增速 (2003-2010)	5
图 5: 公司 SUV 市场占有率 (2005-2010)	5
图 6: 公司 SUV 销售收入及同比增速 (2008-2010)	5
图 7: 公司 SUV 毛利及同比增速 (2008-2010)	5
图 8: 公司 SUV 业务主营收入、毛利占比 (2008-2010)	6
图 9: 公司 SUV 业务毛利率 (2008-2010)	6
图 10: 公司轿车年销量及同比增速 (2008-2010)	7
图 11: 公司轿车销售收入及同比增速 (2008-2010)	7
图 12: 公司轿车毛利及单车毛利 (2008-2010)	7
图 13: 公司轿车业务毛利率 (2008-2010)	7
图 14: 公司皮卡年销量及同比增速 (2003-2010)	8
图 15: 公司皮卡销售收入及同比增速 (2008-2010)	8
图 16: 公司皮卡毛利及同比增速 (2008-2010)	8
图 17: 公司皮卡业务毛利率 (2008-2010)	8
图 18: 公司出口年销量及同比增速 (2008-2010)	9
图 19: 公司出口销售收入及同比增速 (2008-2010)	9
图 20: 公司出口内销销量构成 (2008-2010)	9
图 21: 公司出口内销销售收入构成 (2008-2010)	9
表 1: 长城汽车本次发行前后股权结构	4
表 2: 长城汽车募集资金项目投资情况	10
表 3: 长城汽车销售收入分拆预测 (2008-2013E)	11
表 4: 长城汽车 A 股可比公司估值情况	12

公司概况

优秀的自主品牌汽车制造商

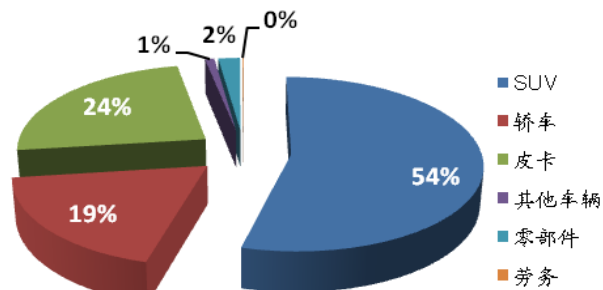
公司主业是轿车、SUV、皮卡三大业务：长城汽车是国内优秀的自主品牌汽车制造商，主要业务是轿车、SUV、皮卡三类整车及相关零部件的研发、生产、销售。公司 1996 年开始生产皮卡，2002 年进入 SUV 市场，2008 年进入轿车行业。目前公司在皮卡细分市场具备绝对优势，SUV 产销量位居前列、产品品质在自主品牌中表现突出，轿车在“腾翼 C30”等明星产品拉动下，增长速度较快且已实现盈利，汽车出口规模位居行业前列。

图 1：公司 2010 年主营业务收入结构



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

图 2：公司 2010 年主营业务毛利结构



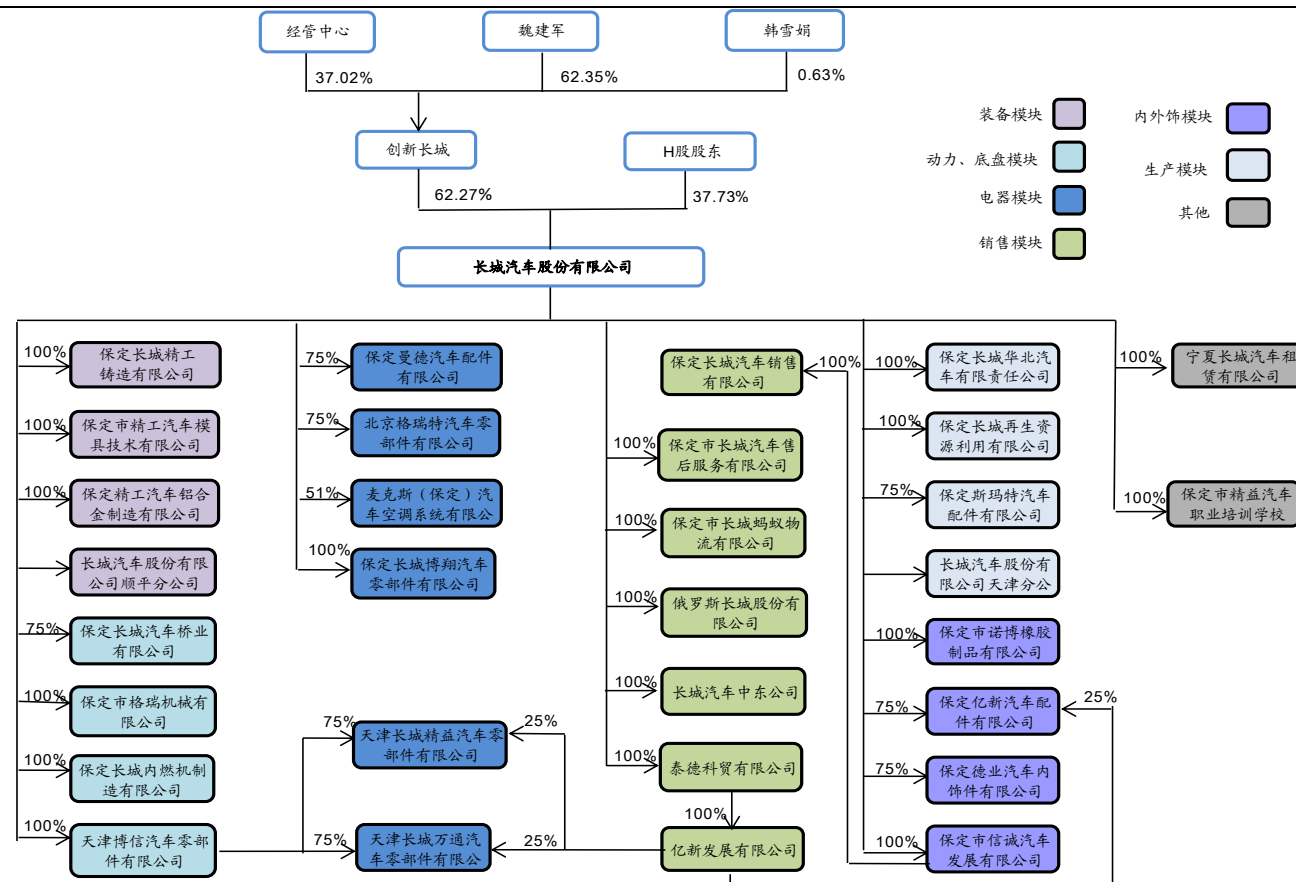
资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

