



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

首次覆盖

证券研究报告

2012年2月13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

推荐

亚夏汽车(002607.SZ)

需求方兴未艾，盈利加速向上

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	2,213	3,039	3,848	5,668	8,257
(+/-)	58%	37%	27%	47%	46%
主营业务利润	132	215	289	418	600
(+/-)	35%	62%	35%	45%	43%
净利润	40	76	100	138	192
(+/-)	57%	89%	32%	38%	39%
每股盈利(元)	0.45	0.86	1.14	1.57	2.18
(+/-)	57%	89%	32%	38%	39%
市盈率	56.7	30.0	22.7	16.4	11.8
市净率	8.4	6.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	20.8	11.5	10.8	8.4	6.6
净资产收益率	19.8%	28.5%	9.8%	11.9%	14.2%
ROCE	19.2%	26.4%	9.6%	9.0%	11.1%
现金分红收益率	1.3%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	1.8	2.0	2.1	3.4	4.9
股价/经营现金	14.0	12.9	12.5	7.5	5.3

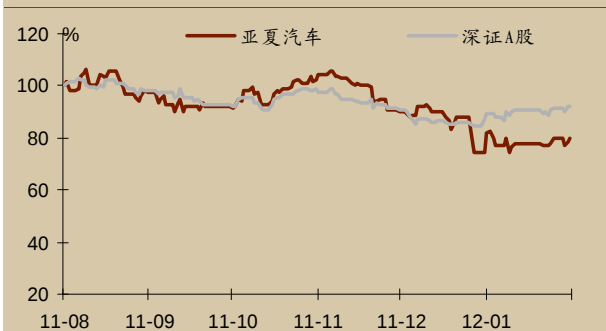
股票信息

	A股
当前股价	人民币25.75
股票代码	002607.SZ
日成交量(百万股)	0.1
52周最高价/最低价	人民币35.49/22.35
发行股数(百万股)	88
其中：流通股(百万股)	22
总市值(百万元)	2295
主要股东(持股比例)	安徽亚夏实业股份(23.14%)

最近估值走势

	上周	1个月	3个月	年初至今
[002607.CH]	+0.59	-2.05	-23.36	-9.01
[A股指数]	+1.63	+3.34	-8.46	+7.54
[中金汽车指数]	+1.01	+2.53	-7.32	+7.42

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

投资亮点：

安徽最大的汽车经销商，资源优势明显。公司目前有 37 家 4S 店，主要集中在芜湖、宣城等城市，是安徽最大的汽车经销商集团，占据安徽省汽车销售 10% 的市场份额。凭借民营企业的激励机制以及上市后的融资渠道，公司网点数量将加速扩张，推升未来三年复合增长超过 35%。

立足国内发展最快的安徽市场，率先布局汽车城份额持续提升。承接长三角经济转移，安徽居民收入较快提升。2011 年安徽汽车千人普及率才刚过 35 辆，远低于周边的浙江以及全国平均水平。即使在行业低迷的 2011 年，安徽销量增长依旧超过 20%。公司在安徽二三线城市率先推行汽车城模式，先发优势巩固龙头地位。凭借安徽省内资源优势、融资渠道以及领先的行业管理经验，预计公司安徽省内市场份额将稳步提升。

网点加速扩张，新店成熟带来盈利向上弹性。2006 年开始，公司开始加速网络扩张。在成功 IPO 后，2011、2012 年公司分别将新增 7 家和 15 家 4S 店，主要集中在大众、丰田和日产等主流合资品牌，一般新店开始运营后在第二、第三年会有较大盈利向上弹性，公司 2012~2013 年盈利快速增长具备支撑。

保有量快速增长推升维修业务收入和盈利稳步提升，改善公司盈利结构。由于店龄大多在 5 年以内，公司维修业务占收入比重仅 7%，毛利率仅 34%，分别低于行业平均水平 2 个和 10 个百分点。未来五年，在客户保有量持续 35% 以上年增长下，公司维修业务收入和毛利率均将较快增长，进一步提升公司盈利稳定性。

财务预测：

我们预计公司 2012 和 2013 年将分别实现净利润 1.38 亿元和 1.92 亿元，对应 EPS 分别为 1.57 和 2.18 元，同比分别增长 37% 和 38%。

估值与建议：

目前股价对应 2012/2013 年市盈率分别为 16.4 倍和 11.8 倍，估值处于汽车及经销商行业中端，处于中小板估值中低端。考虑到公司地处安徽，需求增长较快，且借力资本市场网点加速扩张，我们看好公司长期发展潜力，首次关注给予公司推荐评级。

风险：

整车厂在安徽销售网络布局过快增长；终端销售低于预期；安徽汽车价格降幅过高。

目录

区域汽车经销龙头，深耕安徽省内市场	4
安徽省内最大的汽车经销商	4
收入利润快速提升，4S 网点加速扩张	5
区位优势显著，需求增长具备潜力	7
受益中部经济崛起，汽车需求步入高速增长阶段	7
省内汽车普及率仍较低，汽车经销行业潜力有待挖掘	9
未来三年安徽汽车需求有望持续提升，结构改善潜力较大	12
省内资源优势明显，率先推广汽车城布局巩固龙头地位	14
安徽省内龙头汽车经销商	14
核心竞争力巩固省内强势地位	16
提前布局高成长地区，未来份额有望持续提升	17
网点加速扩张，新店成熟带来盈利向上弹性	19
自建收购齐头并进，网点数量加速扩张	19
品牌结构向中高端转移	19
2011 年新建门店从 2012 年起陆续进入收获期	20
立足安徽辐射周边，省外拓展潜力大	20
售后业务增长潜力较大，推升盈利稳步上行	22
售后市场发展具备较大潜力	22
保有量快速提升，市场容量提升潜力较大	23
规模效应体现将推升维修业务利润率	24
财务预测	26
2011、2012、2013 年净利润分别增长 32%、38%和 39%	26
风险	28

图表

图表 1：公司目前股权结构	4
图表 2：公司发展大事记	5
图表 3：近年收入、利润及增速	5
图表 4：公司主营业务结构及占比	6
图表 5：安徽省 GDP 增速与全国对比	7
图表 6：安徽省人均 GDP 水平与全国对比	7
图表 7：安徽省城镇居民人均可支配收入与全国对比	8
图表 8：安徽省居民消费支出与全国对比	8
图表 9：乘用车上牌量增速比较	8
图表 10：近年来安徽乘用车上牌量增速走势	9
图表 11：各省份千人保有量比较	9
图表 12：千人保有量及可支配收入比较	10
图表 13：驾驶员数量及增长	10
图表 14：驾驶员汽车拥有率	10
图表 15：R 值与千人保有量比较	11
图表 16：各省份 R 值比较	11
图表 17：安徽、浙江主要城市经济指标与汽车普及率比较	11
图表 18：主要城市汽车普及率和经销商网点密度比较	12
图表 19：浙江汽车千人保有量发展规律	12
图表 20：安徽省汽车销量及增速预测	13
图表 21：安徽省汽车千人保有量预测	13
图表 22：不同级别品牌在安徽销量占比	13
图表 23：中高级车增速较快，消费升级趋势明显	13
图表 24：公司省内市场份额	14
图表 25：省内主要竞争对手介绍	14

图表 26: 主营产品省内市场份额	15
图表 27: 主要品牌在安徽省 4S 店数量	15
图表 28: 安徽省主要城市 4S 店数量	15
图表 29: 安徽省主要城市上牌量	16
图表 30: 厂家计划完成率	16
图表 31: 汽车城模式的特点	17
图表 32: 公司管理能力及流动性指标与同行比较	17
图表 33: 新老区域 4S 店数量占当地门店总量比例	18
图表 34: 近期新增网点一览	19
图表 35: 未来几年网点数预测	19
图表 36: 公司网点成立年份	20
图表 37: 安徽周边省份千人保有量比较	21
图表 38: 省外网点数预测	21
图表 39: 售后收入占比与同行比较	22
图表 40: 售后毛利润占比与同行比较	22
图表 41: 公司售后业务收入结构	23
图表 42: 公司售后业务利润结构	23
图表 43: 售后业务利润率比较	23
图表 44: 客户基数预测	24
图表 45: 售后市场规模测算	24
图表 46: 利润率与同行比较	24
图表 47: 公司售后占比及利润率走势预测	25
图表 48: 公司盈利预测基本假设	26
图表 49: 历史财务数据和盈利预测	27
图表 50: 可比公司估值	29
图表 51: 历史 P/E 和 P/B	30

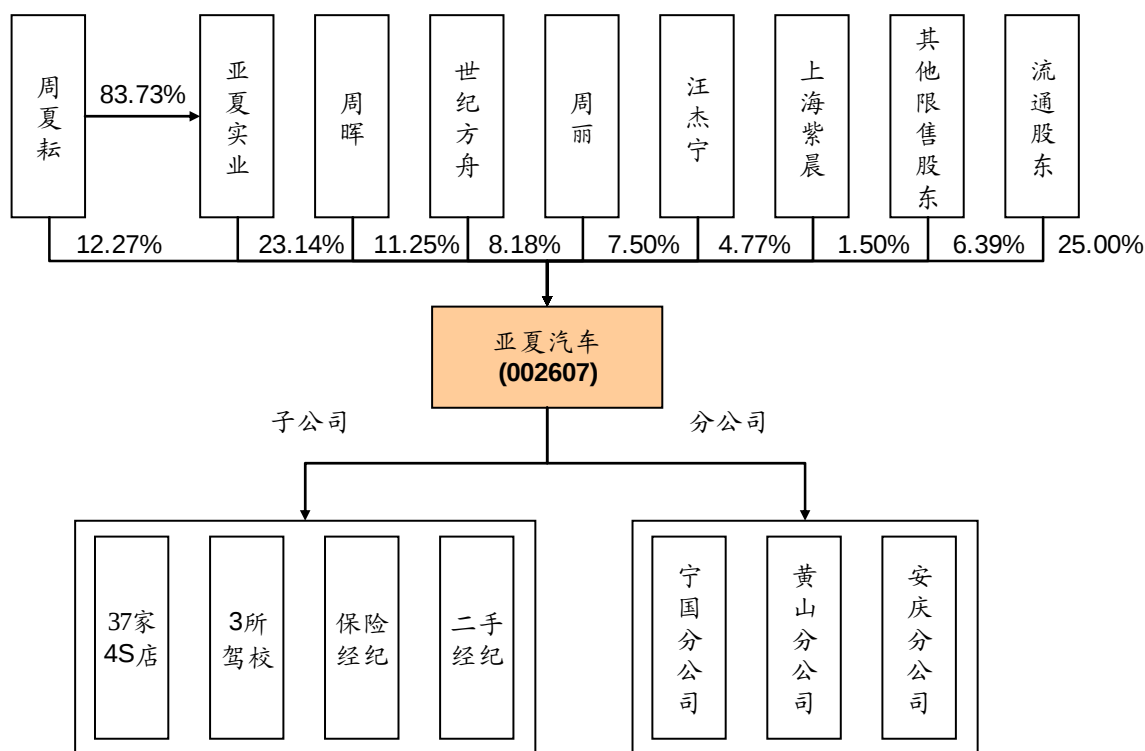
区域汽车经销龙头，深耕安徽省内市场

安徽省内最大的汽车经销商

公司是安徽省最大的汽车经销服务商，2010年公司销售收入30.39亿元，在全国经销商中排在约60位，在安徽省内排名第一，属于区域性龙头经销商。公司成立于2001年，实际控制人为周夏耘先生。目前旗下拥有37家品牌轿车4S店，3所驾校和1家保险经纪公司。公司在安徽汽车市场占有率位居前列，主要代理品牌包括北京现代、东风日产、通用别克、本田、丰田、奥迪等合资品牌以及江淮、奇瑞等省内本土品牌。

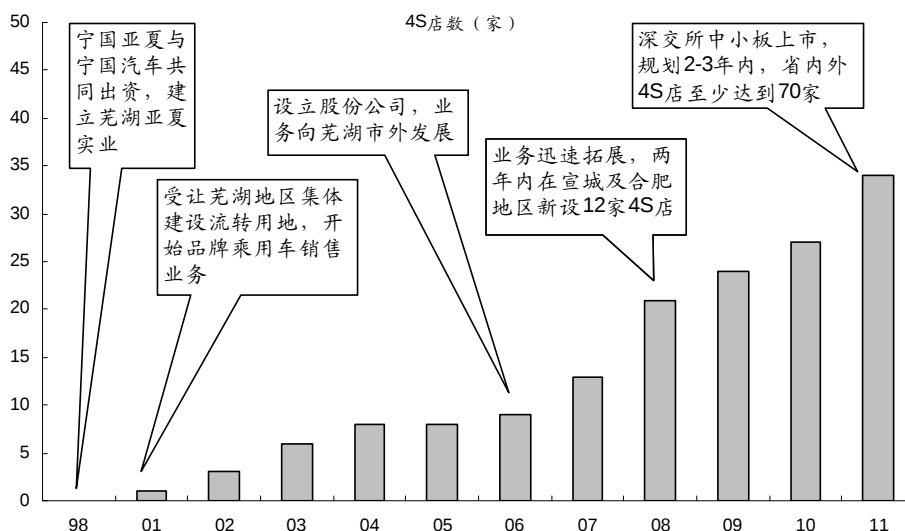
高速发展的民营企业，灵活的管理和激励机制。公司作为一家民营汽车经销集团，具备较强的发展动力和野心，管理和激励机制灵活。依靠十多年的探索和积累，公司从个体汽车经销商发展成为拥有37家4S店的连锁经销商集团，在当地拥有广泛的客户基础，并形成了较大的品牌影响力。进入资本市场后，公司融资渠道更顺畅，资金已不再成为主要发展瓶颈，对后续网点扩张和提升服务质量均将带来积极推动作用，为公司实现跨越式发展夯实基础。

