



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

观点聚集
证券研究报告

2012 年 2 月 9 日

汽车及零部件

研究部

陈鹏扬

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010036
chenpy@cicc.com.cn

郑栋 CFA

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010043
zhengd@cicc.com.cn

张涵一 CFA

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010032
zhanghy2@cicc.com.cn

A 股维持审慎推荐，B 股上调至推荐

长安汽车 (000625.SZ/200625.B)

本部趋于好转，福特崛起可期

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	25,593	33,072	27,258	27,972	30,265
(+/-%)	91%	29%	-18%	3%	8%
主营业务利润	4,622	5,093	3,908	5,485	6,699
(+/-%)	174%	10%	-23%	40%	22%
净利润	1,121	2,027	958	1,252	1,865
(+/-%)	4497%	81%	-53%	31%	49%
摊薄每股盈利 (元)	0.23	0.42	0.20	0.26	0.39
(+/-%)	4497%	81%	-53%	31%	49%
每股经营现金流 (元)	1.25	1.16	-0.03	-0.11	0.05
市盈率	17.6	9.7	20.6	15.8	10.6
市净率	2.24	1.86	1.33	1.24	1.13
净资产收益率	13.5%	20.8%	7.6%	8.2%	11.3%
股息收益率	0.4%	2.3%	1.1%	1.1%	1.1%

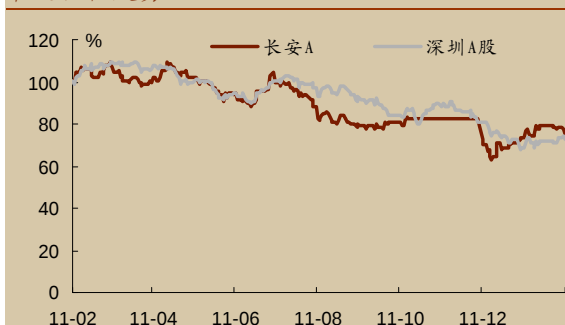
股票信息

B股		A股
200625.CH	股票代码	000625.CH
港币2.6	当前股价	人民币4.08
港币3.4	日成交量(百万股)	7.95
港币3.922/2.06	52周最高价/最低价	人民币5.883/3.34
4186	发行股数(百万股)	4186
1074	其中:流通股(百万股)	3388
17612	总市值(百万股)	17612
	主要股东(持股比例)	中国长安汽车集团股份有限公司(43.33%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
[000625.CH]	-1.45	+4.08	-7.06	+7.94
[A股指数]	+3.96	+10.69	-9.33	+7.16
[中金汽车指数]	+3.71	+10.05	-8.46	+7.18

最近估值走势



资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究

投资要点:

在经历 2011 年 3 季度业绩低点后，公司业绩有望逐季反弹；尽管由于去年高基数原因 1 季度业绩仍将呈现下滑，但欧诺 MPV 以及逸动上市将有助于本部减亏，新福克斯、KUGA 和嘉年华 SUV 等产品推出将明显提升长安福特盈利能力。A 股估值相对合理，B 股明显低估（2012 年 8 倍 PE 和 0.7 倍 PB），上调 B 股评级至推荐，给予 3.4 港币目标价，对应目前股价有 30% 上行空间。

理由:

欧诺上市和金牛星上量改善产品结构，2012 年微车业务有望望价齐升。2012 年的销量增长来自如下方面：1) 金牛星高端微车产品在 2011 年 4 季度完成产能爬坡，1 月销售约 1.2 万辆，全年预计有 15~16 万辆销量，对销量和盈利拉动较大；2) 公司 2 月份将推出与五菱宏光类似的欧诺产品，加大高端市场竞争力度，全年预计销售 8 万辆；3) 河北基地有新产品上市。全年来看，新品上市和结构改善将推动微车业务销量及业绩稳定增长。

新品推出投入收缩，2012 年本部轿车亏损有望降低。重庆固定资产投入以及北京基地投产将继续推升 2012 年折旧压力，但后续公司扩产将趋于谨慎。同时在产品型谱逐渐完整后，未来公司研发投入将和经营效益相匹配，总体保持稳定。2012 年逸动、B501 和 CD101 等新车集中上市后，产能利用率和产品结构有望稳步提升，本部轿车业务亏损幅度将呈现降低。