整车、SUV 业务是主要收入、盈利来源：公司业务构成相对单纯，整车业务贡献了 2010 年 95% 的主营收入和 97% 的主营毛利，细分产品中，SUV 贡献了 45% 的主营收入和 54% 的毛利，是贡献度最大的单一业务。公司进入轿车业务时间较短，但增速较快，预计未来在主营中的比重会逐步提升，SUV 业务仍将是公司的核心业务之一，而皮卡业务将保持稳定，占比将逐步降低。

股权结构

长城汽车本次发行前总股本为 273818 万股，本次发行 30424.3 万股，占发行后总股本的 10%。创新长城持有公司发行前 62.27% 的股份，是公司的控股股东。魏建军先生持有创新长城 62.35% 的股份，是公司的实际控制人。

图 3: 长城汽车本次发行前股权结构图



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

表 1: 长城汽车本次发行前后股权结构

股东名称	发行前		发行后	
	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
创新长城	1,705,000,000	62.27%	1,705,000,000	56.04%
外资股 (H 股)	1,033,180,000	37.73%	1,033,180,000	33.96%
社会公众股 (A 股)	0	0	304,243,000	10.00%
合计	2,738,180,000	100.00%	3,042,423,000	100.00%

资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

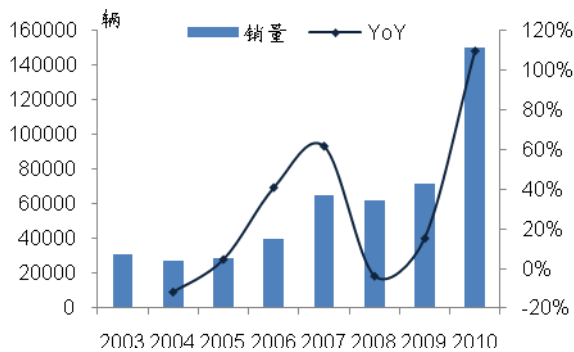
公司分析

SUV 业务定位精准, 发展稳健

SUV 产品定位精准, 细分市场竞争优势突出: 公司依托生产皮卡的积累, 2002 年在行业内较早进入 SUV 领域, 目前主要有“哈弗 H”、“哈弗 M”两个系列的产品, H 系列针对 8-15 万细分市场, 这一细分市场产品以自主品牌为主, 主要客户集中于二三线城市, 对价格、使用成本较敏感, H 系列主打车型 H3、H5 均为非承载式