图表1：公司目前股权结构



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表2：公司发展大事记



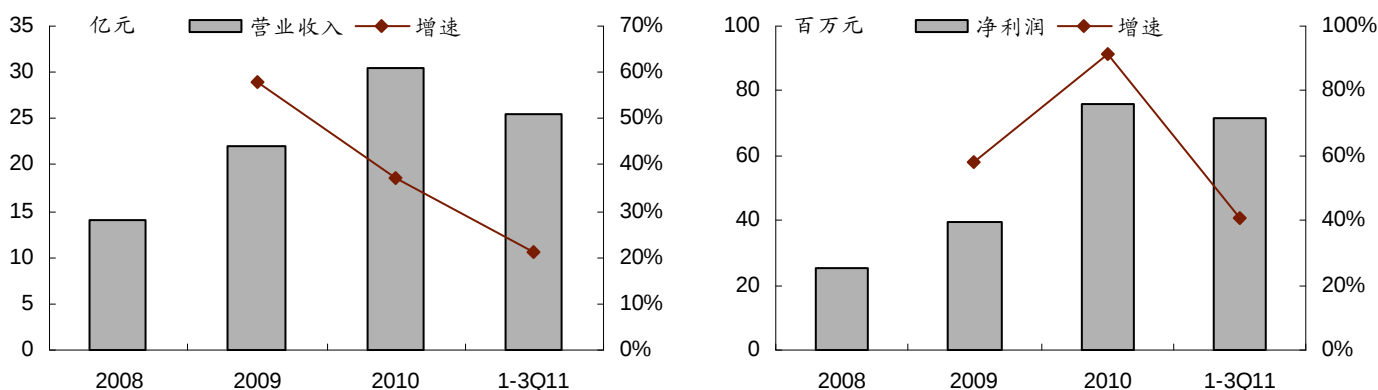
资料来源：公司资料，中金公司研究部

收入利润快速提升，4S 网点加速扩张

网点扩张和盈利结构改善推动公司盈利稳定增长。2008-2010 年，公司实现销售收入 14.0、22.1 和 30.4 亿元，实现净利润 2,547、3,996 和 7,551 万元，09、10 年同比分别增长 56.9%和 88.9%。尽管 2011 年汽车行业景气度下行，行业销量增速大幅回落，部分整车企业表现疲弱，业绩出现下滑，但公司凭借网点扩张和盈利结构改善，收入规模和盈利能力均有所提升，2011 年前三季度，公司销售收入增长 21.2%至 25.5 亿元，净利润增长 41.5%至 7,143 万元，在行业低谷中表现出较强的抗周期性。

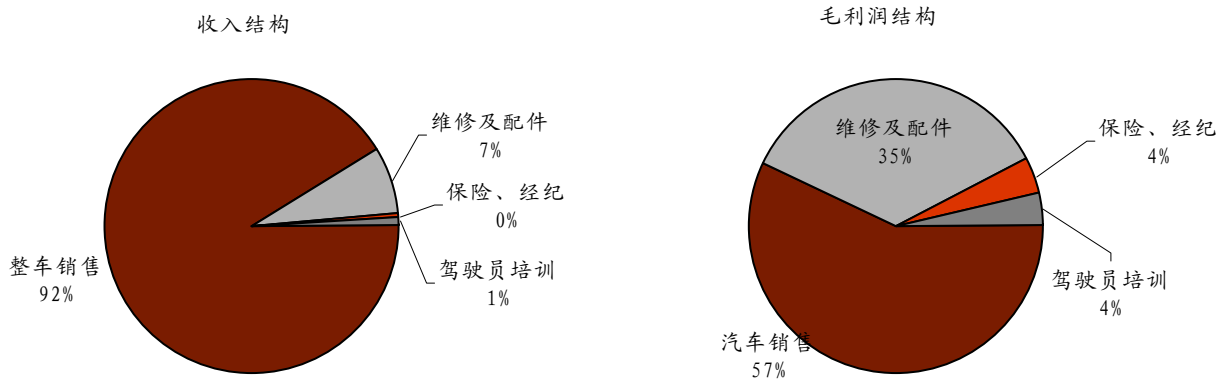
新车经销业务贡献收入超九成，售后业务规模相对较小。从业务结构来看，新车销售仍是公司收入和利润主要来源。2008 到 2010 年，公司新车销售收入占比为 88.7%、90.9%和 91.5%，其贡献的毛利占比则为 45.4%、49.0%和 56.9%；相对新车经销业务而言，公司售后业务占比仍较小。这一方面由于 2008 - 2010 年国内汽车销量高速增长，经销商新车旺销为业绩贡献了更多增量；另一方面，公司在这一时期新增了较多网点，而新网点由于客户资源还不成熟，售后占比低，利润主要来自于新车经销业务。往后看，随着国内汽车行业增速趋于平稳，而公司客户基数也将不断提升，售后业务占比将呈逐渐提升之势。

图表3：近年收入、利润及增速



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：公司主营业务结构及占比



资料来源：公司数据，中金公司研究部

打通资本市场融资渠道，网点加速扩张。公司自去年上市以后，已陆续新增了 7 家网点，在资本市场融资渠道打通以后，公司资金链将不再成为主要瓶颈，后续网点将进入加速扩张期。2012 年，预计公司网点规模将达到 15 家以上。未来每年网点新增规模预计将持续提升。

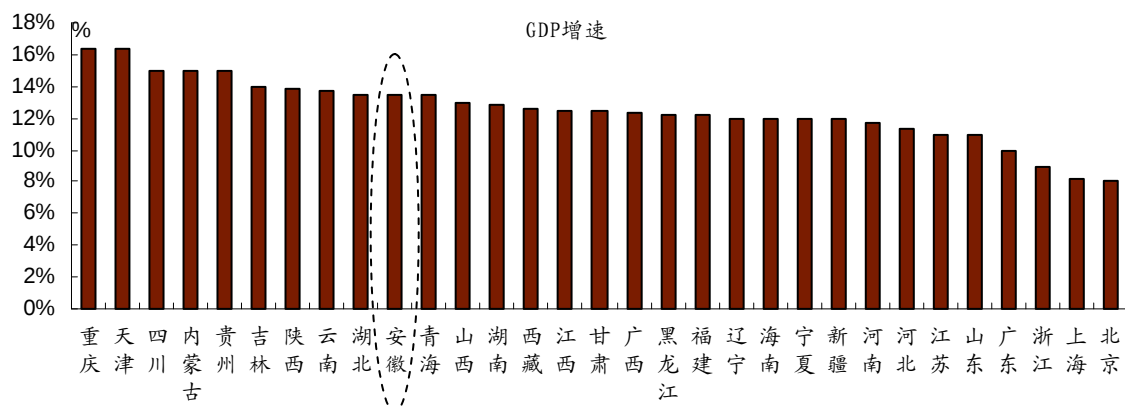
区位优势显著，需求增长具备潜力

受益中部经济崛起，汽车需求步入高速增长阶段

安徽省经济发展提速，居民收入稳步增长。“十一五”以来，受益于国家发展中部地区经济政策，安徽省经济实力大幅提升，地区生产总值跨上万亿元台阶，翻了一番以上。同时，人民生活水平快速提高，城镇居民人均可支配收入达到15788元，年均增长13%以上。并形成了合肥经济圈、皖江城市带等一系列经济发展迅速的地区。

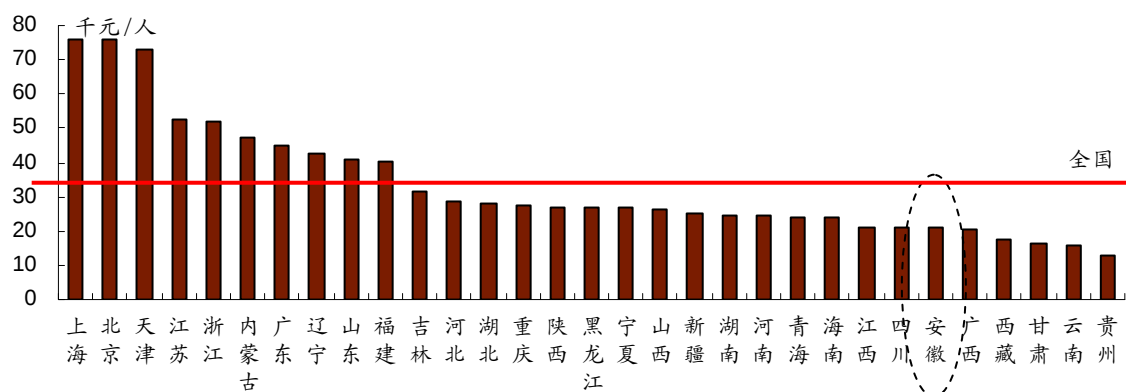
产业转移深化，经济发展仍具备较大潜力。展望未来五年，随着国内外产业转移深入推进，经济布局逐步从沿海向内陆延伸，对于安徽中长期经济发展带来支撑。此外工业化、城镇化加速推进，城乡差异将逐步趋弱，区域经济发展趋向于平衡。其中，皖北等欠发达地区发展将提速，而合肥、芜湖等相对成熟区域消费结构加快升级。综合来看，安徽省在中西部几个主要大省中仍具备较大发展潜力。