长安福特车型加速投放，2013 年迎来业绩爆发期。4 月份新福克斯将上市，预计 2012 年销售 10 万辆。嘉年华 SUV 和 KUGA 在 11、12 月投产，预计 2013 年合计销售形成 10 万辆。未来三年每年公司推 2~3 款新车，销量有望持续较快增长，推动产能利用率稳步提升。2013 年 6 月之后公司新一代发动机和变速箱核心动力总成将陆续国产，利润率将明显提升。

估值与建议:

我们预计公司 2011、2012 和 2013 年每股盈利分别为 0.20 元、0.26 元和 0.39 元。目前股价对应 2012/13 年 A 股 PE 分别为 15.8 倍和 10.6 倍，估值相对合理，维持 A 股审慎推荐评级。对应 B 股 2012 年 PE 和 PB 分别为 8.2 倍和 0.6 倍，估值处于行业底部，考虑到长安福特未来三年的快速增长以及本部微车和轿车业务的盈利弹性，我们上调公司 B 股评级至推荐，上调目标价至 3.40 元。风险：本部微车及轿车销售盈利低于预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

欧诺上市和金牛星上量改善产品结构, 2012 年微客业务有望量价齐升

2 月份公司将推出长安欧诺产品, 定位与五菱宏光类似, 2011 年五菱宏光合计销售约 20 万辆; 公司欧诺产品预计 2012 年销售 8 万辆, 2013 年销售 16 万辆。欧诺产品主要针对家用及个体户市场, 产品安全性要高于此前传统微客产品, 目前细分市场上仅有五菱宏光一款竞品车, 欧诺产品推出有望改善公司产品结构。

图表 1: 长安欧诺与五菱宏光参数对比

	欧诺	五菱宏光
外形		
价格/万元	4.5-6.0	4.5-6.1
排量/升	1.3	1.2/1.4
尺寸/毫米	4360*1685*1820	4305*1680*1750
轴距/毫米	2750	2720

资料来源: 汽车之家, 中金公司研究部

我们预计公司微客 2012 年销售 75 万辆, 增速超出行业水平。2012 年的销量增长来自如下方面: 1) 金牛星高端微客产品在 2011 年 4 季度完成产能爬坡, 12 月份销售 1 万辆; 2012 年 1 月销售约 1.2 万辆, 全年预计有 15~16 万辆销量, 对销量和盈利拉动较大 (2011 年 7 万辆); 2) 欧诺有 8 万辆增量; 3) 河北基地有新产品上市。全年来看产品结构会有明显提升, 销售均价有望从 2011 年的 3.38 万元提升至 2012 年的 3.8 万元。

图表 2: 公司微客销量及预测

销量: 辆	2010A	2011A	2012E	2013E
本部微车	515,355	338,784	467,406	560,406
其中: 金牛星		75,000	150,000	195,000
欧诺			80,000	128,000
河北长安	130,511	102,416	107,537	112,914
南京长安	207,504	171,111	179,667	188,650
微车销量合计	853,370	612,311	754,609	861,969

资料来源: 中国汽车工业协会, 中金公司研究部

预计 3 年内新进入者还不会对微车行业价格体系带来冲击, 公司龙头地位稳固。现在微车行业集中度很高, 前三家集中度在 80% 左右, 从网点来看, 公司 7000 多家, 五菱 10000 多家, 并且已经开拓到县城和乡镇市场, 新进入者很难培育出这样庞大的销售网络, 成本控制也很难超越龙头企业, 销量大规模提升的难度较大。在较小的基数下, 即使它们做一些价格促销, 龙头企业也不会跟进。

2012 年微车价格下探压力不大, 主要理由如下: 1) 中端以上微车 (3 万元以上产品) 已经形成明显品牌效应; 2) 3 万元以下的产品, 现在产品价格和成本已经比较接近, 降价空间不大; 3) 新进入者现在产量还比较小, 即使价格战对行业影响有限; 4) 五菱宝骏产品需要较大投入, 需要微车业务支持。

新车集中上市投入趋于谨慎, 轿车亏损有望降低

本部轿车研发费用稳定, 但折旧压力较大。折旧来看, 重庆本部 2012 年新增 1.5~2.0 亿元折旧; 北京基地下半年投产开始计提折旧, 合计资本投入 12 亿元, 还有人工要摊销, 年化来看预计会有 1 个多亿亏损。未来, 重庆基地折旧会进入相对平稳期, 不会有明显增加。后续折旧情况更多要看公司有无异地扩张计划。研发投入来看, 2010 年以前处于快速增长期, 2010 年研发支出 8~9 亿元, 2011 年 9~10 亿元, 往后看研发投入的增加会和公司经营效益相匹配, 总体来看会保持稳定。