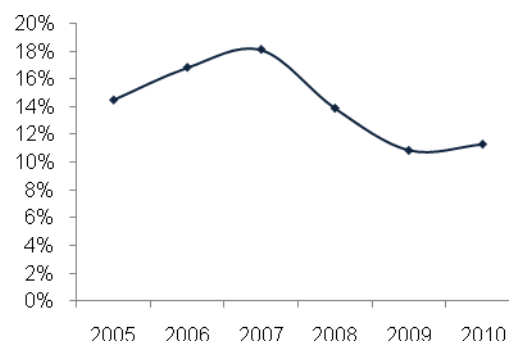
车身，装配来自三菱的成熟汽油机和长城自产的柴油机，燃油经济性较好，且具备相对较强的通过性，产品品质较好，自 2007 年以来销量稳居这一细分市场首位，并且和竞争对手的差距不断拉大。8 月底上市的 H6 采用非承载式车身，针对城市 SUV 市场，在外形、做工等方面进步较大，性价比较高，预计能取得不错的市场表现。M 系列目前产品包括 M1、M2，主打 8 万元以内的跨界小型 SUV 市场，竞争对手主要是众泰，属于 SUV 市场中相对个性化的小众车型，销量整体表现平稳。公司 SUV 产品定位准确，避开与合资品牌直接竞争，在 15 万以内的 SUV 市场竞争优势突出。

图 4: 公司 SUV 年销量及同比增速 (2003-2010)



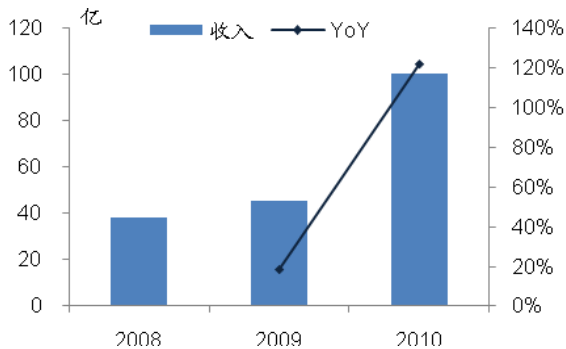
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所整理

图 5: 公司 SUV 市场占有率 (2005-2010)



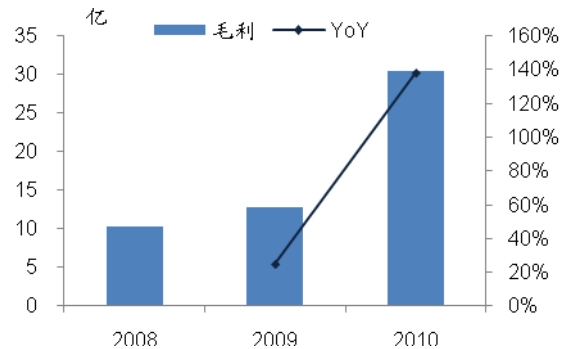
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所整理

图 6: 公司 SUV 销售收入及同比增速 (2008-2010)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

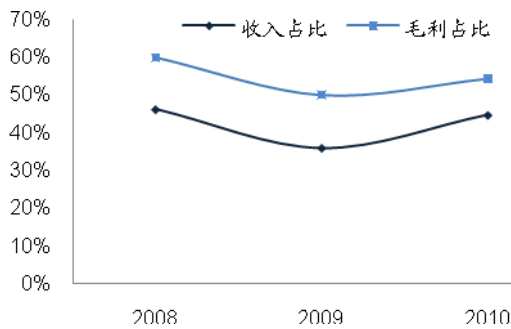
图 7: 公司 SUV 毛利及同比增速 (2008-2010)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

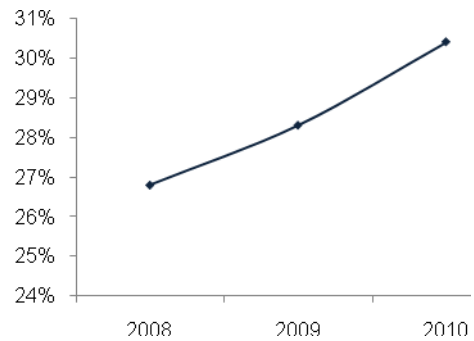
SUV 业务稳定快速增长: 在乘用车保有量快速增长的背景下，换车带来的消费升级、个性化需求、乘用车整体消费升级都促进了 SUV 市场的快速发展，2007 年以来 SUV 销量快速增长，在狭义乘用车市场占比从 7% 提升到 11%，成为增长最快的细分车型。公司 SUV 业务依托先发优势，也呈现快速增长趋势，2008-2010 年，销量、收入、毛利复合增长率分别达到 76.4%、61.9%、72.4%。2007 年以来市场份额有所下滑，主要原因是 SUV 消费结构升级使 15 万以下 SUV 份额由 60% 左右下滑至 35% 左右，但整体市场占有率仍维持在 10% 以上，在细分市场和自主品牌中仍位居首位。

图 8: 公司 SUV 业务主营收入、毛利占比 (2008-2010)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 9: 公司 SUV 业务毛利率 (2008-2010)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

SUV 业务盈利能力较强, 已成为公司核心业务: SUV 业务目前贡献了公司约一半的主营收入和毛利, 盈利能力稳步上升, 是公司毛利率最高的细分业务。在平均售价有所下降的情况下, 单车毛利稳定在 2.2 万元左右的水平, 主要得益于公司的核心零部件自主配套、规模效应和管理能力。SUV 业务目前是公司的核心业务, 轿车业务近年快速增长, 预计未来 SUV 业务比重将有所下降, 但在相当长一段时间内仍将是公司的核心业务。