图表5：安徽省GDP增速与全国对比



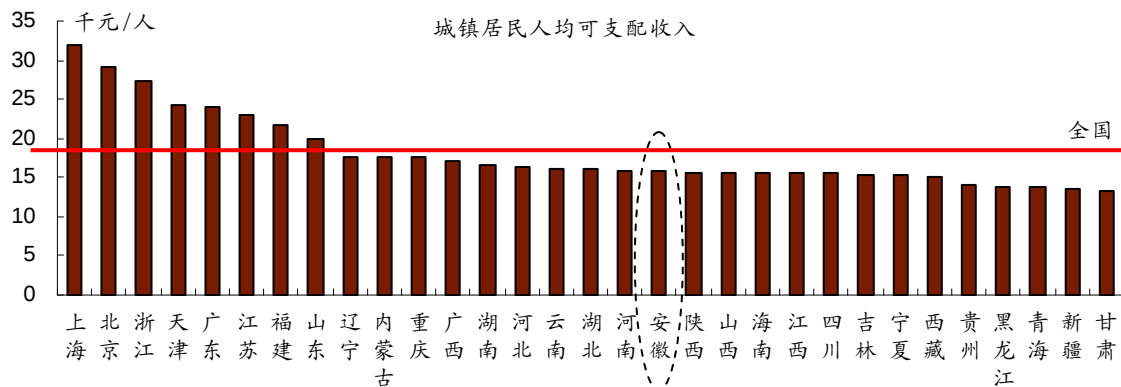
资料来源：CEIC

图表6：安徽省人均GDP水平与全国对比



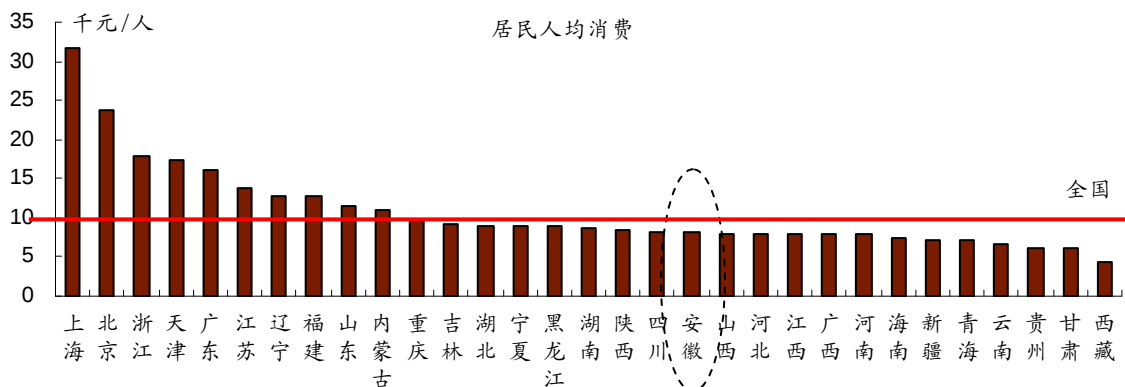
资料来源：CEIC

图表7：安徽省城镇居民人均可支配收入与全国对比



资料来源：CEIC

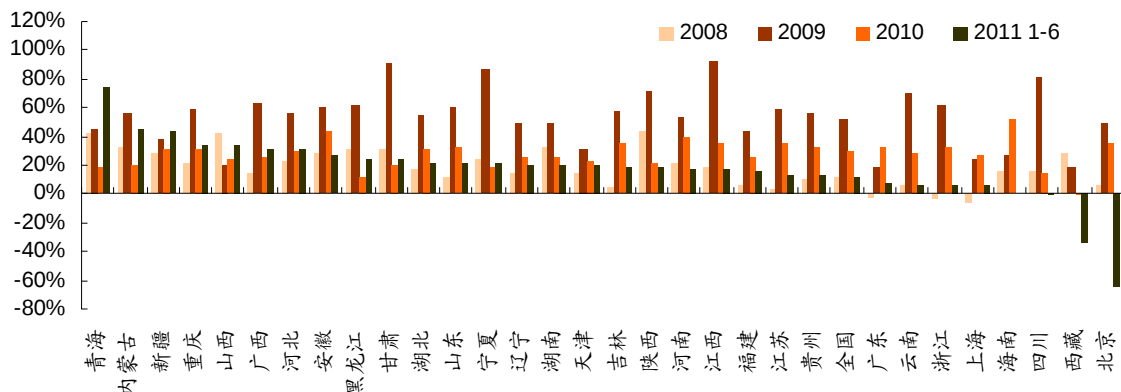
图表8：安徽省居民消费支出与全国对比



资料来源：CEIC

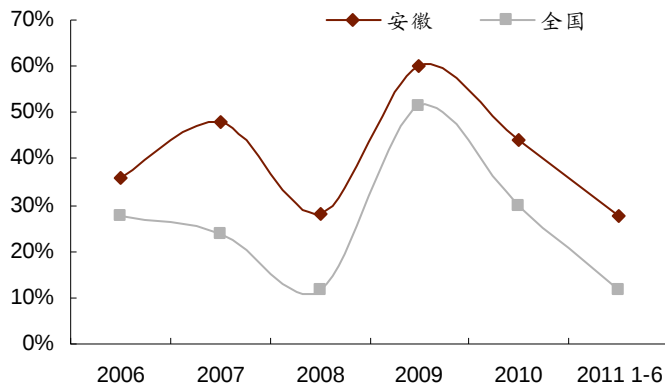
汽车需求高速增长，远高于全国平均水平。安徽省汽车工业高速发展，带动了奇瑞、江淮等一批自主品牌车企的发展壮大。同时，随着居民生活水平不断提升，省内汽车需求也呈现快速增长的趋势。2011年上半年，安徽省乘用车上牌量同比增长27.5%，在中西部省份中排名前列。过去五年，安徽汽车销量年均增长率达到43%，远远高于全国平均水平，汽车销量取得持续快速增长。

图表9：乘用车上牌量增速比较



资料来源：公安部

图表 10：近年来安徽乘用车上牌量增速走势

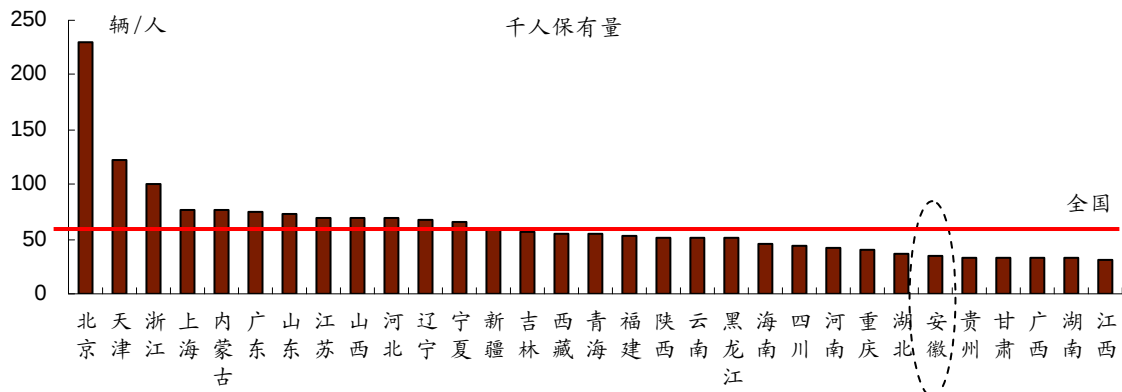


资料来源：公安部

省内汽车普及率仍较低，汽车经销行业潜力有待挖掘

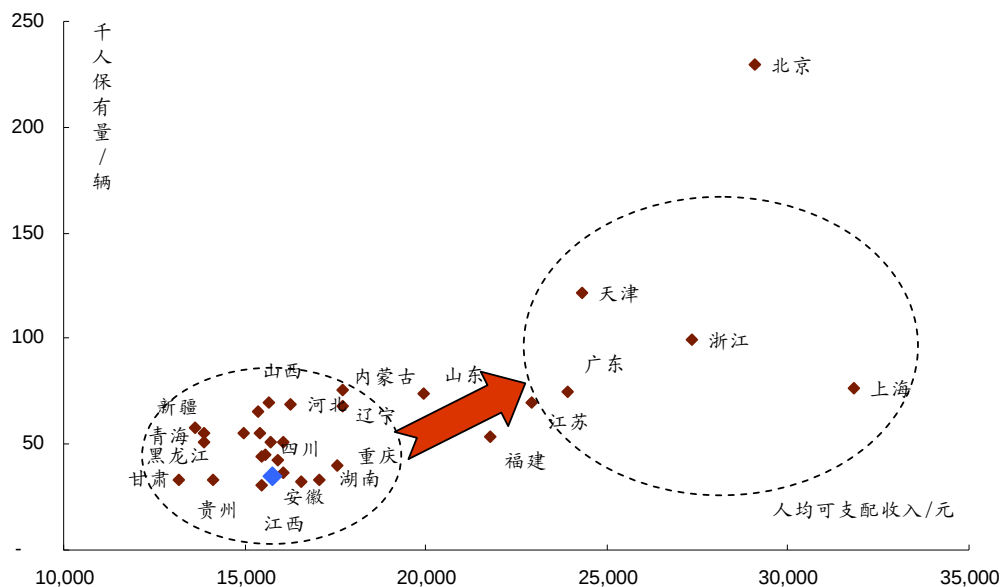
汽车普及率还有较大发展空间。近年来安徽省汽车需求持续增长，汽车进入快速普及阶段，但以千人保有量来衡量，目前安徽汽车普及率在国内主要大省中仍处于较低水平，这与过去安徽省经济发展水平相对落后，居民收入较低有关。而随着十一五期间省内经济发展提速，居民对生活质量要求也日益提高，汽车作为现代社会日益重要的出行工具，其普及率将持续提升。按照发达国家以及我国沿海发达地区汽车普及经验来看，千人保有量处于 50 以下时，汽车销量将以超高速增长，汽车进入快速普及阶段。当千人保有量达到 50 辆以后，增速逐渐放缓，但仍将维持较快增速直至达到 200 辆。目前安徽省千人保有量仅 35 辆，远低于全国平均水平，未来普及率还有较大发展空间。

图表 11：各省份千人保有量比较



资料来源：公司资料，中金公司研究部

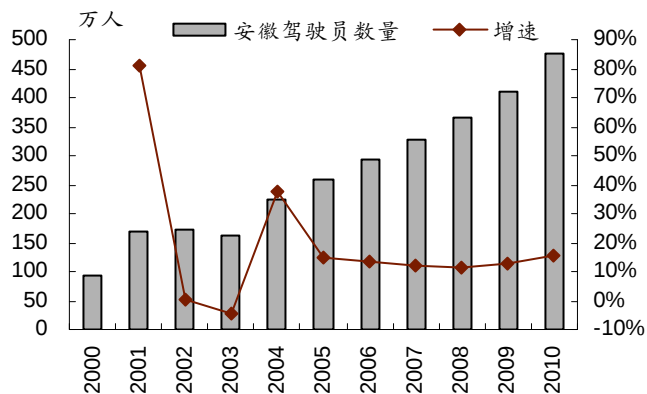
图表 12：千人保有量及可支配收入比较



资料来源：CEIC，中金公司研究部

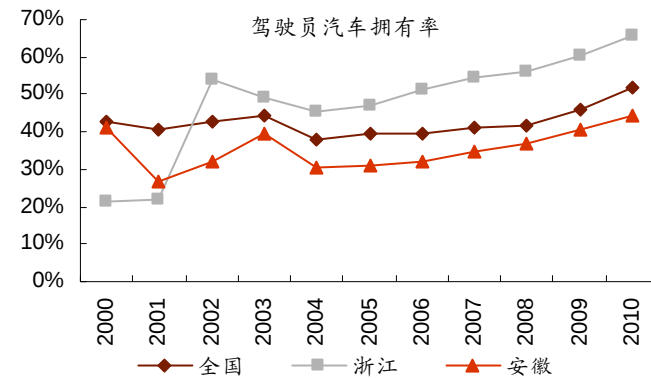
驾驶员汽车拥有率普遍低于全国平均水平。目前安徽省每个驾驶员平均汽车拥有率在 44% 左右，低于相邻的发达省份和全国平均水平。随着汽车普及率逐步提升，这一部分人群将成为需求增长的基础来源。我们预计安徽驾驶员汽车拥有率与全国平均水平差距将逐步缩小，中长期来看，将成为汽车需求稳定增长的推动力。

图表 13：驾驶员数量及增长



资料来源：CEIC，中金公司研究部

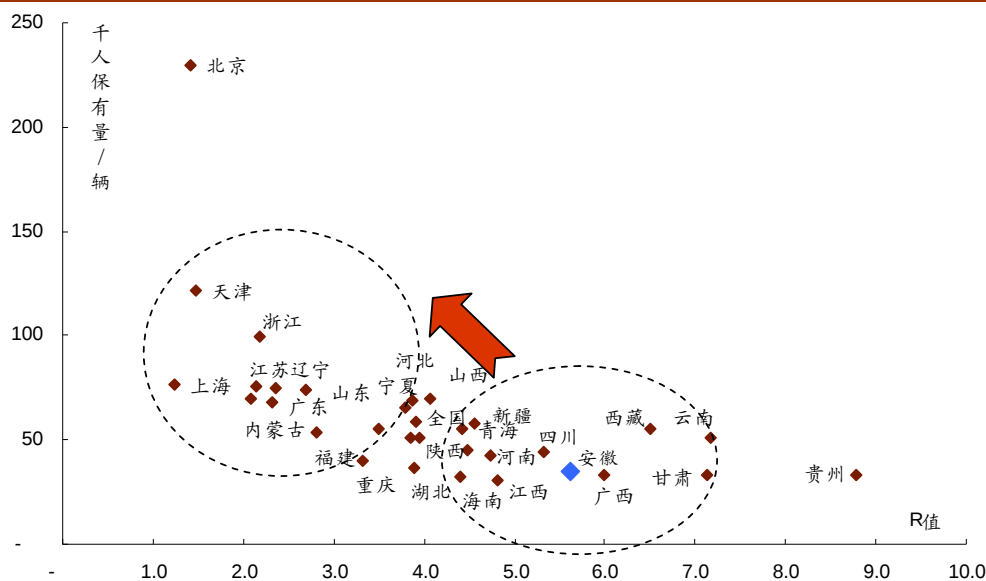
图表 14：驾驶员汽车拥有率



资料来源：CEIC，中金公司研究部

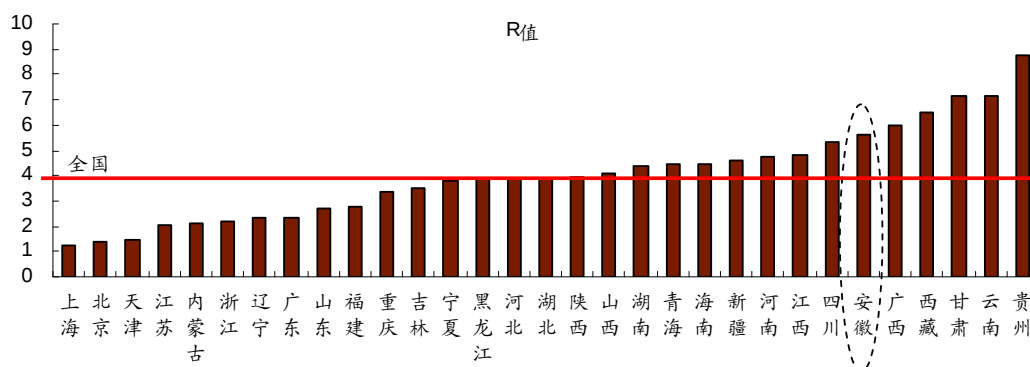
R 值处于汽车快速普及期。汽车需求的中长期发展趋势主要是由 R 值决定的，即车价与人均 GDP 的比值。从日韩以及我国沿海发达地区经验来看，R 值接近 4~5 时，汽车千人保有量就有所提升，汽车进入普及阶段初期。R 值到 3 时普及过程加速。R 值达到 2 以后千人保有量迅速地提升。日韩以及我国沿海发达地区都遵循了这个规律。目前，安徽省 R 值接近 5，正处于汽车普及阶段初期，部分相对发达城市已达到快速普及阶段，对汽车需求中长期增长有支撑。