2012 年新车集中上市有望改善产品结构。2012 年公司将集中投放逸动、B501 和 CD1013 款新车, 产品型谱进一步完善。其中 3 月投放的逸动产品竞争力较强, 预计将明显改善公司产品结构。

图表 3: 本部轿车新车型

	逸动	悦翔100
外形		
上市时间	2012.3.18	2012.2H
排量/升	1.5T/1.6	1.3
变速箱	4速自动/5速手动	5速手动
尺寸/毫米	4620*1820*1490	4180*1650*1465
轴距/毫米	2660	2410
	长安CD101	改款悦翔
外形		
上市时间	2012.2H	2012.2H
排量/升	2.0	1.5
变速箱	6速手动/6速自动	4速自动和/5速手动
尺寸/毫米	4920*1825*1500	4360*1710*1475
轴距/毫米	2800	2515

资料来源: 汽车之家, 中金公司研究部

图表 4: 本部轿车产能投资情况

项目名称	预算额/万元	截止2011上半年工程投入占预算比例
鱼嘴汽车城项目	418,193	28%
长安工业园项目	149,031	78%
发动机厂	115,808	94%
河北长安新区建设	60,312	93%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

长安福特车型加速投放, 2013年迎来业绩拐点

长安福特马自达有望在 2 季度底完成分家, 外方股东重视程度将明显加大。尽管昌河铃木事件使得发改委审批长福马分家的条件发生变化, 但公司有望在 2~3 个月之内通过其它渠道解决资格证问题, 乐观来看预计 2 季度底会分家完成。合资公司拆分后, 外方持股比例均将提升至 50%, 利益得到更好体现, 利好两家合资企业的发展。

图表 5: 长安福特未来几年新车型

	新福克斯	嘉年华SUV
外形		
上市时间	2012.5	2012.2H
排量/升	1.6/2.0	1.0T
变速箱	6速手动/6速自动	6速自动
尺寸/毫米	4359*1824*1466	4297*1722*1467
轴距/毫米	2650	2500
	KUGA	C-MAX
外形		
上市时间	2012.2H	2013
排量/升	1.6T/2.0T	1.6/2.5
变速箱	6速自动	6速自动
尺寸/毫米	4523*1839*1684	4521*1828*1635
轴距/毫米	2690	2789

资料来源: 汽车之家, 中金公司研究部

长安福特未来每年 2~3 款车, 持续增长可期。2012 年, 公司 4 月份会投产新福克斯, 5 月就会完成所有渠道的铺货, 今年预计新福克斯销售 10 万辆, 和老福克斯分别占据 A 级车市场高端和中低端的位置; 嘉年华 SUV 和 KUGA 产品在 11, 12 月投产, 预计在 2013 年会合计形成 10 万辆的销量贡献, 其中以 KUGA 车型为主。2012~2015 年, 福特合计会有 11 款车型投入, 不包括小改款

和大改款。其中 2012 年 3 款, 2013 年蒙迪欧换代和一款新车; 2014 年 3 款, 2015 年 2 款。新车型集中上市预计会推动长安福特 2015 年销量提升至 80 万辆。

产能小步快跑, 核心零部件在 2013 年 6 月和 2014 年初投产。公司现在产能紧张, 2012 年 15 万辆的新增产能预计能消化 10 万辆以上, 后续每年产能都会有小幅提升, 产能利用率持续高位。重庆地区发动机基地要到 2013 年 6~7 月投产, 变速箱季度要 2014 年初投产。在此之前, 新福克斯和蒙迪欧等部分新动力总成产品基本需要进口, 之后国产化率提升会带来利润率提升空间。

图表 6: 长安福特产能投资情况

产能: 万辆	2010	2011	2012	2013	2014
长安福特	25	25	40	50	待定
长安马自达	15	15	15	15	15
发动机	35	35	35	55	75
变速箱					40

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

2011.6~2013.6 月处于投入期, 2013 年下半年迎来爆发增长。实际上, 从去年的 6 月份开始, 长安福特进入 2 年多的投入期, 预计要到 2013 年上半年才会结束, 主要有生产基地的建设以及导入新产品费用投入。2013 年 6 月开始, 产销规模的增长将有效摊薄费用投入, 同时发动机和变速箱陆续国产会带来利润率明显提升, 公司有望迎来业绩爆发期。