轿车业务增长快, 潜力大

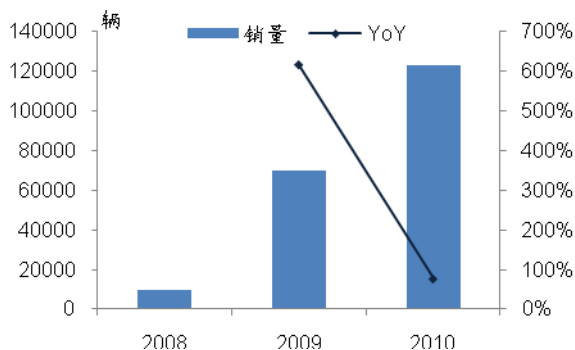
选择最具潜力的细分市场, 做精品车: 长城汽车 2008 年开始进入轿车行业, 初期先后推出精灵、炫丽、凌傲等 A0、A00 级轿车, 其中炫丽市场表现相对较好, 月销量曾达到万辆以上, 其余两款销量表现一般, 产销规模整体偏低, 盈利贡献有限, 但是产品较好的品质树立了公司做“精品小车”的口碑。2010 年中期公司推出腾翼 C30, 市场反响良好, 月销量很快稳定在万辆以上水平, 最高达到 2 万辆左右, 成为公司的明星产品, 带动公司销量、盈利快速增长。A 级轿车市场是 2005 年以来增速最快、容量最大的细分市场, 占狭义乘用车整体市场份额的 45% 左右。公司针对这一细分市场, 集中精力推出性价比较高、配置丰富、质量过硬的精品车型, 取得了较好的效果。

轿车业务进入回报期: 公司 2008 年进入轿车市场, 2010 年以前基本处于摸索阶段, 尽管也出现了月销量超万辆的车型, 但是整体产销量尚未达到 10 万辆的业内平均盈亏平衡点, 毛利率水平在 10% 以内。2010 年随着腾翼 C30 上市, 半年内月销量爬坡至万辆以上, 全年轿车销量达到 13.7 万辆, 同比增长 135%, 毛利率水平达到 17.7%, 轿车业务当年贡献主营毛利的 19%, 公司轿车业务进入回报期。

轿车业务发展潜力大: 轿车业务是公司近年增长最快的业务, 也是公司未来发展战略的重点, 在车型储备方面相当丰富, 2011 年 9 月公司先后推出凌傲的后继 Cross 版本车型腾翼 C20R 以及 A+ 级轿车腾翼 C50, C50 搭载自主研发的 1.5T 发动机, 仍保持了性价比高、空间大、注重细节的特点, 有望成为新的明星车型。公司轿车业务经过三年多的探索, 定位逐渐清晰, 预计公司轿车业务短期仍将深耕 A 级车

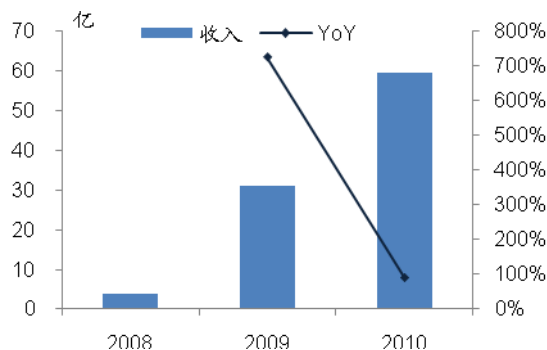
市场，做精品明星车型，逐步提升品牌溢价。

图 10: 公司轿车年销量及同比增速 (2008-2010)



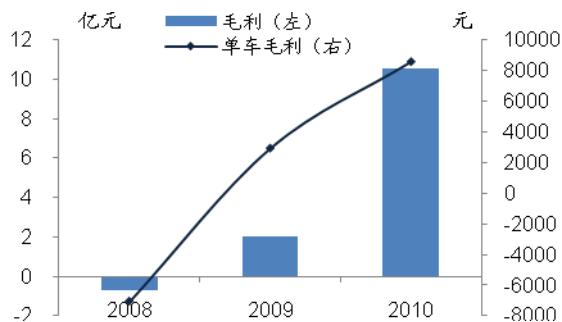
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 11: 公司轿车销售收入及同比增速 (2008-2010)



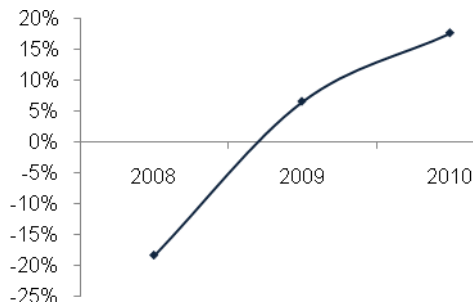
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 12: 公司轿车毛利及单车毛利 (2008-2010)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 13: 公司轿车业务毛利率 (2008-2010)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