图表 15: R 值与千人保有量比较



资料来源: CEIC, 中金公司研究部

图表 16: 各省份 R 值比较



资料来源: CEIC

省内需求潜力有待挖掘，相邻发达省份发展路径值得参考。安徽与浙江相邻，地域面积相近，生活习惯相似。由于经济发展水平不同，浙江省近年来汽车行业发展快于安徽，在相同规模的城市中，汽车普及率也较高。由于两省在地域上的相似性，浙江汽车行业发展的经验对于安徽有一定借鉴意义。目前浙江省汽车千人保有量已超过 100 辆，接近安徽省的 3 倍。随着需求快速增长，安徽省汽车普及率有望迅速提高。

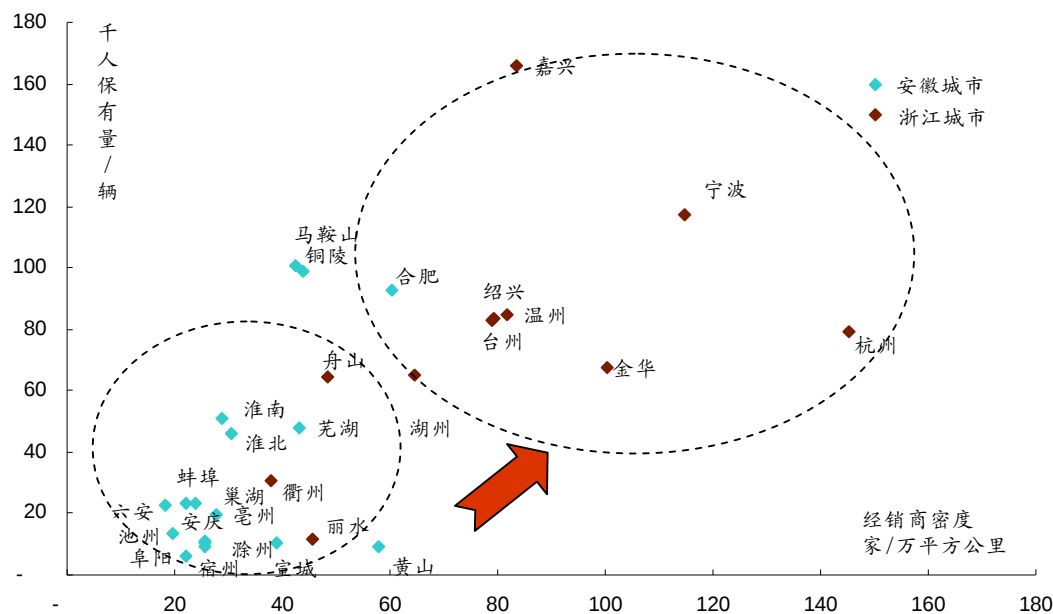
图表 17: 安徽、浙江主要城市经济指标与汽车普及率比较

	安徽						浙江			
	马鞍山	合肥	芜湖	黄山	宣城	滁州	绍兴	嘉兴	湖州	温州
人均GDP/元	51,879	41,543	39,142	17,977	16,774	14,002	54,316	44,898	38,865	32,588
人均可支配收入/元	20,390	17,158	15,765	14,068	12,909	13,368	25,418	22,730	23,242	28,021
人口数/万人	129	491	230	149	278	450	438	340	259	779
面积数	1,686	7,029	3,318	9,807	12,340	13,300	8,256	3,915	5,818	11,784
千人保有量	43	60	43	58	39	26	79	84	65	82
经销商密度	101	92	48	9	11	9	84	166	65	85

资料来源: CEIC, 中金公司研究部

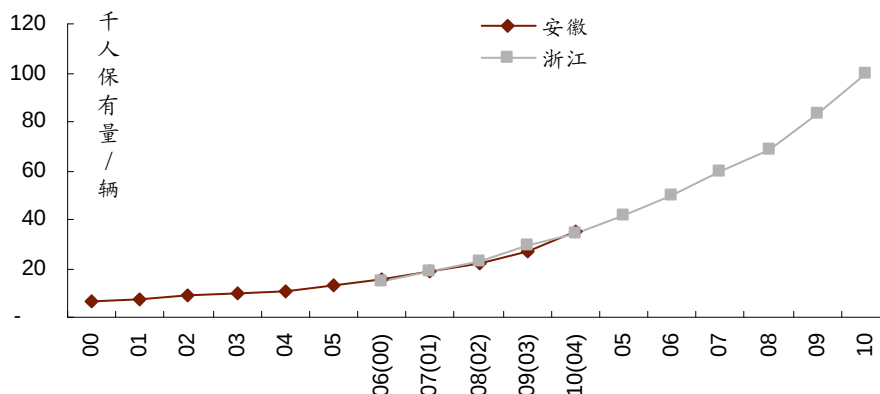
汽车经销网络仍有提升空间。相对于汽车经销行业已相对成熟的浙江，安徽省无论在网点数量、密度、品牌结构方面都存在较大差距。随着汽车需求以及普及率不断提升，安徽省内汽车经销网络将趋于成熟，具备较大提升空间。目前安徽省内汽车经销商数量约 400 家，我们预计随着需求增长以及市场趋于成熟，未来 5-10 年安徽省内网点数量将达到 1200 家以上，相当于增长 3 倍以上。龙头经销集团凭借资源与品牌优势，将有望获得更大的市场份额。

图表 18：主要城市汽车普及率和经销商网点密度比较



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 19：浙江汽车千人保有量发展规律

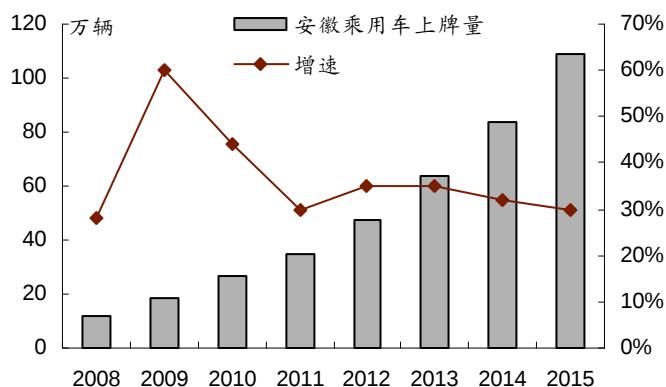


资料来源：CIEC，中金公司研究部

未来三年安徽汽车需求有望持续提升，结构改善潜力较大

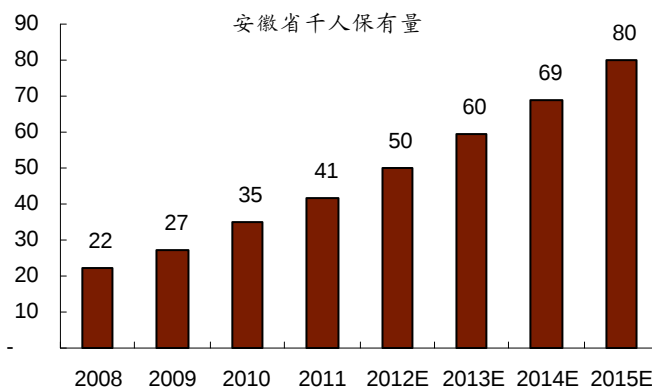
安徽汽车需求快速增长，汽车普及率加速提升。我们预计未来三年，安徽省汽车销量将维持 30% 以上的增速，高于我们对全国销量增速的预测。到 2015 年，安徽千人保有量将达到 80 辆左右的水平。其中，个别城市汽车普及率达到或接近相邻省份发达地区水平。

图表 20：安徽省汽车销量及增速预测



资料来源：公安部，中金公司研究部

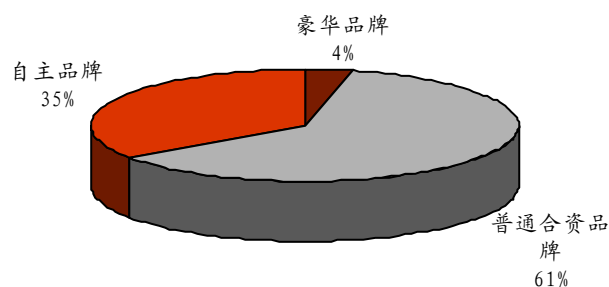
图表 21：安徽省汽车千人保有量预测



资料来源：CEIC，中金公司研究部

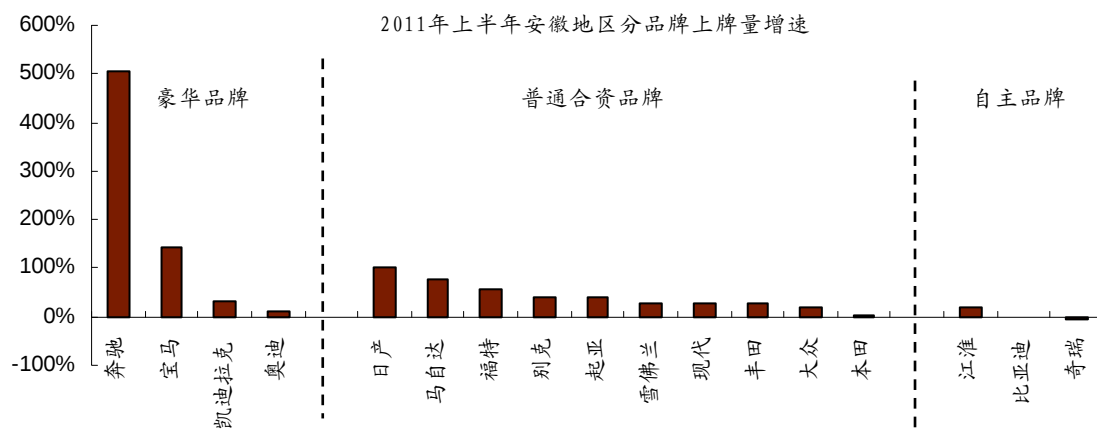
中高级车增长提速，消费结构升级潜力大。从总体需求结构来看，目前安徽省乘用车消费仍以低端自主品牌和中档合资品牌为主。而从增速来看，中高档品牌增长快于低端品牌，消费结构正趋于上移。在消费结构升级和普及率提升的同时作用下，安徽汽车消费需求将进入快速提升阶段。

图表 22：不同级别品牌在安徽销量占比



资料来源：公安部，中金公司研究部

图表 23：中高级车增速较快，消费升级趋势明显



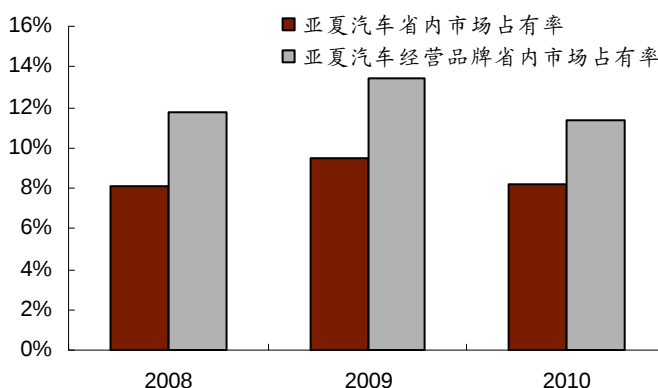
资料来源：公安部，中金公司研究部

省内资源优势明显，率先推广汽车城布局巩固龙头地位

安徽省内龙头汽车经销商

公司在安徽省内市场份额第一。经过十年发展，公司已成为安徽省内最大的汽车经销商，无论从网点数还是从销量规模来看，都处于省内龙头地位。公司目前拥有 37 家 4S 店，远远领先于第二位的安徽汽贸集团。2010 年公司新车销量合计约 22513 辆，省内市场份额约 10%，部分代理品牌如奥迪、本田、马自达等市场份额在 20% 以上，位居行业前列。

图表 24：公司省内市场份额



资料来源：公司资料，中金公司研究部

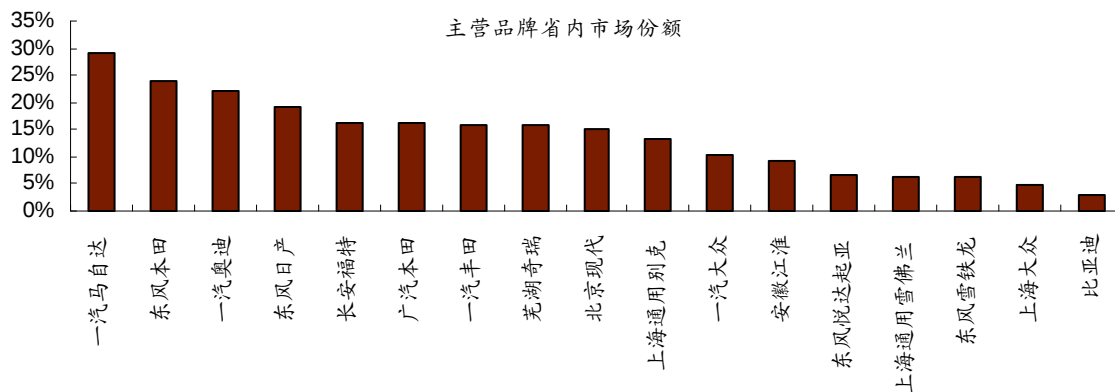
图表 25：省内主要竞争对手介绍

公司名称	4S店数量	经营品牌	简介
安徽汽贸集团	27	广汽本田、上海通用、东风日产、北京现代、一汽大众、东风雪铁龙、湖南长丰猎豹、福建东南、北京联合、沈阳华晨、广州丰田	安徽汽贸始建于1985年，主要以汽车贸易及维修为主导产业，同时开拓与汽车相关产业：汽车市场开发与经营、出租车服务、驾驶员培训学校、汽车俱乐部等。
安徽风之星	18	奥迪、一汽丰田、一汽大众、广汽本田、上海大众、上海通用、北京现代、东风日产、东风本田、进口大众、东风标致、江淮瑞风、ACURA	安徽风之星汽车股份有限公司于2001年在合肥成立，2006年加入广汇汽车服务股份公司，目前是安徽省最大的汽车销售服务商之一。
安徽大步车业	9	长安福特、长安铃木、长安轿车、长安微车、五菱微车	大步车业成立于1994年，公司员工600多人，近三年分别销售汽车7000辆、10000辆、14000辆。
安徽惠风投资集团	4	凯迪拉克、别克、雪佛兰	惠风成立于1999年，主要经营上海通用品牌乘用车的销售。