长安福特公司运营能力及新车资源明显提升。近两年合资公司主要有以下三方面变化: 1) 长安和福特的合作关系进一步深化, 福特对中国市场的依赖程度明显加大, 更多听取中方的意见; 2) 长安福特战略调整到位, 自制率提升以及提升合资企业研发, 销售和生等竞争力形成共识 3) 合资公司无论是在管理, 人力资源和质量控制上都得到双方股东的大力支持, 能力明显提升。

长安马自达车型导入稳步推进

目前明确的产品除了新老马 3 并行销售外, 未来几年还会有 3 款全新产品, 一个是新马 2, 第二个是 SUV 产品, CX-5, 会在 2013 年初引入公司进口网络销售, 另外 3 年之后还会导入新一代马 3 换代产品。其余车型正在争取之中, 预计长安马自达每年都会有一款新车型投放市场。

估值与建议:

我们预计公司 2011、2012 和 2013 年每股盈利分别为 0.20 元、0.26 元和 0.39 元。目前股价对应 2012/13 年 A 股 PE 分别为 15.5 倍和 10.6 倍, 估值相对合理, 维持 A 股审慎推荐评级。对应 B 股 2012 年 PE 和 PB 分别为 8 倍和 0.6 倍, 估值处于行业底部, 考虑到长安福特未来三年的快速增长以及本部微车和轿车业务的盈利弹性, 我们上调公司 B 股评级至推荐, 上调目标价至 3.40 元。

图表 7: 长安福特盈利预测假设

销量: 辆	2010A	2011E	2012E	2013E
蒙迪欧	51,586	64,511	70,962	78,058
嘉年华	75,199	63,990	51,192	56,311
嘉年华SUV				40,000
福克斯	172,270	188,961	150,000	120,000
新福克斯			130,000	169,000
Mazda 2	21,681	9,037	8,133	8,947
Mazda 3	68,617	74,022	88,826	97,709
Volvo S40	5,537	5,104	5,614	6,176
Volvo S80	11,554	9,780	10,758	11,834
S-MAX	5,049	3,195	3,515	3,866
KUGA			-	80,000
销量合计	411,493	418,600	519,001	671,901
收入: 百万元	47,523	48,908	61,131	85,075
毛利: 百万元	10,460	10,288	12,898	18,031
毛利率	22.0%	21.0%	21.1%	21.2%
净利润: 百万元	2,428	2,052	2,597	3,684
净利润率	5.1%	4.2%	4.2%	4.3%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 8: 长安本部盈利预测假设

销量: 辆	2010A	2011E	2012E	2013E
长安之星	515,355	263,784	237,406	237,406
金牛星		75,000	150,000	195,000
欧诺			80,000	128,000
河北长安	130,511	102,416	107,537	112,914
南京长安	207,504	171,111	179,667	188,650
微车销量合计	853,370	612,311	754,609	861,969
奔奔	78,955	90,056	97,260	105,041
悦翔	103,980	56,672	45,338	52,138
CX30	3,145	15,525	18,630	22,356
CX20	4,449	42,091	50,509	60,611
逸动			50,000	80,000
轿车销量合计	194,613	204,344	261,737	320,147
收入: 百万元	35,596	30,108	41,072	49,515
毛利: 百万元	6,030	4,433	6,263	7,648
毛利率	16.9%	14.7%	15.2%	15.4%
净利润: 百万元	165	-443	-345	-308
净利润率	0.5%	-1.5%	-0.8%	-0.6%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 9: 盈利构成及预测

净利润: 百万元	2010	2011	2012	2013
本部	444	-224	-170	-127
河北长安	16	-53	-52	-52
南京长安	-125	-110	-98	-104
长安福特马自达	1,214	1,026	1,299	1,857
长安铃木	85	62	30	28
江铃控股	248	227	247	340
合并净利润	2,027	958	1,252	1,865