皮卡业务优势根深蒂固

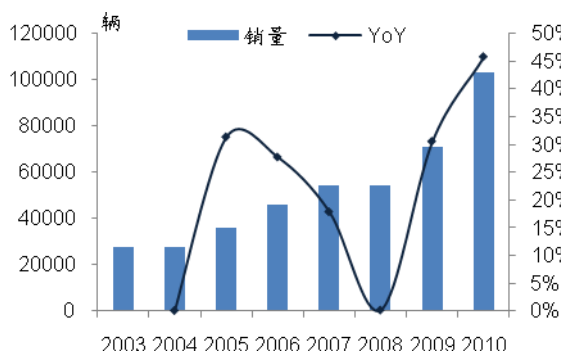
皮卡是公司传统优势业务: 长城汽车 1996 年以皮卡业务起步, 1998 年以来皮卡产销量、市场占有率一直保持行业首位, 目前皮卡产品包括迪尔、风骏 3、风骏 5 等, 近年市场占有率接近三成, 明显领先于其他竞争对手。

皮卡业务近年保持较快增长, 盈利能力稳步提升: 受益于 2009-2010 年“汽车下乡”等鼓励政策拉动, 皮卡行业以及公司皮卡业务保持较快增长。2008-2010 年销量、收入、毛利复合增长率分别达到 24.9%、24.9%、41.5%。在产能紧绷、销售结构优化背景下, 盈利能力稳步提升, 综合毛利率由 19.5% 上升至 25.1%。贡献了 2010 年 24% 的主营业务毛利, 占比仅次于 SUV。

皮卡业务将平稳增长, 主要看点是出口、产品升级: 皮卡在我国被划分为轻型商用车, 纳入轻卡统计, 在部分大城市使用受到一定限制, 但其客货两用、驾乘感受接近乘用车的特点贴合中小城市和经济发达农村地区客户需求。鼓励政策退出后, 皮

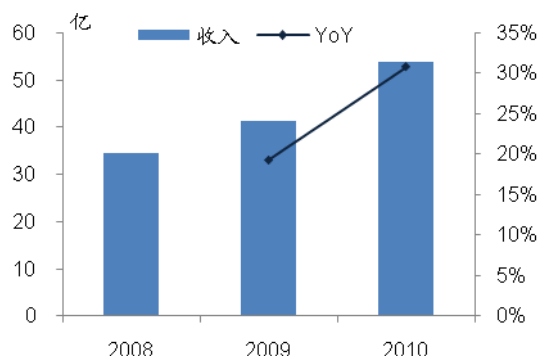
卡行业销量增速有所放缓，中长期仍将受益于城镇化以及私营经济发展，但基于公司在国内市场占有率已经保持绝对领先，预计国内需求将保持与行业同步的平稳增长。海外市场由于文化原因、政策无限制，空间相对较大，另外产品档次提升也会进一步提升盈利能力。

图 14: 公司皮卡年销量及同比增速 (2003-2010)



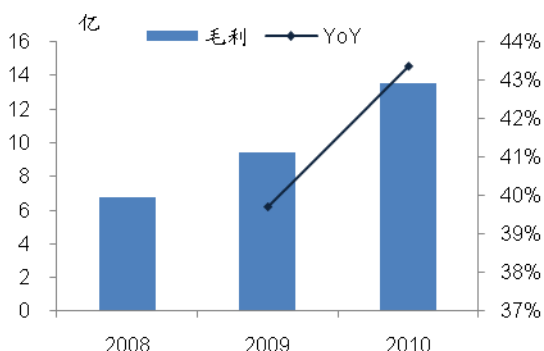
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所整理

图 15: 公司皮卡销售收入及同比增速 (2008-2010)



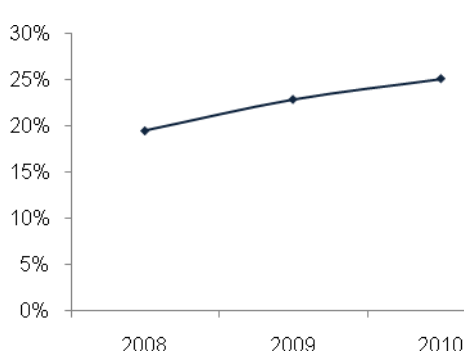
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 16: 公司皮卡毛利及同比增速 (2008-2010)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 17: 公司皮卡业务毛利率 (2008-2010)



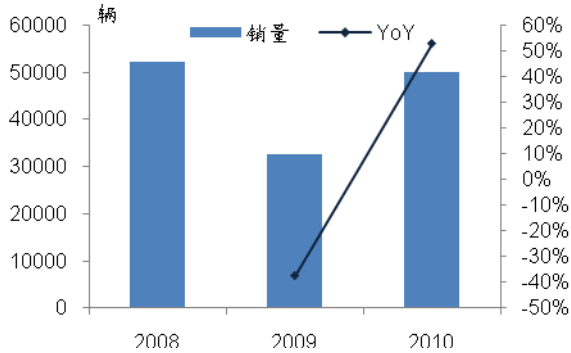
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