资料来源：公司资料，中金公司研究部

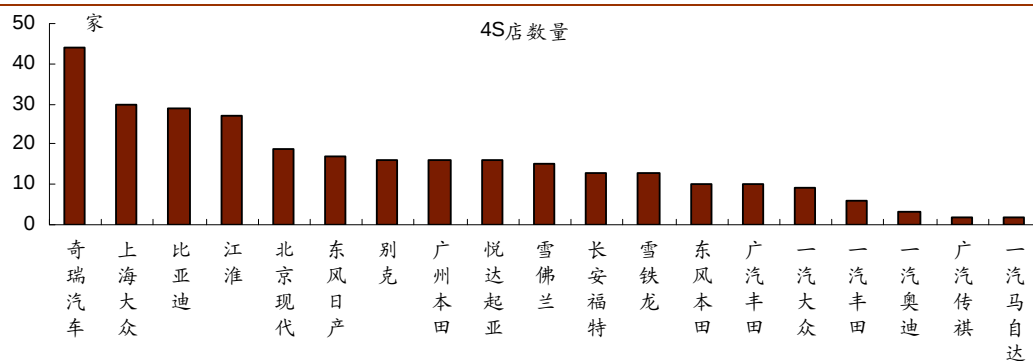
网点规模以及品牌结构优势明显。公司目前主营十多个品牌的汽车经销，包括现代、别克、丰田、长安福特、本田、日产、奥迪、马自达、大众等合资品牌，以及奇瑞、江淮等省内本土品牌。其中，奥迪、东风本田和马自达市场占有率超过 20%，位居行业前列。目前公司在芜湖、合肥、巢湖、宣城、黄山和滁州等地区拥有 37 家 4S 店，而第二、第三位的安徽汽贸和安徽风之星分别拥有 27 家和 18 家 4S 店。在代理品牌数量、网点规模、市场份额和资产规模方面，公司与省内竞争对手相比均具备较大的优势。我们预计公司未来 5 年省内市场份额有望逐步提升至 20%。

图表 26：主营品牌省内市场份额



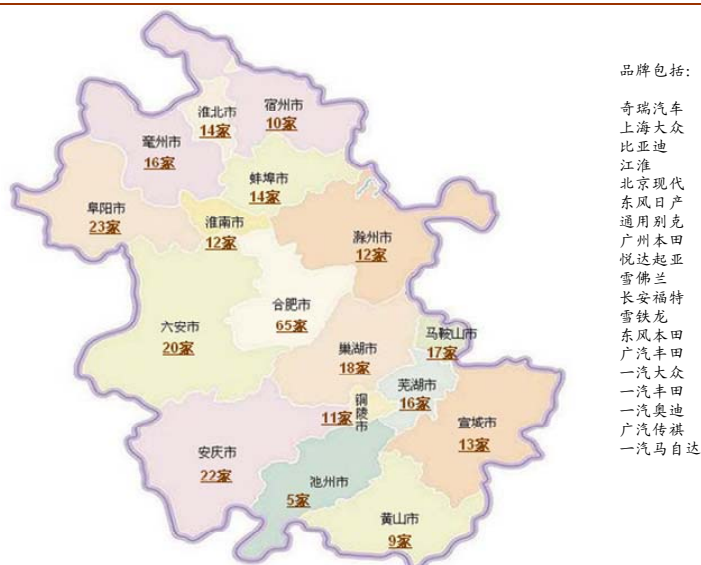
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 27：主要品牌在安徽省 4S 店数量



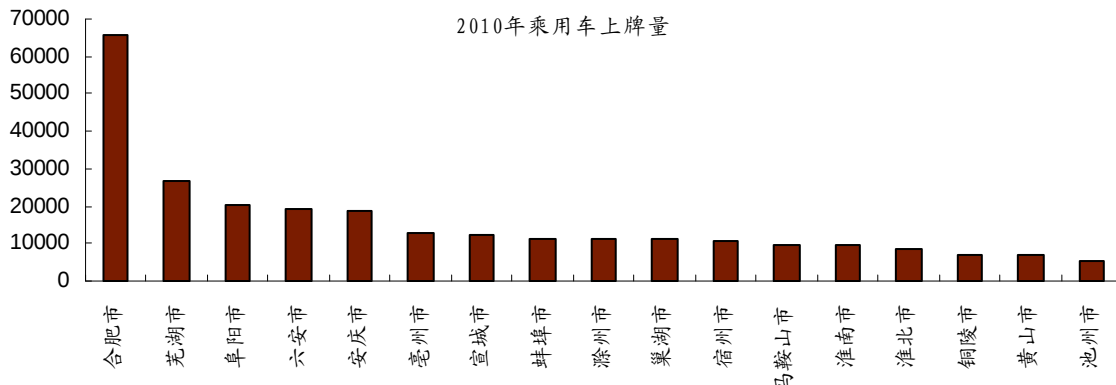
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 28：安徽省主要城市 4S 店数量



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 29：安徽省主要城市上牌量



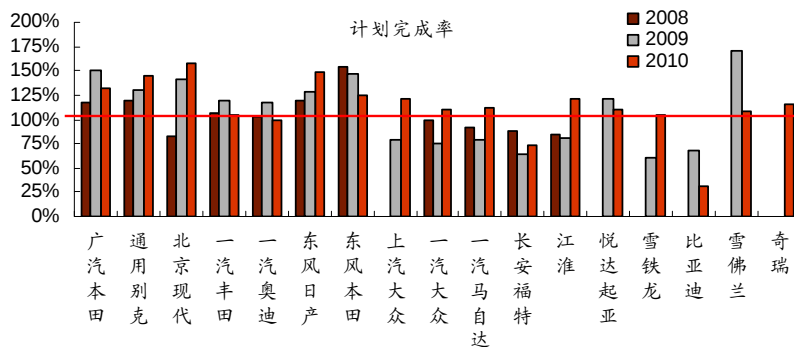
资料来源：公安部，中金公司研究部

核心竞争力巩固省内强势地位

十年磨一剑，奠定公司先发优势。公司成立于2001年，见证了十年来安徽省汽车需求的快速发展。作为较早涉足汽车经销领域的民营企业，公司在品牌形象、区域选址以及品牌授权等诸多方面具备先发优势。公司在安徽二三线城市率先推行汽车城模式。由于一定区域内汽车城数量有限，汽车经销商在各自销售范围内具备一定垄断性，其他经销商的进入壁垒较高，因此先发优势给予经销商一定的安全边际。作为安徽省内龙头经销商，这一优势将有效地巩固公司现有市场份额，并为后续扩张和发展夯实基础。

政府和品牌资源提升公司竞争力。作为安徽最大的汽车经销商集团，公司在省内汽车经销行业占据龙头地位。公司实际控制人周夏耘为安徽汽车经销商商会监事会主席。与政府良好的关系使得公司在优惠政策、获取土地、项目规划等诸多方面具备一般经销商无法拥有的优势。此外，在近几年整车企业考核中，公司均超额完成了销量目标，受到了代理品牌的广泛认可。通过多年的发展，公司在省内各区域销售内积累了丰富的客户资源，并形成了良好的口碑和品牌效应。由于公司在管理模式、运营架构、客户资源等方面与区域内的其他竞争者相比，具有明显的优势，为公司未来的可持续性、快速发展提供了保障。

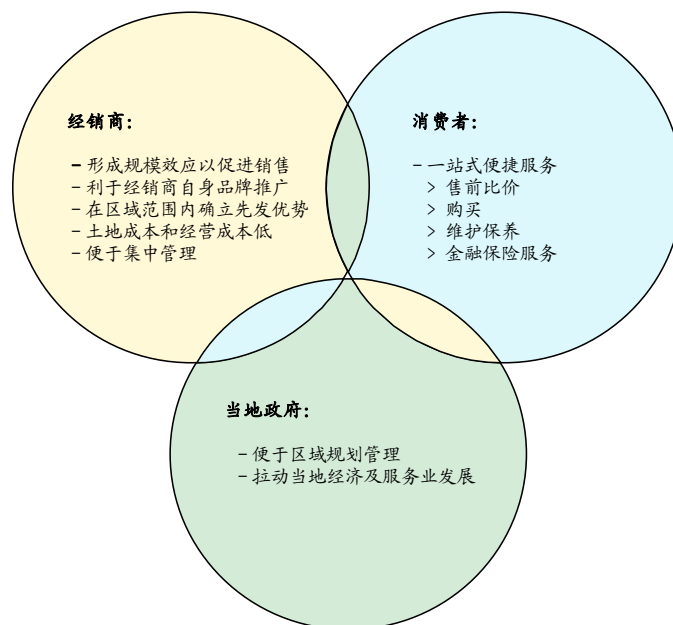
图表 30：厂家计划完成率



资料来源：公司资料，中金公司研究部

汽车城模式带来多方共赢发展。公司在省内二三线城市率先推行汽车城模式，集中代理多个品牌，这一模式逐渐受到来自多方面的认可。对消费者来说，能够提供一站式的对比、购买、维修、美容装饰等服务，简化了购车流程；在公司管理上，弱化了单一品牌周期性的风险，更突出了经销商自己的服务品牌，同时由于集中规划、集中管理、集中物流，使得土地成本和日常运营管理成本大大降低；对政府而言，园区模式便于集中规划，有规模效应，并对拉动当地经济和服务业发展都有积极作用。通过日益完善的管理方式和信息化手段，园区发展模式在市场竞争中的优势逐渐明显，并受到当地政府的欢迎和鼓励，在实际操作中易于推广，使得公司经销网络的扩张更加顺利和高效。

图表 31：汽车城模式的特点



资料来源：中金公司研究部

管理能力趋于成熟。公司通过多年的积累，已经具备了集团化运作和管理的经验，管理能力和管理质量均有所提高。公司近年来投入大量人力和物力逐步建立和完善现代化管理体系，建立内部信息管理系统，加强存货管理，提高资产周转效率和资金使用效率。使得公司管理水平在同行中处于领先地位，从而在竞争中保持强势地位。

资金优势助力长期发展。上市以来，公司进一步打通融资渠道，突破资金瓶颈，在网络扩张及内部管理效率提升方面发挥了较大优势。目前公司账面现金在 6 亿元左右，资产负债率从上市前的 70% 以上下降到 50% 左右，财务及营运风险大大降低，为进一步发展夯实基础。未来公司将灵活运用资本平台各种融资工具，为新建和并购门店提供资金。

图表 32：公司管理能力及流动性指标与同行比较

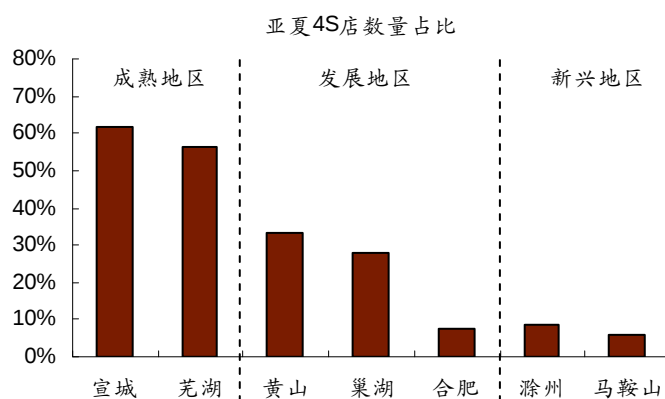
	亚夏汽车	中升集团	物产中大	庞大集团	AutoNation	Penske	Group 1
三项费用率	3.8%	4.2%	4.4%	7.6%	12.5%	13.2%	12.5%
存货周转天数	30.8	37.6	95.0	37.5	66.4	60.6	51.1
应收账款周转天数	0.8	2.8	4.5	9.5	12.5	12.3	4.6
资产负债率	51%	59%	81%	91%	65%	74%	64%
流动比	164%	117%	114%	92%	110%	103%	114%