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 10: 历史和预测财务数据

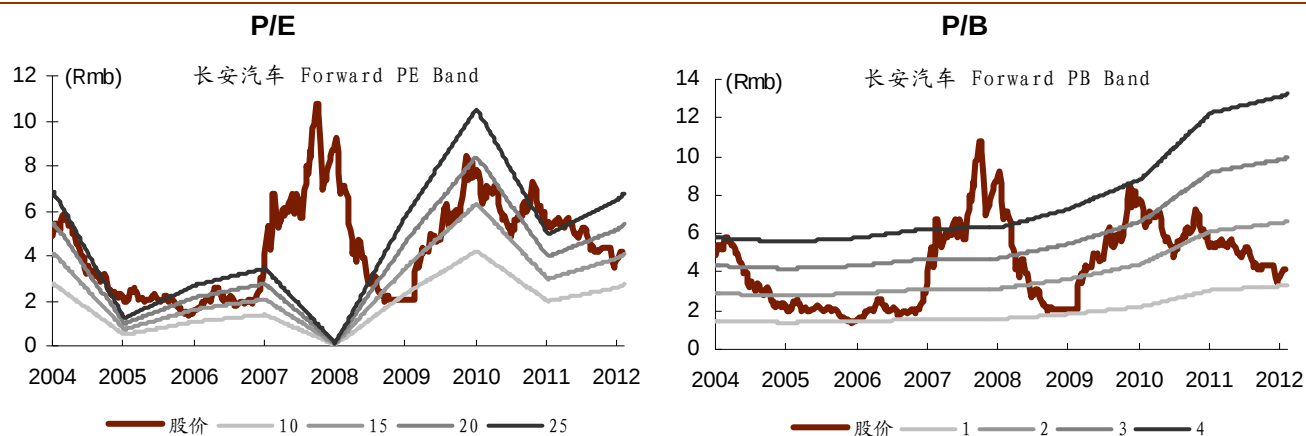
(单位: 人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表						
主营业务收入	13,375	25,593	33,072	27,258	27,972	30,265
主营业务利润	1,684	4,622	5,093	3,908	5,485	6,699
营业费用	1,137	2,486	3,230	2,819	3,764	4,495
管理费用	853	1,248	1,573	1,452	2,014	2,460
资产减值损失	151	574	1	100	100	100
营业利润	-456	315	288	-463	-393	-357
投资收益	561	804	1,631	1,359	1,588	2,197
税前利润	34	1,110	1,991	912	1,209	1,820
所得税	16	4	-15	-19	-19	-19
净利润	24	1,121	2,027	958	1,252	1,865
现金流量表						
经营活动现金流	485	2,912	2,695	-157	-525	257
投资活动现金流	-783	-533	-1,179	-2,000	-2,000	-2,000
融资活动现金流	364	-542	-888	3,294	-104	861
货币资金增加额	66	1,837	628	1,136	-2,629	-882
资产负债表						
货币资金	1,538	3,375	4,201	5,337	2,709	1,826
应收款项	2,692	7,663	9,642	6,815	6,993	7,566
存货	1,662	2,504	2,536	2,533	2,412	2,513
流动资产	5,978	13,628	16,577	14,882	12,311	12,103
固定资产	4,188	4,448	6,267	7,817	9,251	10,684
无形资产和其他资产	507	582	1,126	1,023	920	817
流动负债	7,583	14,575	19,139	16,013	15,271	16,891
长期负债	76	1,001	734	810	886	962
少数股东权益	112	94	-42	-69	-94	-120
股东权益	7,597	8,800	10,626	14,815	15,852	17,502
总资产	16,833	25,099	32,584	32,264	34,441	39,587
财务指标						
毛利率	15.0%	20.2%	17.4%	16.4%	22.4%	25.3%
息税前利润率	-3.4%	1.2%	0.9%	-1.7%	-1.4%	-1.2%
净利率	0.2%	4.4%	6.1%	3.5%	4.5%	6.2%
净资产收益率	0.3%	13.5%	20.8%	7.6%	8.2%	11.3%
总资产收益率	0.3%	11.3%	16.9%	6.5%	7.1%	8.9%
总资产负债率	45.5%	62.1%	61.0%	52.1%	46.9%	45.1%
净资产负债率	100.8%	177.0%	187.0%	113.6%	101.9%	102.0%
流动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.7
速动比率	0.6	0.8	0.7	0.8	0.6	0.6
应收帐款周转期	72	108	105	90	90	90
存货周转期	53	44	33	40	40	40
分红比例	172.3%	3.7%	10.6%	22.4%	17.2%	11.5%