海外市场扩张助力发展

公司海外市场拓展较早，具备先发优势：公司产品出口百余个国家和地区，其中份额较高的地区包括澳大利亚、俄罗斯和南非，出口销量、销售收入位居国内车企前列。公司海外市场拓展较早，目前在海外网点布局、出口认证方面具备先发优势。

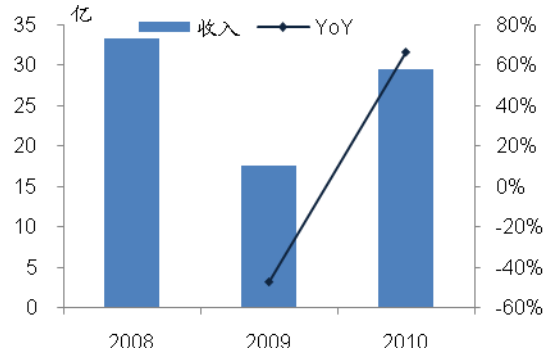
海外市场逐步复苏，出口业务空间仍较大：2009、2010 年国内市场井喷，海外市场受金融危机冲击，公司出口业务销量、收入占比有所下降，2011 年以来，国内汽车需求特别是商用车需求在政策退出后增速明显放缓，而海外市场需求恢复，汽车出口较快增长，出口业务空间仍较大，公司借助已有优势，未来出口业务将逐步回升。

图 18: 公司出口年销量及同比增速 (2008-2010)



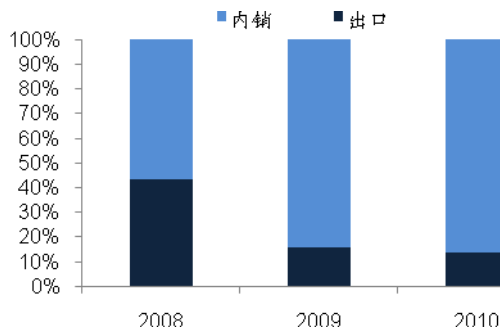
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所整理

图 19: 公司出口销售收入及同比增速 (2008-2010)



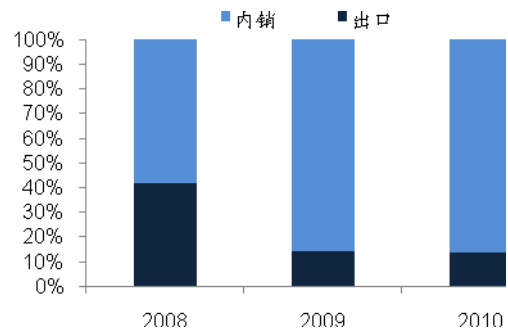
资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 20: 公司出口内销销量构成 (2008-2010)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

图 21: 公司出口内销销售收入构成 (2008-2010)



资料来源: 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

主要竞争优势

注重自主研发, 为长期发展奠定基础: 公司重视研发, 在人员配备培养、研发设备方面投入到位, 虽未与国际零部件巨头在资本层面合作, 但在技术方面与博士、博格华纳、霍尼韦尔等企业广泛合作, 目前在整车、动力总成研发方面积累了较多经验, 推出了具备自主知识产权的产品, 为公司长期发展奠定基础。

注重产品品质, 口碑较好: 公司通过加强设计、制造工艺方面的控制, 自制动力总成、底盘等核心零部件, 外购部分优质供应商零部件等手段提高产品品质, 其产品在所处细分市场普遍具有性价比高、耐用性好的优势, 返修率较低, 已有产品获得了较好口碑, 有利于进一步拓展市场份额和积累品牌溢价。

销售网络分布较广, 渠道下沉: 公司经过多年建设, 目前在国内、海外市场已经形成的较为完善的销售网络。国内市场由于公司产品定位的原因, 大部分的网点集中于三四线及以下城市, 自然性形成了渠道下沉的优势。海外网点拓展较早, 在重点区域能较好的完成售后服务, 对未来海外市场进一步扩张打下了基础。

募集资金项目分析

公司本次公开发行人 30424.3 万股 A 股普通股，募集资金将投入年产 10 万台 GW4D20 柴油机项目等 7 个发动机、变速器、车桥、内外饰等零部件的扩产项目，主要用于天津 40 万辆整车生产基地的零部件配套。上述项目总投资 31.7 亿元，建设期 12-36 个月。

长城汽车发展过程中一贯立足自主研发，动力总成和部分核心零部件大多为自产，使公司形成较强的研发能力，产业链延伸提升盈利能力，此次募集资金项目使核心零部件配套满足新增产能需求，有利于提升产品竞争力和公司盈利能力。