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

提前布局高成长地区，未来份额有望持续提升

马鞍山及皖北地区市场亟待开发，份额提升潜力大。公司目前主营区域主要集中在经济较为发达的芜湖、宣城地区。随着省内汽车市场不断成熟，经销商之间的竞争也日益激烈，发达城市中的经销网络已基本成型，竞争结构趋于平稳，份额提升空间相对有限，未来竞争主要集中在服务质量而非网点数量。而在皖北地区，由于经济发展的滞后，目前当地汽车市场仍有待开发，集中度相对较低，投入和经营成本也较为低廉。而随着十二五规划中大力发展皖北地区经济，形成区域化协调发展的目标逐渐明确，皖北地区必将成为安徽省内又一个汽车需求高速发展的必争之地。提前布局将决定未来龙头地位的归属。

图表 33：新老区域 4S 店数量占当地门店总量比例



资料来源：公司资料，中金公司研究部

网点加速扩张，新店成熟带来盈利向上弹性

自建收购齐头并进，网点数量加速扩张

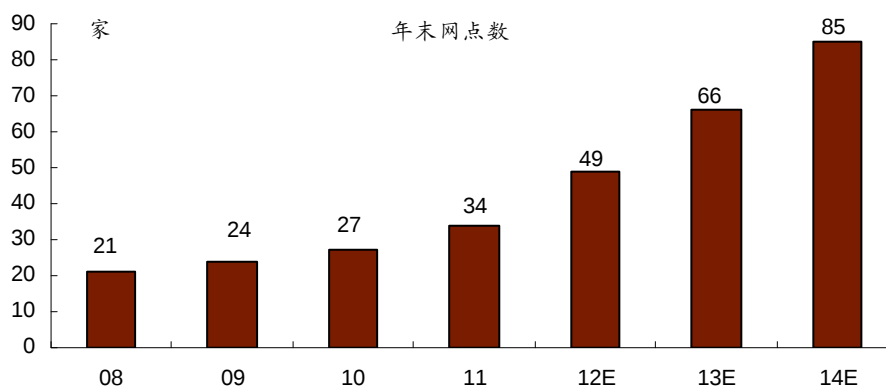
公司计划未来三年每年将新增 15 家以上的 4S 店。公司上市后，资金链和融资渠道均有所改善，将进一步加快网络扩张的步伐。公司募投项目包括新建 6 家 4S 店，2011 年共建成 7 家门店，2012 年总共将新增至少 15 家门店，其中新建和并购各占一半。在不同区域，公司将采取灵活的发展策略。由于三线及以下城市土地价格低廉，自建门店成本较低，将主要以新建为主；而在一、二线城市，原有网络已相对成熟，新增授权难度较大，且土地成本较高，通过并购能够更快实现投资回报。我们预计公司 2012 年、2013 年和 2014 年 4S 店将分别达到 49、66 和 85 家。

图表 34：近期新增网点一览

年份	4S店简称	代理品牌	股比	注册资本 (万元)	备注
2011	黄山亚骐	东风日产	100%	1,300	募投项目
2011	黄山亚翔	北京现代	100%	1,500	募投项目
2011	芜湖亚凯	广汽丰田	100%	1,200	募投项目
2011	宣城亚众	上海大众	100%	2,900	部分超募资金对外投资项目
2011	芜湖亚嘉	东风雪铁龙	100%	1,000	募投项目
2011	合肥亚驰	东风日产	100%	2,600	部分超募资金对外投资项目
2011	芜湖亚辰	东风日产启辰	100%	1,500	部分超募资金对外投资项目
2012	芜湖亚德	凯迪拉克	100%	1,000	对外投资项目
2012	宣城亚东	东风本田	100%	1,000	对外投资项目
2012	黄山亚新	一汽丰田	51%	1,000	对外投资项目

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 35：未来几年网点数预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

品牌结构向中高端转移

中高级车增速较快，消费升级趋势明显。随着区域经济发展，尤其是合肥、皖南等相对富裕地区居民消费水平提升，安徽汽车消费市场正在经历过去沿海省份的发展路径。汽车消费结构正在向中高端品牌及车型转移。从销量情况来看，豪华品牌销量增速显著快于中档合资品牌，而后者销量又比自主品牌高出一节，消费结构升级趋势明显。

新增门店以中高端及合资品牌为主。公司瞄准中高端品牌及车型热销的商机，并通过新增更多的中高端品牌门店来抢占市场份额。我们预计在公司2012年计划新增的15个网点仍然以通用、大众、丰田和日产等主流合资品牌为主，数量占到13个，豪华品牌预计有2个。由于中高端品牌汽车消费者更倾向于在4S店进修售后及保养服务，客户后端价值更高，预计随着代理品牌结构的上移，公司利润率将会有持续改善。

2011年新建门店从2012年起陆续进入收获期

2011年投入运营网点开始贡献业绩。4S店从开业到贡献业绩一般需要2年左右时间，一些销售情况较好的门店甚至1年不到就能开始盈利。公司在2009、10年由于筹备上市，资金链相对紧张，因此新增网点较少，2011年随着公司融资渠道打通，新增了7家门店，预计从今年起利润将进入快速提升期。而随着后续客户规模及保有量的持续增长，售后服务占比将逐渐扩大，并将贡献稳定的利润来源，老店的盈利能力将为公司业绩带来良好支撑。

图表 36：公司网点成立年份

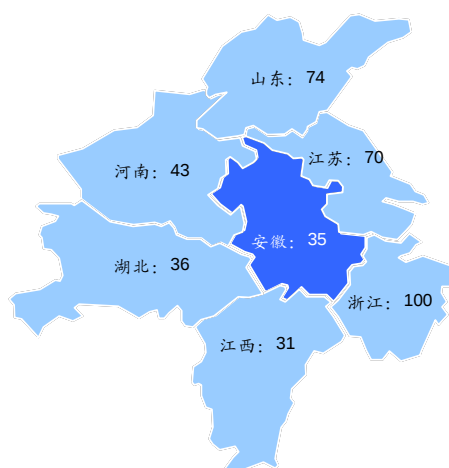
年度	简称	2010年净利润 (万元)	年度	简称	2010年净利润 (万元)
2001 ~ 2006 (9家)	芜湖广本	192.6	2009 (3家)	巢湖亚东	60.8
	芜湖别克	1,351.5		芜湖亚瑞	130.3
	安徽亚达	99.2		广德亚广	-28.9
	芜湖现代	678.3		黄山亚骐	-81.9
2006 (9家)	芜湖丰田	351.0	2010 (3家)	芜湖亚凯	-32.3
	安徽亚特	86.0		黄山亚翔	-22.1
	芜湖福兆	486.8		合肥亚越	-13.4
	安徽亚迪	1,405.1		滁州亚赛	-3.2
2007 (4家)	芜湖亚东	429.1	2011 (7家)	巢湖亚宝	n.m.
	宣城亚悦	139.0		宣城亚宝	n.m.
	宣城亚众	224.0		芜湖亚嘉	n.m.
	合肥悦宾	76.0		芜湖亚辰	n.m.
2008 (8家)	巢湖凯旋	41.5	2012 (目前3家)	合肥亚驰	n.m.
	合肥雅迪	-150.1		芜湖亚德	n.m.
	宣城亚本	148.2		宣城亚东	n.m.
	巢湖亚景	115.1		黄山亚新	n.m.
2008 (8家)	宣城亚通	430.9			
	宣城亚腾	275.9			
	宣城亚绅	122.4			
	黄山亚晖	73.5			
	巢湖亚威	34.9			

资料来源：公司资料，中金公司研究部

立足安徽辐射周边，省外拓展潜力大

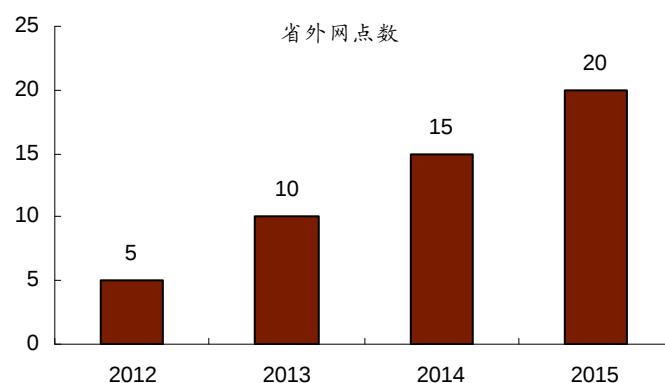
省外拓展将成为公司未来发展又一契机。在积极开拓省内市场的同时，公司也在为向省外市场发展做准备。往后看，公司凭借近年来积累的管理经验以及上市后充足的资金，预计将先从安徽周边地区开始进行逐步渗透。从安徽周边省份来看，山东、河南、江西等地均具备拓展潜力。随着辐射范围的扩大，将公司长期发展带来又一重要契机。

图表 37：安徽周边省份千人保有量比较



资料来源：CEIC，中金公司研究部

图表 38：省外网点数预测



资料来源：中金公司研究部

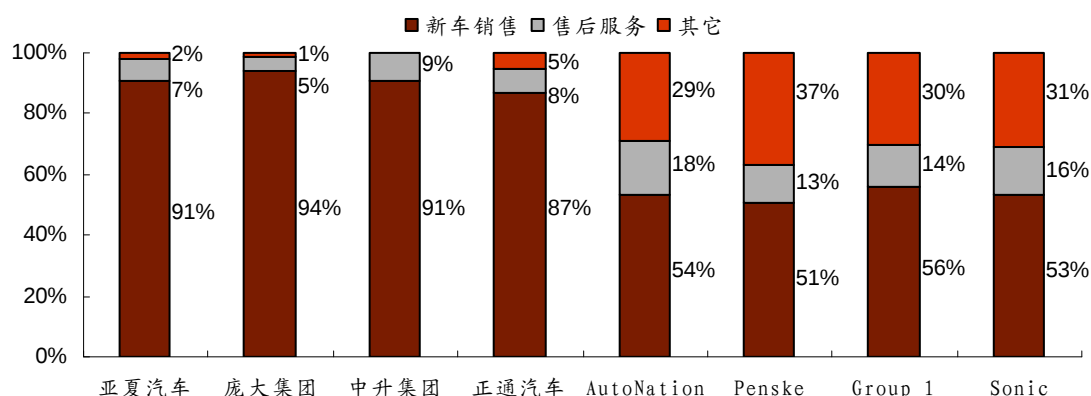
2012 将成为公司跨省发展元年。我们预计公司 2012 年将拓展 5 家左右省外网点，未来随着公司规模不断增大，省外网点新增数将持续增加。到 2015 年，预计公司省外网点数有望达到 20 家以上，安徽周边市场将成为公司新的盈利增长点。

售后业务增长潜力较大，推升盈利稳步上行

售后市场发展具备较大潜力

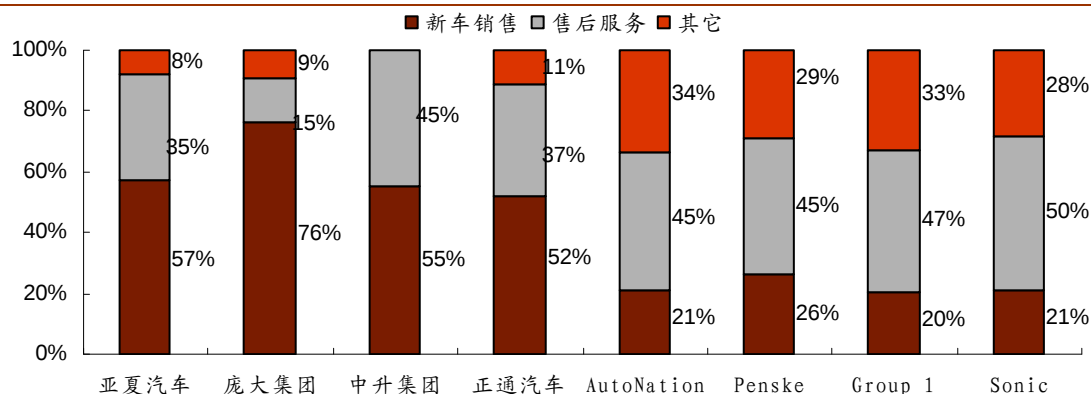
售后服务占比较低，潜力较大，在发达国家成熟汽车市场，汽车销售利润率已经非常低，售后服务业务贡献了汽车经销商大部分的利润。因此售后业务占比多少也成为了决定公司盈利能力的重要指标。目前国外大型经销集团售后及其他业务收入占比平均在 40% - 50% 左右，而利润贡献则接近 80%。在 A、H 股已上市的几家汽车经销商集团利润结构来看，售后业务占比大多在 45% 以上。公司目前的售后业务占略低于行业平均水平。未来随着业务结构趋于多元化，中高端品牌占比增加，以及客户基数和保有量的快速提升，公司售后及其他业务占比将逐步赶上同行的发展水平。