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 11: 可比公司估值

公司名称	类别	股价		市值 百万美元	市盈率				市净率				EV/EBITDA				EPS 增长率 %				CAGR 09-12
		12-2-8			09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E	
中国A股上市公司																					
潍柴动力	CV	33.87	9,089	16.6	8.3	9.2	7.7	4.8	3.0	2.2	1.6	9.3	7.4	6.7	6.7	76%	99%	-9%	19%	21%	
中国重汽	CV	13.39	892	13.1	8.3	12.2	10.7	2.0	1.6	1.6	1.5	5.8	4.2	3.6	3.6	-10%	57%	-31%	14%	5%	
宇通客车	CV	24.61	2,031	22.7	14.9	12.0	8.8	5.9	5.2	4.2	3.4	14.9	13.5	11.7	11.7	6%	53%	24%	36%	27%	
福田汽车	CV	6.43	2,153	13.1	8.2	12.9	9.7	3.3	1.7	1.6	1.4	8.5	5.9	5.2	5.2	200%	59%	-36%	32%	8%	
江铃汽车	CV	21.95	3,008	17.9	11.1	10.4	8.7	3.9	3.1	2.6	2.3	13.2	11.1	9.8	9.8	35%	62%	6%	21%	20%	
东风汽车	CV	3.25	1,032	20.4	11.4	9.8	8.2	1.2	1.1	1.0	1.0	20.4	9.0	5.8	5.8	1%	80%	16%	20%	26%	
江淮汽车	CV/PV	5.91	1,209	22.7	6.6	11.7	9.8	1.8	1.4	1.3	1.2	6.3	4.4	3.9	3.9	488%	246%	-44%	19%	23%	
长安汽车	PV	4.08	3,131	17.6	9.7	20.6	15.8	2.2	1.9	1.3	1.2	32.7	13.8	11.4	11.4	4497%	81%	-53%	31%	3%	
上海汽车	PV	15.59	27,287	25.9	12.5	8.1	7.0	2.4	2.2	2.2	1.9	41.1	9.1	7.9	7.9	905%	108%	54%	15%	39%	
中大股份	Dealer	8.53	892	20.3	11.2	9.4	8.3	2.3	1.9	1.6	1.4	9.6	6.1	5.2	5.2	30%	81%	20%	13%	25%	
中鼎股份	Parts	10.45	988	31.1	20.0	16.1	12.8	7.4	5.9	4.4	3.3	17.0	11.9	10.0	10.0	50%	55%	25%	26%	25%	
华域汽车	Parts	10.51	4,310	17.7	10.8	8.8	7.6	2.2	1.9	1.7	1.5	12.2	9.1	7.9	7.9	49%	64%	23%	15%	24%	
一汽富维	Parts	20.53	689	12.2	7.6	8.8	7.0	2.6	2.0	1.7	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	87%	61%	-14%	26%	15%	
松芝股份	Parts	11.56	573	23.8	15.8	15.6	13.3	7.8	2.1	1.9	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31%	51%	1%	17%	16%	
福耀玻璃	Parts	8.66	2,754	15.5	9.7	11.0	9.1	4.0	3.0	2.7	2.4	10.0	8.7	7.2	7.2	355%	60%	-12%	21%	14%	
根轮股份	Parts	12.64	319	30.4	12.6	14.0	11.2	3.2	2.6	1.3	1.2	10.9	8.6	8.2	6.7	24%	142%	-10%	25%	28%	
平均				17.8	10.9	10.7	8.9	2.4	1.9	1.6	1.5	10.0	8.6	6.7	6.7	50%	58%	13%	16%	15%	
平均-商用车				18.3	9.7	11.9	9.3	2.7	1.7	1.6	1.6	8.9	6.6	5.5	5.5	20%	60%	-2%	19%	20%	
平均-乘用车				21.8	11.1	14.3	11.4	2.3	2.0	1.8	1.6	32.7	9.1	7.9	7.9	491%	62%	14%	7%	12%	
平均-零部件				15.5	10.8	10.4	9.1	2.6	2.0	1.7	1.4	10.9	8.7	7.9	7.2	50%	55%	13%	15%	15%	
香港上市公司																					
潍柴动力	CV	44.20	9,090	17.6	8.8	9.7	8.2	5.1	3.2	2.3	1.7	10.7	5.6	12.5	10.7	76%	99%	-9%	19%	21%	
庆铃汽车	CV	2.28	730	22.8	19.0	15.4	12.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.5	0.5	0.4	0.3	43%	20%	23%	22%	16%	