表 2：长城汽车募集资金项目投资情况

项目名称	项目总投资	拟投入募集 资金额	建设期	第一年	第二年	第三年	第四年
年产 10 万台 GW4D20 柴油机项目	41,190.0	41,190.0	24 个月	8,656.3	20,198.1	12,335.6	
年产 30 万台 EG 发动机项目	56,800.0	56,800.0	36 个月	10,000.0	26,557.0	13,200.0	7,043.0
年产 20 万台 6MT 变速器项目	52,026.2	52,026.2	36 个月	17,977.2	13,482.9	13,482.9	7,083.2
年产 40 万套铝合金铸件项目	42,027.0	42,027.0	36 个月	15,173.9	11,380.4	11,380.4	4,092.3
年产 40 万套车桥及制动器项目	57,165.7	57,165.7	24 个月	22,175.0	22,888.0	12,102.7	
年产 40 万套内外饰项目	48,793.2	48,793.2	24 个月	21,947.5	17,957.1	8,888.6	
年产 40 万套灯具项目	18,584.3	18,584.3	12 个月	15,809.1	2,775.2		
合计	316,586.4	316,586.4		111,739.0	115,238.7	71,390.2	18,218.5

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

盈利预测及估值

关键假设：

- 1、未来三年国内汽车行业整体保持平稳增长，政策、产业环境无重大变动；
- 2、公司毛利率、销售、管理费用率基本保持稳定，财务费用率在募集资金到位后有所下降；
- 3、募集资金各个项目如计划达产；

在上述假设下预计公司 2011-2013 年分别实现收入 298.3、379.1、479.4 亿元，实现净利 33.8、44.4、57.1 亿元，按发行后股本计算，对应 EPS 分别为 1.11、1.46 元、1.88 元。

目前 A 股主要乘用车整车企业 2011 年平均 PE 为 20 倍，比亚迪、一汽夏利因盈利下滑，PE 较高，剔除上述两公司后 2011 年平均 PE 为 12 倍。鉴于公司在细分

市场地位突出，整体盈利能力较强，轿车、SUV 业务增长空间较大，应享有一定的估值溢价，我们给予公司合理价区间 12.2~15.5 元，对应 2011 年 PE11~14x。

表 3：长城汽车销售收入分拆预测（2008-2013E）

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
SUV	营业收入（万元）	382424	452146	1002684	1159121	1418764	1751038
	YoY		18.2%	121.8%	15.6%	22.4%	23.4%
	销量（辆）	44006	58299	136982	154790	185748	224755
	YoY		32.5%	135.0%	13.0%	20.0%	21.0%
	毛利率	26.8%	28.3%	30.4%	29.9%	30.4%	30.6%
轿车	营业收入（万元）	37694	310468	595993	997588	1387147	1871677
	YoY		723.6%	92.0%	67.4%	39.1%	34.9%
	销量（辆）	9754	69790	122843	197777	266999	349769
	YoY		615.5%	76.0%	61.0%	35.0%	31.0%
	毛利率	-18.3%	6.6%	17.7%	21.7%	22.1%	22.4%
皮卡	营业收入（万元）	345245	412017	538846	633302	753629	896819
	YoY		19.3%	30.8%	17.5%	19.0%	19.0%
	销量（辆）	63235	75341	98643	115412	137341	163435
	YoY		19.1%	30.9%	17.0%	19.0%	19.0%
	毛利率	19.5%	22.9%	25.1%	23.8%	24.0%	24.0%
其他车辆	营业收入（万元）	26522	45824	34928	43814	54220	67097
	YoY		72.8%	-23.8%	25.4%	23.8%	23.8%
	销量（辆）	3451	6430	5014	6318	7897	9871
	YoY		86.3%	-22.0%	26.0%	25.0%	25.0%
	毛利率	12.2%	11.8%	14.5%	14.3%	15.0%	15.0%
整车合计	营业收入（万元）	791886	1220454	2172451	2833825	3613759	4586631
	YoY		54.1%	78.0%	30.4%	27.5%	26.9%
	销量（辆）	120446	209860	363482	474297	597985	747830
	YoY		74.2%	73.2%	30.5%	26.1%	25.1%
	毛利率	21.0%	20.3%	25.3%	25.4%	25.6%	25.7%
零部件	营业收入（万元）	37352	40694	70026	86832	105935	128182
	YoY		8.9%	72.1%	24.0%	22.0%	21.0%
	毛利率	14.1%	18.3%	16.8%	14.0%	14.0%	14.0%
劳务	营业收入（万元）	0	5037	6105	7021	8074	9285
	YoY			21.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率		17.2%	7.3%	8.0%	8.0%	8.0%
其他业务	营业收入（万元）	13226	15275	50025	56028	62752	70282
	YoY		15.5%	227.5%	12.0%	12.0%	12.0%
	毛利率	19.7%	16.7%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
总计	营业收入（万元）	842464	1281460	2298607	2983706	3790520	4794379
	YoY		52.1%	79.4%	29.8%	27.0%	26.5%
	综合毛利率	20.7%	20.2%	24.7%	24.8%	25.1%	25.2%