图表 39：售后收入占比与同行比较



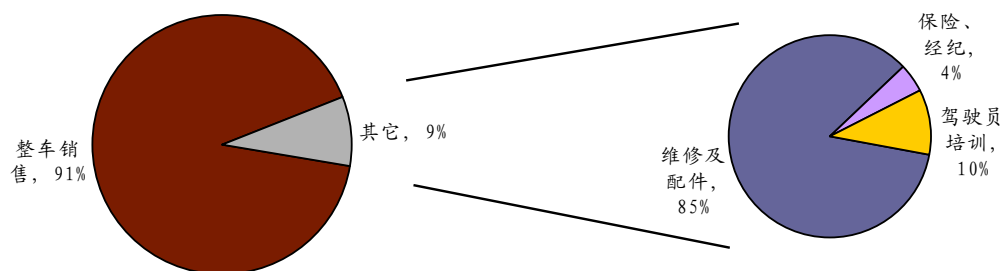
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 40：售后毛利润占比与同行比较



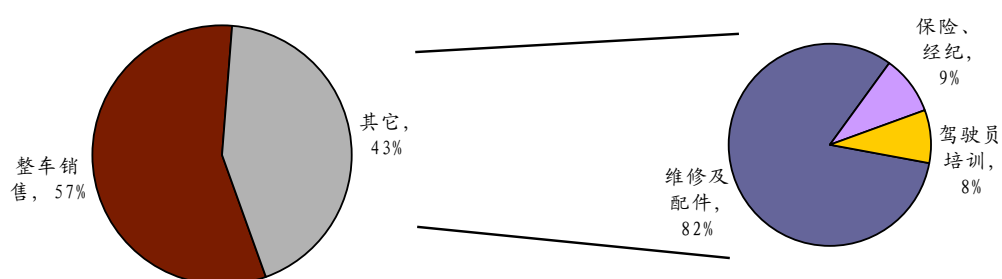
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 41：公司售后业务收入结构



资料来源：公司资料，中金公司研究部

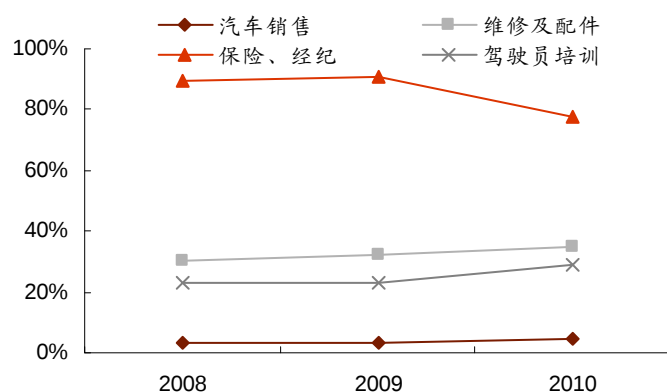
图表 42：公司售后业务利润结构



资料来源：公司资料，中金公司研究部

汽车保险经纪业务发展迅速，增强盈利能力，在各项售后业务当中，汽车金融、保险业务近年来发展迅速。公司以自身的 4S 店网络为平台，为客户提供代办保险、风险评估、风险管理、防灾防损咨询等各类服务。由于利润率较高，汽车保险代理业务已成为各大汽车经销商又一主要赢利点。

图表 43：售后业务利润率比较

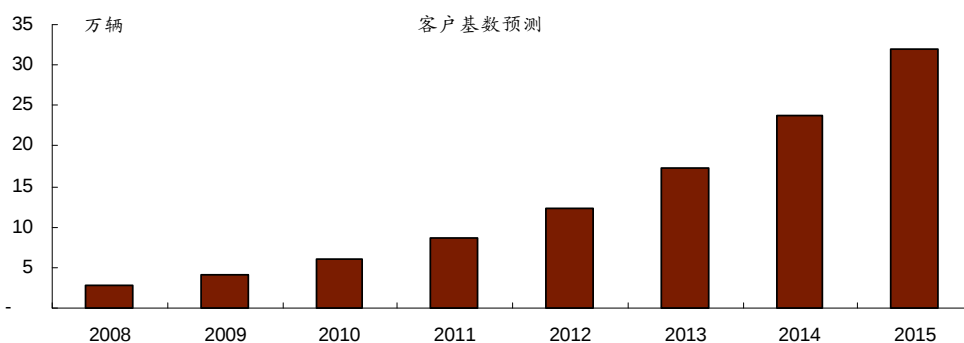


资料来源：公司资料，中金公司研究部

保有量快速提升，市场容量提升潜力较大

累计保有量规模不断扩张，客户基数加速提升。经过十年发展，公司已在安徽的合肥、芜湖、宣城、巢湖、黄山等地设立了汽车 4S 店销售网点，目前还在积极向安徽的滁州、马鞍山等地开拓，在省内各区域积累了丰富的客户资源，保有量得到快速提升，客户基数不断扩大。过去五年，公司共计销售汽车约 8 万辆，随着门店数量的陆续增加，未来客户基数将加速扩张，市场容量具备较大提升潜力。

图表 44：客户基数预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

售后市场容量巨大，贡献比例有望持续提升。我们假设新车销售后第一年返厂维修保养 2.5 次，其后每年维修保养 4.8 次。经过测算，公司未来三年售后业务收入将分别实现 40% 以上的增长。

图表 45：售后市场规模测算

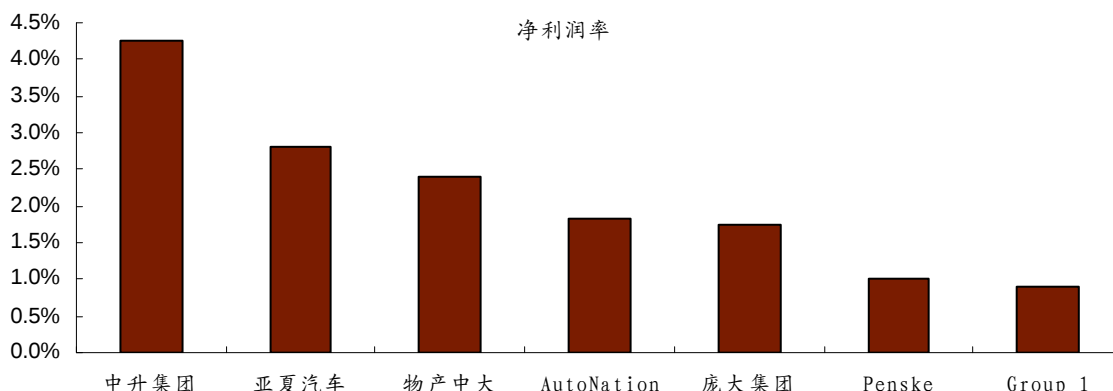
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
客户基数	27,801	41,616	60,331	86,973	124,260	175,923	243,758	330,461
维修次数	113,304	161,253	237,808	356,194	510,688	725,604	1,014,016	1,386,794
维修单价	1,146	1,023	926	1,000	1,050	1,103	1,158	1,216
售后维修业务收入	130	165	220	356	536	800	1,174	1,686
毛利率	30.3%	32.0%	34.7%	34.7%	34.9%	35.1%	35.3%	35.5%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

规模效应体现将推升维修业务利润率

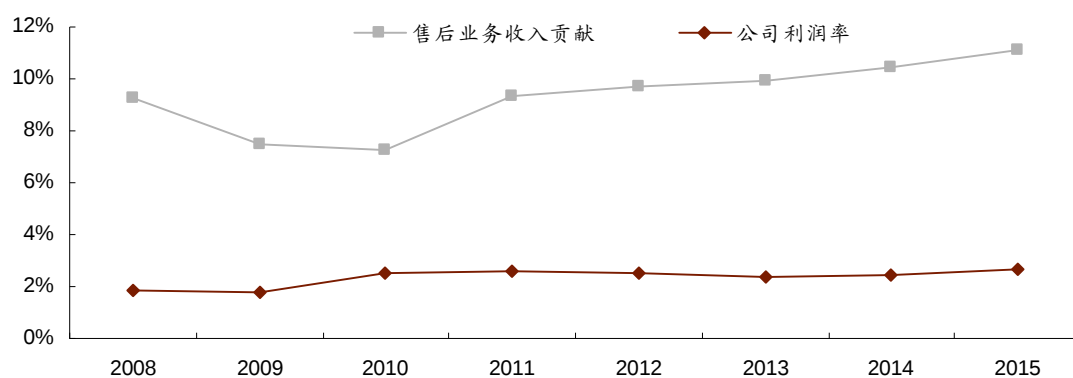
售后业务占比扩大带动公司整体利润率提升。由于售后业务较高且相对稳定的利润率，其占比提升将大大增加公司整体盈利能力。与同行相比，目前公司利润水平处于中上水平。我们预计未来三年售后业务占比分别将提升至 9.5%、9.7%、10.3%，而公司售后业务利润率将逐年提升 0.2 个百分点

图表 46：利润率与同行比较



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 47：公司售后占比及利润率走势预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

财务预测

2011、2012、2013 年净利润分别增长 32%、38%和 39%

我们预计公司 2011、2012 和 2013 年分别实现销售收入 38.5 亿元、56.7 亿元和 82.6 亿元，同比分别增长 26.6%、47.3% 和 45.7%；分别实现净利润 1.0 亿、1.38 亿和 1.92 亿元，同比分别增长 32.4%、38.0%和 39.0%。成熟门店进入盈利贡献期将成为公司业绩短期提升的催化剂，长期来看，售后业务规模提升、安徽省内新市场拓展将为公司打开新的增长空间。

图表 48：公司盈利预测基本假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
新车销售收入	2,009	2,773	3,446	5,063	7,366
增速	62%	38%	24%	47%	45%
毛利率	3.3%	4.4%	4.4%	4.2%	4.0%
售后维修业务收入	165	220	356	536	800
增速	27%	33%	62%	51%	49%
毛利率	32.0%	34.7%	34.7%	34.9%	35.1%
驾驶员培训收入	24	27	33	50	65
增速	49%	10%	25%	50%	30%
毛利率	23.1%	28.6%	28.6%	28.6%	28.6%
保险经纪收入	11	11	13	18	25
增速	-5%	2%	15%	40%	40%
毛利率	91.0%	77.6%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 49：历史财务数据和盈利预测

损益表（百万元）	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,402	2,213	3,039	3,848	5,668	8,257
营业利润	98	132	215	289	418	600
销售费用	-33	-50	-67	-96	-142	-206
管理费用	-15	-17	-26	-42	-62	-91
资产减值损失	-0	-1	-1	-2	-3	-4
财务费用	-15	-17	-22	-17	-30	-45
营业利润	35	48	99	131	182	254
投资收益	-	-	-	-	-	-
营业外收支净额	0	6	2	2	2	2
税前利润	35	54	101	134	184	256
所得税	-10	-14	-25	-33	-46	-64
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0	-0
净利润	25	40	76	100	138	192
现金流量表（百万元）						
经营活动现金流净额	61	162	176	182	302	428
投资活动现金流净额	-52	-54	-93	-630	-630	-630
融资活动现金流净额	29	7	14	693	370	5
货币资金增加额	38	116	98	245	42	-197
资产负债表（百万元）						
流动资产	350	486	739	1,090	1,376	1,527
固定资产	126	162	197	767	1,305	1,816
流动负债	355	526	752	937	1,298	1,791
长期负债	-	-	22	22	372	372
股东权益	169	202	265	1,025	1,163	1,354
总资产	530	735	1,038	1,984	2,833	3,518
财务指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	7.2%	6.2%	7.2%	7.7%	7.6%	7.4%
息税前利润率	3.6%	2.9%	4.0%	3.9%	3.7%	3.6%
净利润率	1.8%	1.8%	2.5%	2.6%	2.4%	2.3%
净资产收益率	15.1%	19.8%	28.5%	9.8%	11.9%	14.2%
总资产负债率	66.9%	71.6%	74.5%	48.3%	58.9%	61.5%
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.2	1.1	0.9
速动比率	0.7	0.6	0.7	0.9	0.8	0.6
应收帐款周转期	3.1	2.1	1.6	1.6	1.6	1.6
存货周转期	32.1	27.0	23.7	23.7	23.7	23.7
分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

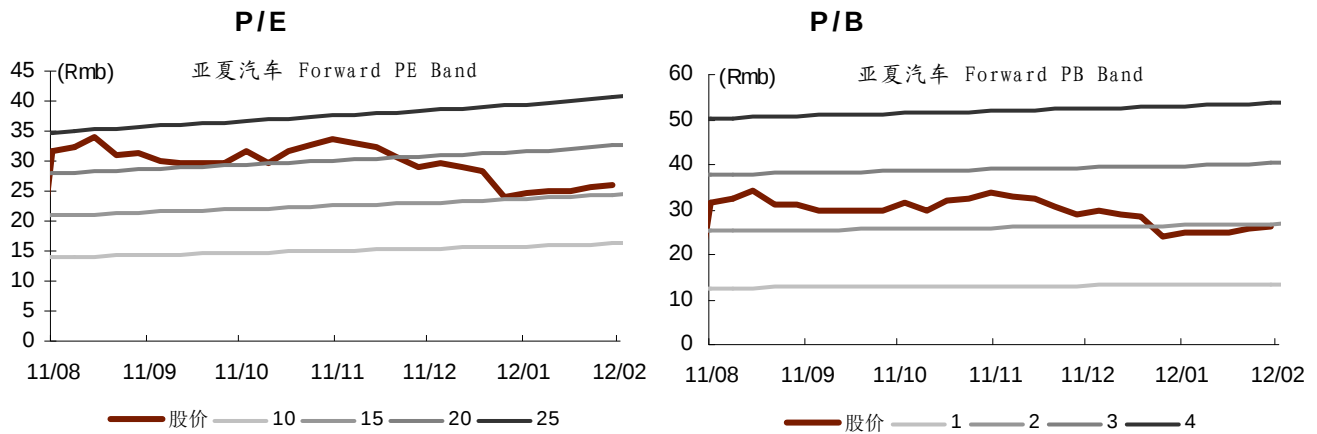
风险

- 1、整车厂在安徽销售网络布局过快增长；
- 2、终端销售低于预期；
- 3、安徽汽车价格降幅过高；

图表 50: 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
		2012-2-8	百万美元	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	33.89	9,004	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	13.53	902	13.3	8.4	12.3	10.8	2.0	1.6	1.6	1.5	5.8	4.2	3.7	3.7	-10%	57%	-31%	14%	5%
宇通客车	CV	24.60	2,032	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	6.47	2,169	13.2	8.3	12.9	9.8	3.4	1.7	1.6	1.5	8.6	5.9	5.2	5.2	200%	59%	-36%	32%	8%
江铃汽车	CV	22.28	3,055	18.2	11.2	10.6	8.8	4.0	3.1	2.7	2.3	13.4	11.3	9.9	9.9	35%	62%	6%	21%	20%
东风汽车	CV	3.30	1,049	20.8	11.6	9.9	8.3	1.2	1.1	1.1	1.0	20.9	9.2	6.0	6.0	1%	80%	16%	20%	26%
江淮汽车	CV/PV	6.14	1,257	23.6	6.8	12.1	10.2	1.8	1.5	1.4	1.3	6.5	4.6	4.1	4.1	488%	246%	-44%	19%	23%
长安汽车	PV	4.18	3,210	18.0	10.0	21.1	16.1	2.3	1.9	1.4	1.3	33.6	14.1	11.7	11.7	4497%	81%	-53%	31%	3%
上海汽车	PV	15.45	27,063	25.7	12.3	8.0	7.0	2.4	2.2	2.2	1.9	40.7	9.0	7.9	7.9	905%	108%	54%	15%	39%
中大股份	Dealer	8.70	911	20.7	11.4	9.5	8.4	2.4	1.9	1.6	1.4	9.8	6.2	5.3	5.3	30%	81%	20%	13%	25%
亚夏汽车	Dealer	25.75	360	56.7	30.0	22.7	16.4	8.4	6.4	2.2	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	57%	89%	32%	38%	36%
中鼎股份	Parts	10.50	994	31.3	20.1	16.1	12.9	7.5	5.9	4.4	3.3	17.1	11.9	10.0	10.0	50%	55%	25%	26%	25%
华域汽车	Parts	10.53	4,321	17.8	10.8	8.8	7.6	2.2	1.9	1.7	1.5	12.2	9.2	7.9	7.9	49%	64%	23%	15%	24%
一汽富维	Parts	20.90	702	12.5	7.7	9.0	7.1	2.7	2.0	1.7	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	87%	61%	-14%	26%	15%
松芝股份	Parts	11.61	575	23.9	15.8	15.6	13.3	7.9	2.1	1.9	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31%	51%	1%	17%	16%
福耀玻璃	Parts	8.58	2,730	15.4	9.6	10.9	9.0	3.9	2.9	2.7	2.3	9.9	8.6	7.2	7.2	355%	60%	-12%	21%	14%
银轮股份	Parts	12.95	327	31.2	12.9	14.4	11.5	3.3	2.6	1.3	1.2	10.9	8.6	8.2	6.7	24%	142%	-10%	25%	28%
平均				18.5	11.3	11.5	9.4	2.5	2.0	1.6	1.5	9.9	8.0	6.7	6.7	51%	59%	13%	18%	15%
平均-商用车				18.5	9.8	12.1	9.3	2.7	1.7	1.6	1.6	9.0	6.6	5.6	5.6	20%	60%	-2%	19%	20%
平均-乘用车				21.9	11.2	14.5	11.6	2.3	2.0	1.8	1.6	33.6	9.0	7.9	7.9	491%	62%	14%	7%	12%
平均-零部件				17.8	11.8	10.9	10.5	3.3	2.1	1.7	1.5	10.4	8.6	7.5	6.9	52%	55%	13%	17%	15%
香港上市公司																				
潍柴动力	CV	42.40	9,004	16.8	8.5	9.3	7.8	4.9	3.1	2.2	1.7	10.6	5.6	12.4	10.6	76%	99%	-9%	19%	21%
庆铃汽车	CV	2.35	752	23.5	19.6	15.9	13.1	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5	43%	20%	23%	22%	16%
华晨汽车	PV	9.19	5,950	n.a.	29.8	20.2	14.1	7.4	5.8	4.5	3.5	27.4	58.4	66.9	62.1	n.m.	n.m.	48%	43%	n.m.
吉利汽车	PV	2.80	2,693	13.3	14.4	12.0	10.2	3.1	2.5	2.1	1.8	9.5	7.1	6.5	5.6	26%	-8%	20%	18%	7%
广汽集团	PV	8.13	6,445	15.0	8.8	12.5	10.5	n.m.	2.0	1.7	1.5	6.4	4.3	4.7	3.9	21%	70%	-29%	19%	9%
长城汽车	CV/PV	13.86	6,006	33.5	12.7	10.1	7.8	4.5	3.4	1.9	1.6	32.9	11.8	4.4	4.1	99%	164%	25%	30%	44%
东风汽车	PV	15.04	16,710	16.8	9.6	9.0	7.9	3.9	2.8	2.2	1.8	8.2	5.0	5.0	4.4	58%	76%	7%	14%	21%
中国重汽	CV	5.66	2,015	13.1	8.6	7.6	5.6	0.7	0.7	0.6	0.6	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	10%	54%	12%	36%	24%
中升集团	Dealer	16.84	4,144	55.4	25.3	17.4	12.2	2.7	2.3	1.8	1.8	37.1	18.7	10.1	7.5	115%	119%	45%	43%	46%
大昌行	Dealer	10.96	2,576	28.1	14.1	12.3	9.9	3.7	2.9	2.5	2.1	19.6	12.9	9.1	7.4	26%	99%	15%	24%	30%
正通汽车	Dealer	8.84	2,516	108.2	57.2	21.7	12.2	35.6	3.9	2.4	2.0	63.7	35.7	13.8	6.8	331%	89%	163%	78%	73%
信义玻璃	Parts	5.16	2,451	24.2	11.9	10.3	8.1	3.5	2.9	2.5	2.2	21.0	9.9	9.7	8.3	9%	103%	16%	27%	31%
敏实集团	Parts	9.19	1,276	13.0	10.0	9.4	8.1	2.1	1.5	1.3	1.2	7.5	5.8	5.2	4.5	47%	31%	6%	16%	13%
平均				20.2	12.7	12.0	9.9	3.6	2.8	2.1	1.8	15.1	8.5	7.8	6.2	45%	82%	16%	24%	22%
平均-商用车				16.8	8.6	9.3	7.8	0.8	0.8	0.8	0.8	5.7	3.1	6.5	5.6	43%	54%	12%	22%	21%
平均-乘用车				15.9	12.7	12.0	10.2	4.2	2.8	2.1	1.8	9.5	7.1	5.0	4.4	42%	73%	20%	19%	15%
平均-零部件				18.6	10.9	9.8	8.1	2.8	2.2	1.9	1.7	14.2	7.9	7.5	6.4	28%	67%	11%	21%	22%
欧洲及美国上市公司																				
曼	CV	81.54	15,648	n.m.	16.8	11.6	14.4	2.4	2.0	1.8	1.7	14.6	11.9	6.8	8.5	n.m.	n.m.	45%	-20%	n.m.
斯堪尼亚	CV	114.00	13,865	80.9	10.0	13.0	10.6	3.9	3.0	2.5	2.2	10.7	5.6	9.7	8.1	-87%	707%	-23%	22%	66%
沃尔沃	CV	93.70	29,993	n.m.	17.5	11.5	9.6	2.9	2.6	2.0	1.8	n.m.	9.2	7.6	6.7	n.m.	n.m.	51%	20%	n.m.
帕卡	CV	43.27	15,500	139.6	34.6	12.9	10.9	3.1	3.0	2.4	2.1	20.2	16.2	10.3	8.7	-89%	303%	167%	19%	89%
戴姆勒	CV/PV	46.42	65,325	n.m.	10.8	9.0	7.8	1.6	1.4	1.1	1.0	35.0	10.1	8.6	7.6	n.m.	n.m.	20%	15%	n.m.
菲亚特	CV/PV	4.60	7,664	n.m.	10.9	6.8	4.6	0.6	0.5	0.5	0.4	6.6	5.5	2.3	2.0	n.m.	n.m.	61%	48%	n.m.
雷诺	PV	36.04	14,065	n.m.	2.8	4.9	5.2	0.6	0.5	0.4	0.4	14.4	8.9	8.2	8.8	n.m.	n.m.	-43%	-6%	n.m.
标致	PV	15.46	4,775	n.m.	3.1	5.1	6.8	0.3	0.3	0.3	0.2	11.4	5.8	6.6	6.9	n.m.	n.m.	-40%	-25%	n.m.
宝马	PV	69.85	58,670	225.3	14.2	9.1	9.6	2.3	2.0	1.7	1.5	10.4	6.7	7.2	7.5	-37%	1484%	57%	-5%	120%
大众	PV	127.05	81,036	53.7	8.4	6.6	6.9	1.4	1.3	1.0	0.9	11.2	7.3	6.1	6.0	-80%	541%	27%	-4%	67%
福特汽车	CV/PV	12.44	48,155	13.7	6.5	8.5	7.2	n.m.	n.m.	2.4	1.9	17.1	7.2	9.7	8.5	n.m.	109%	-23%	17%	17%
通用汽车	CV/PV	25.50	39,896	5.4	n.m.	n.m.	n.m.	1.0	0.9	0.7	n.m.	n.m.	2.6	2.4	2.3	26%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
玛格纳	Parts	42.48	9,911	n.m.	10.0	9.7	9.3	1.3	1.3	1.2	1.1	21.5	4.8	4.5	4.2	n.m.	n.m.	3%	5%	n.m.
博格华纳	Parts	77.05	8,454	335.0	23.3	17.4	14.3	4.1	3.8	3.5	2.8	26.3	12.6	8.9	7.8	n.m.	1339%	34%	21%	120%
奥托立夫	Parts	65.41	5,840	545.1	9.7	10.3	9.4	2.3	2.0	1.6	1.4	15.5	5.1	5.1	4.7	-95%	5542%	-6%	9%	176%
爱立信	Parts	23.64	1,977	40.8	21.3	15.3	14.7	4.5	3.0	2.6	2.3	12.7	8.6	7.1	6.9	-16%	91%	39%	4%	29%
法雷奥	Parts	38.33	3,991	n.m.	7.9	7.0	7.1	2.3	1.7	1.4	1.3	5.9	3.2	3.0	2.9	n.m.	n.m.	13%	-2%	n.m.
平均				80.9	10.4	9.4	9.4	2.3	2.0	1.6	1.5	13.6	7.0	6.9	6.9	-80%	624%	24%	7%	78%
平均-商用车				110.2	17.1	12.3	10.8	3.0	2.8	2.2	2.0	14.6	10.6	8.7	8.3	-88%	505%	48%	19%	78%
平均-乘用车				33.7	8.4	6.8	6.9	1.0	0.9	0.9	0.9	11.4	6.9	6.9	7.2	-37%	541%	20%	-4%	67%
平均-零部件				335.0	10.0	10.3	9.4	3.2	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	409	8,940	82.5	13.4	9.3	9.6	2.3	2.1	1.7	1.5	14.8	6.0	5.6	4.7	n.m.	514%	44%	-3%	71%
日野汽车	CV	516	3,819	n.m.	n.m.	22.0	12.9	1.4	1.5	1.5	1.3	8.3	5.5	5.3	4.4	n.m.	n.m.	n.m.	70%	n.m.
日产	PV	757	44,085	72.8	9.9	9.9	8.2	1.1	1.1	1.0	0.9	6.7	5.5	6.5	5.8	n.m.	635%	0%	21%	73%
丰田	CV/PV	3,060	135,916	45.8	23.5	34.8	14.6	0.9	0.9	0.9	0.9	10.3	9.8	14.4	9.5	n.m.	95%	-32%	137%	33%
马自达	PV	145	3,326	n.m.	n.m.	n.m.	72.9	0.5	0.6	0.7	0.7	3.3	3.3	17.2	8.6	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
本田	PV	2,770	64,637	18.7	9.4	21.0	10.6	1.2	1.1	1.1	1.0	7.9	6.9	12.0	7.4	96%	100%	-55%	98%	15%
铃木	PV	1,787	12,915	28.5	22.2	17.9	13.7	1.0	1.0	1.0	1.0	2.8	2.5	2.7	2.4	2%	29%	24%	31%	20%
电装	Parts	2,403	27,367	26.4	13.5	19.3	12.3	1.												

图表 51：历史 P/E 和 P/B



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