华晨汽车	PV	8.82	5,709	n.a.	28.7	19.4	13.5	7.1	5.6	4.3	3.3	26.4	56.2	64.4	59.7	n.m.	n.m.	48%	43%	n.m.	
吉利汽车	PV	2.72	2,616	12.9	14.0	11.7	9.9	3.0	2.4	2.0	1.7	9.3	6.9	6.3	5.5	26%	-8%	20%	18%	7%	
广汽集团	PV	8.40	6,660	15.5	9.1	12.9	10.8	n.m.	2.0	1.8	1.6	6.7	4.6	5.0	4.1	21%	70%	-29%	19%	9%	
长城汽车	CV/PV	14.16	6,027	34.2	13.0	10.4	8.0	4.6	3.5	1.9	1.6	33.1	11.9	4.4	4.0	99%	164%	25%	30%	44%	
东风汽车	PV	15.40	17,113	17.2	9.8	9.2	8.1	4.0	2.9	2.3	1.8	8.4	5.2	5.1	4.5	58%	76%	7%	14%	21%	
中国重汽	CV	5.20	1,852	12.1	7.9	7.0	5.2	0.7	0.6	0.6	0.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	10%	54%	12%	36%	24%	
中升集团	Dealer	16.10	3,963	53.0	24.2	16.6	11.6	2.6	2.2	1.8	1.8	35.7	18.0	9.8	7.2	115%	119%	45%	43%	46%	
大昌行	Dealer	10.32	2,426	26.4	13.3	11.6	9.3	3.4	2.8	2.3	2.0	18.6	12.2	8.6	7.0	26%	99%	15%	24%	30%	
正通汽车	Dealer	8.37	2,383	102.6	54.2	20.6	11.6	33.7	3.7	2.3	1.9	60.4	33.9	13.1	6.5	331%	89%	163%	78%	73%	
信义玻璃	Parts	5.01	2,380	23.5	11.6	10.0	7.9	3.4	2.8	2.4	2.1	20.4	9.7	9.3	7.9	9%	103%	16%	27%	31%	
航安集团	Parts	9.12	1,266	12.9	9.9	9.3	8.0	2.1	1.5	1.3	1.2	7.4	5.7	5.2	4.5	47%	31%	6%	16%	13%	
平均				20.2	13.0	11.6	9.3	3.4	2.8	2.0	1.7	14.6	8.3	7.5	6.0	45%	82%	16%	24%	22%	
平均-商用车				17.6	8.8	9.7	8.2	0.8	0.8	0.8	0.8	5.6	3.0	6.4	5.5	43%	54%	12%	22%	21%	
平均-乘用车				16.4	13.0	11.7	9.9	4.3	2.9	2.0	1.7	9.3	6.9	5.1	4.5	42%	73%	20%	19%	15%	
平均-零部件				18.2	10.7	9.6	7.9	2.7	2.1	1.9	1.6	13.9	7.7	7.2	6.2	28%	67%	11%	21%	22%	
欧洲及美国上市公司																					
曼	CV	83.60	16,138	n.m.	17.2	11.8	14.6	2.4	2.1	1.9	1.7	14.9	12.2	6.9	8.6	n.m.	n.m.	46%	-19%	n.m.	
斯堪尼亚	CV	116.80	14,191	82.8	10.3	13.3	10.9	4.0	3.1	2.5	2.2	10.9	5.7	9.9	8.3	-87%	707%	-23%	22%	66%	
沃尔沃	CV	95.10	30,484	n.m.	17.7	11.7	9.8	2.9	2.6	2.1	1.8	n.m.	9.3	7.7	6.8	n.m.	n.m.	51%	20%	n.m.	
帕卡	CV	43.87	15,715	141.5	35.1	13.1	11.1	3.1	3.0	2.5	2.1	20.4	16.3	10.5	8.8	-89%	303%	167%	19%	89%	
戴姆勒	CV/PV	45.42	64,317	n.m.	10.6	8.9	9.3	1.5	1.3	1.2	1.1	34.7	10.0	8.4	8.6	n.m.	n.m.	19%	-4%	n.m.	
菲亚特	CV/PV	4.66	7,794	n.m.	11.1	6.9	4.6	0.6	0.5	0.5	0.4	6.6	5.6	2.3	2.0	n.m.	n.m.	61%	48%	n.m.	
雷诺	PV	37.25	14,630	n.m.	2.9	5.1	5.4	0.7	0.5	0.4	0.4	14.6	9.0	8.3	8.9	n.m.	n.m.	-43%	-5%	n.m.	
标致	PV	16.09	5,000	n.m.	3.2	5.3	7.1	0.3	0.3	0.3	0.3	11.5	5.8	6.6	6.9	n.m.	n.m.	-40%	-24%	n.m.	
宝马	PV	69.69	58,899	224.8	14.2	9.0	9.8	2.3	2.0	1.6	1.5	10.4	6.7	7.2	7.7	-37%	1484%	57%	-7%	119%	
大众	PV	127.90	82,472	54.1	8.4	6.6	7.0	1.5	1.3	1.0	0.9	11.3	7.4	6.1	6.1	-80%	541%	27%	-5%	67%	
福特汽车	CV/PV	12.88	49,858	14.2	6.8	8.8	7.5	n.m.	n.m.	2.5	1.9	17.4	7.3	9.8	8.6	n.m.	109%	-23%	17%	17%	
通用汽车	CV/PV	26.22	41,023	5.6	n.m.	n.m.	n.m.	1.1	0.9	0.7	n.m.	n.m.	2.7	2.5	2.4	26%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
玛格纳	Parts	42.95	10,021	n.m.	10.2	9.8	9.4	1.3	1.3	1.2	1.1	21.8	4.8	4.5	4.2	n.m.	n.m.	3%	5%	n.m.	
博格华纳	Parts	78.18	8,578	339.9	23.6	17.7	14.5	4.2	3.9	3.6	2.8	26.7	12.7	9.0	7.9	n.m.	1339%	34%	22%	120%	
奥托立夫	Parts	65.20	5,821	543.3	9.6	10.2	9.4	2.3	2.0	1.6	1.4	15.4	5.1	5.1	4.7	-95%	5542%	-6%	9%	176%	
爱尔特克	Parts	23.80	2,003	41.0	21.4	15.4	14.8	4.5	3.0	2.6	2.4	12.8	8.7	7.1	7.0	-16%	91%	39%	4%	29%	
法雷奥	Parts	38.93	4,080	n.m.	8.0	7.1	7.2	2.4	1.7	1.5	1.3	6.0	3.2	3.0	3.0	n.m.	n.m.	13%	-2%	n.m.	
平均				82.8	10.4	9.4	9.4	2.3	2.0	1.6	1.5	13.7	7.1	7.0	7.0	-80%	624%	23%	5%	78%	
平均-商用车				112.2	17.5	12.5	11.0	3.0	2.8	2.3	2.0	14.9	10.7	8.8	8.5	-88%	505%	49%	19%	78%	
平均-乘用车				34.1	8.4	6.9	7.1	1.1	0.9	0.9	0.9	11.5	7.0	6.9	7.3	-37%	541%	19%	-5%	67%	
平均-零部件				339.9	10.2	10.2	9.4	3.3	2.5	2.1	1.9	14.1	6.0	5.6	5.0	-55%	1339%	13%	5%	120%	
日本上市公司																					
五十铃	CV	399	8,806	80.4	13.1	9.2	9.4	2.3	2.1	1.7	1.5	15.9	6.5	6.0	5.0	n.m.	514%	43%	-3%	71%	
日野汽车	CV	522	3,901	n.m.	n.m.	22.2	13.1	1.4	1.6	1.5	1.3	8.3	5.5	5.3	4.5	n.m.	n.m.	n.m.	70%	n.m.	
日产	PV	774	45,508	74.4	10.1	10.3	8.4	1.2	1.1	1.1	1.0	6.7	5.6	6.6	5.9	n.m.	635%	-2%	23%	72%	
丰田	CV/PV	3,135	140,588	46.9	24.1	35.6	15.0	0.9	1.0	1.0	0.9	10.5	10.0	14.6	9.6	n.m.	95%	-32%	137%	33%	
马自达	PV	147	3,404	n.m.	n.m.	n.m.	73.9	0.5	0.6	0.7	0.7	3.3	3.3	17.3	8.6	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	
本田	PV	2,838	66,862	19.2	9.6	21.5	10.8	1.2	1.1	1.2	1.1	8.0	7.0	12.2	7.5	96%	100%	-55%	98%	15%	
铃木	PV	1,823	13,302	29.0	22.6	18.3	14.0	1.1	1.1	1.1	1.0	2.9	2.6	2.7	2.5	2%	29%	24%	31%	20%	
电装	Parts	2,447	28,136	26.9	13.8	19.7	12.6	1.0	1.0	1.0	0.9	3.8	3.7	4.1	3.5	n.m.	95%	-30%	56%	21%	
爱信精机	Parts	2,606																			

图表 12: 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/或机构投资者提供。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，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将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：分析师估测 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
上海市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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