数据来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表 4：长城汽车 A 股可比公司估值情况

股票代码	公司名称	收盘价 2011/9/22	EPS			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
000550	江铃汽车	21.30	2.31	2.74	3.23	9.2	7.8	6.6
000572	海马汽车	4.26	0.23	0.27	0.30	18.4	15.9	14.0
600991	广汽长丰	16.15	1.01	1.26	1.86	16.0	12.8	8.7
000625	长安汽车	4.25	0.41	0.48	0.58	10.3	8.9	7.4
000927	一汽夏利	8.20	0.15	0.27	0.31	55.8	30.8	26.6
000800	一汽轿车	11.75	0.90	1.06	1.27	13.0	11.1	9.3
002594	比亚迪	20.64	0.43	0.64	0.92	48.4	32.3	22.5
600418	江淮汽车	8.14	0.90	1.11	1.39	9.1	7.3	5.9
600104	上海汽车	16.47	1.86	2.18	2.57	8.9	7.5	6.4
600166	福田汽车	7.21	0.65	0.85	1.15	11.0	8.4	6.3
平均值						20.0	14.3	11.4
平均值（剔除比亚迪、一汽夏利）						12.0	10.0	8.1

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：EPS 预测来自 Wind 一致预期

风险提示

汽车行业波动风险：2011 年以来，汽车行业受鼓励消费相关政策退出、油价上涨、日本地震、部分城市治堵限购的综合影响，销量增速明显下滑。若汽车行业持续低迷，将会给公司经营带来一定影响。

原材料价格波动和人工成本增长风险：汽车行业属于资本、人力密集型行业。钢材、橡胶、塑料等大宗原材料成本占比较高，若上述原材料价格大幅波动，人工成本持续上涨，将影响公司盈利。

轿车业务扩张风险：轿车行业规模效应明显，目前虽然公司轿车业务增长较快，已实现盈利，但整体规模仍偏小。产品结构上，部分明星车型贡献度较高，若明星车型销量下滑、新车型市场接受度达不到预期，将给公司轿车业务发展带来较大影响。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	3095	5829	9832	16782	营业收入	22986	29837	37905	47944
应收款项	9255	11444	12462	13135	营业成本	17298	22439	28403	35865
存货净额	2104	3258	3778	4681	营业税金及附加	811	985	1251	1582
其他流动资产	371	597	758	959	销售费用	1070	1444	1823	2306
流动资产合计	14825	21128	26829	35557	管理费用	874	1193	1492	1876
固定资产	7313	9881	11777	12757	财务费用	(8)	(95)	(174)	(267)
无形资产及其他	1111	1067	1024	980	投资收益	56	31	37	42
投资性房地产	304	304	304	304	资产减值及公允价值变动	(29)	(24)	(22)	(22)
长期股权投资	147	147	147	147	其他收入	0	0	0	0
资产总计	23698	32526	40081	49745	营业利润	2968	3878	5124	6601
短期借款及交易性金融负债	26	5	5	5	营业外净收支	73	53	53	53
应付款项	8279	9966	12592	15936	利润总额	3041	3931	5177	6654
其他流动负债	3582	4559	5760	7289	所得税费用	214	393	518	665
流动负债合计	11887	14530	18357	23230	少数股东损益	126	163	215	276
长期借款及应付债券	0	(600)	(600)	(600)	归属于母公司净利润	2701	3375	4444	5712
其他长期负债	1410	1410	1410	1410					
长期负债合计	1410	810	810	810	现金流量表 (百万元)				
负债合计	13298	15341	19167	24040		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	385	516	688	909	净利润	2701	3375	4444	5712
股东权益	10015	16670	20226	24795	资产减值准备	10	19	9	6
负债和股东权益总计	23698	32526	40081	49745	折旧摊销	549	733	972	1137
					公允价值变动损失	29	24	22	22
					财务费用	(8)	(95)	(174)	(267)
					营运资本变动	94	(886)	2136	3101
					其它	103	112	163	215
					经营活动现金流	3486	3376	7747	10193
					资本开支	(2547)	(3301)	(2856)	(2101)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(2457)	(3301)	(2856)	(2101)
					权益性融资	0	3955	0	0
					负债净变化	0	(600)	0	0
					支付股利、利息	(287)	(675)	(889)	(1142)
					其它融资现金流	48	(21)	0	0
					融资活动现金流	(526)	2659	(889)	(1142)
					现金净变动	503	2735	4002	6950
					货币资金的期初余额	2592	3095	5829	9832
					货币资金的期末余额	3095	5829	9832	16782
					企业自由现金流	823	(56)	4694	7820
					权益自由现金流	871	(591)	4851	8060

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

注：EPS 按照报告期当时股本计算。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn