



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

行业动态
证券研究报告

2011 年 1 月 27 日

汽车与零部件

研究部

郑栋 CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208030081

zhengd@cicc.com.cn

陈鹏扬

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080210090002

chenpy@cicc.com.cn

张涵一

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208120091

zhanghy2@cicc.com.cn

再介入机会

港股汽车板块动态

投资提示:

我们认为近期港股汽车板块的股份调整为投资者提供了较好的介入机会,并建议逢低买进。我们偏好的股票依次为:中升控股(00881.HK),大昌行集团(01828.HK),长城汽车(02333.HK),东风汽车(00489.HK)和潍柴动力(02338.HK)。

理由:

政策不确定性正在逐步消除:广州于 2011 年 1 月 25 日公布了其交通管理修正提案,其中**并没有车辆上牌限制**,这进一步验证了我们的判断:由于北京的人均汽车保有量和汽车密度极高,其汽车政策不太可能在全国推广,其他城市无需效仿北京的新车上牌限制制度。

一季度销量高于预期,提供强大催化剂。中国的地域发展差异,财富效应以及消费升级都将是乘用车销售增长的关键动力。我们预期 2011 年乘用车和重卡销量有望分别同比增长 16%和 14%,2012 年分别同比增长 15%和 10%。今年一季度乘用车销量有望同比增长 18%,大大高于市场预期的 10~15%。此外在再库存的推动下,一季度重卡销量有望实现增长,而非市场预期的同比下降 8~10%。

高产能利用率推动下,行业利润率有望维持高位。我们预期 2011 年中国乘用车产能将扩张 20%,高于需求增长 4 个百分点。因此产能利用率可能下降 3.6 个百分点至 92.1%,仍将处于高位。由此得出 2011 年行业税前利润率仍有望维持在 8.8%,将是仅次于 2010 年的第二高位。

豪华车经销商理应继续较整车企业享有估值溢价,因为行业内生式增长加快(未来十年 19.4%的年复合增长率),售后服务和并购的爆发式增长潜力将为业绩提供下行保护。此外,豪华车需求增长更高,波动性较小且利润率极高,所以豪华车经销商理应享有比中低端车经销商更高的估值溢价。

高吸引力估值提供有力下行保护。除了中升控股,我们所有推荐的股票当前对应 2011 年市盈率均在个位数。考虑到中升通过并购实现更快的盈利增长以及行业未来 10 年 19.4%的年复合增长率,其当前股价对应的 12.6 倍 2011 年市盈率被大幅低估。大昌行当前股价对应 9.2 倍 2011 年市盈率,2011 年股息收益率为 4.3%,甚至较大多数整车企业存在估值折让。考虑到长城汽车未来 3 年 25%的年复合增长率,其股价对应的 9.5 倍 2011 年市盈率极具吸引力。根据东风汽车较低的 2011 年业绩增长预测(3.3%),其股价当前对应的 8.6 倍 2011 年市盈率已接近东风汽车历史正常区间(8x~12x)的底部。潍柴动力当前对应 2011 年市盈率为 9.7 倍,也低于其 11 倍的历史平均值。

风险:

经济低谷导致汽车销量低于预期;产能利用率下降致使汽车价格下跌。

个股推荐

中升控股 (00881.HK)，目标价 24.8 港元，目前股价上升空间为 68.0%

1) 公司计划到 2012 年底将 4S 店数量从 2009 年底的 47 家增加至 168 家,预计新门店开业将推动公司 2009~2012 年业绩实现 78%的年复合增长率。

2) 连续的并购举措增强了投资者对中升管理层执行能力的信心。公司完成的三大交易中成功收购 B&L 大大拓展了其品牌结构和地域覆盖范围,并为在豪华品牌领域的进一步扩张注入动力。

3) 估值具有吸引力。考虑到中升通过并购实现更快的盈利增长以及 19.4%的行业年复合增长率,其当前股价对应的 12.6 倍 2011 年市盈率极具吸引力。我们维持原有盈利预测和 24.8 港元的目标价,并继续给予推荐评级。

大昌行集团 (01828.HK)，目标价 11.9 港元，目前股价上升空间为 62.6%

1) 发展前景稳定, 2009~2012 年盈利年复合增长率预计为 26%。

2) 高盈利能力。公司经销业务净利润率比中升高 1.2 个百分点,比行业平均净利润率高 3.1 个百分点,主要源于公司高端品牌定位以及香港业务的贡献。

3) 高安全边际。大昌行目前股价仅对应 9.5 倍 2011 年市盈率,考虑到公司 5%的股息收益率和行业 19.4%的年复合增长率,其估值极具吸引力。我们维持原有盈利预测和 11.9 港元的目标价,对应 62.6%的股价上升空间。重申推荐评级。

长城汽车 (02333.HK)，目标价 34.2 港元，目前股价上升空间为 23.9%

1) 长期增长前景确定性强。我们预计 SUV 和皮卡业务将分别贡献 2011 年盈利的 41%和 24%。我们认为中国 SUV 市场前景看好并且长城汽车将在此市场中迎来强劲增长,因此预期公司 2011 年 SUV 和皮卡销量将分别同比增长 32%和 18%,推动盈利同比提升 28.8%。

2) A 股发行可能性将是短期股价催化剂。

3) 估值具吸引力。考虑到长城汽车 25%的盈利增长潜力,公司目前股价对应的 9.7 倍 2011 年市盈率极具吸引力。我们维持原有盈利预测和 34.2 港元的目标价,对应 12 倍 2011 年市盈率。目前股价有 23.9%上升空间。重申推荐评级。

东风汽车 (00489.HK)，目标价 18.5 港元，目前股价上升空间为 38.9%

1) 公司股价受到行业下行风险的影响很大,较 2010 年 10 月峰值曾最多下滑 23%,跑输大盘 30 个百分点。公司股价目前对应 8.6 倍 2011 年市盈率,处于其历史正常区间 (8x~12x) 的低端。

2) 新车型的推出将是 2011 年销售提升的最大推动力: 东风尼桑天籁, 穆拉诺 (SUV), 东风标致 508 和东风本田的新车型将成为亮点。我们预计东风汽车 2011 年销量将同比增长 16%。

3) 销售业绩将是股价催化剂: 我们相信稳健的销售增长将是最好的股价推动力。我们维持人民币 1.26/1.30/1.41 元的 2010/11/12 年每股盈利预测不变,并给予 18.5 港元的目标价,对应 12 倍 2011 年市盈率。

潍柴动力 (02338.HK)，目标价 63.8 港元，目前股价上升空间为 23.2%

1) 公司行业领先地位短期内不可撼动。

2) 我们预期重卡销量 2011 年将同比增长 14%, 潍柴作为行业领先企业, 2011 年公司销售将增长 16%, 推动盈利提升 18%。

3) 占据重卡销量的 50%, 物流行业有望为潍柴产品提供需求支撑。此外, 主要下游客户如陕西重卡和福田汽车也已经大量布局于物流卡车市场。

4) 新业务拓展将显著提升公司增长潜力。新业务包括工程机械, 客车, 船舶等引擎的开发与分销。

5) 估值具吸引力: 目前公司股价对应 9.7 倍 2011 年市盈率, 处于历史区间低端。我们维持对公司的推荐评级和 63.8 港元的目标价, 对应 12 倍 2011 年市盈率。

图表 1: 主要乘用车厂商产能扩张计划和产能利用率

厂商	2010销量 (万辆)	2011目标 (万辆)	2011年增长目 标	2010产能 (万辆)	2011产能 (万辆)	2012产能 (万辆)	2012/2010 产能增长	2010产能利用 率	2011产能利用 率
上海大众	100	120	20%	80	100	120	50%	125%	120%
一汽大众	87	-	-	68	88	113	66%	128%	-
上海通用	101	115	14%	85	97	109	28%	119%	119%
北京现代	70	77	10%	60	70	90	50%	117%	110%
东风日产	66	77	17%	66	66	80	21%	100%	117%
奇瑞汽车	67	90	33%	85	85	105	24%	79%	106%
比亚迪	52	60	15%	50	80	120	140%	104%	75%
天津丰田	51	55	9%	55	60	66	20%	92%	92%
广州本田	39	-	-	43	43	48	12%	90%	-
吉利汽车	42	-	-	46	73	100	117%	90%	-
长安福特	41	-	-	45	45	60	33%	91%	-
神龙汽车	37	43	14%	45	45	65	44%	83%	94%
一汽夏利	25	30	20%	38	38	48	26%	66%	79%
东风悦达	33	43	29%	43	43	43	0%	77%	100%
哈飞汽车	2	-	-	40	40	40	0%	5%	-
东风本田	26	28	7%	24	30	35	46%	109%	95%
广州丰田	27	35	30%	36	48	60	67%	75%	73%
一汽轿车	27	-	-	32	36	40	25%	85%	-
长安铃木	20	-	-	20	20	20	0%	100%	-
长城汽车	36	44	22%	30	60	90	200%	120%	73%
金杯汽车	18	-	-	30	30	30	0%	59%	-
江淮汽车	20	26	30%	20	30	30	50%	100%	87%
长安汽车	19	-	-	28	47	65	132%	69%	-
一汽海马	14	-	-	20	25	30	50%	70%	-
上海汽车	16	23	43%	20	30	30	50%	80%	77%
东风乘用车	3	4	44%	6	6	6	0%	46%	67%
东南汽车	11	15	31%	15	23	30	100%	77%	67%
郑州日产	5	13	192%	20	20	20	0%	23%	66%
华晨宝马	5	-	-	10	20	30	200%	54%	-
北京奔驰	4	8	106%	8	9	10	25%	49%	89%
众泰汽车	10	-	-	10	15	20	100%	100%	-
合计	1,127	1,308	16.1%	1,178	1,421	1,753	48.8%	95.6%	92.1%

		2011年
合资品牌产能增速		15.6%
合资品牌销量目标增速		18.0%
自主品牌产能增速		21.9%
自主品牌销量目标增速		30.2%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2: 中升控股财务摘要

百万人民币	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	9,103	10,549	13,722	23,390	43,962	63,071
(+/-)	40.7%	15.9%	30.1%	70.5%	87.9%	43.5%
净利润	284	219	471	1,094	1,893	2,644
每股收益 (元)	0.15	0.11	0.25	0.57	0.99	1.39
(+/-)	92.6%	-23.1%	115.3%	132.3%	73.0%	39.7%
市盈率	83.8	108.9	50.6	21.8	12.6	9.01
市净率	31.4	14.6	11.3	3.9	3.0	2.24
EV/EBITDA	49.5	50.1	29.6	12.6	7.8	5.59
净资产收益率	37.5%	13.4%	22.3%	17.9%	23.6%	24.8%
ROCE	34.4%	12.7%	20.9%	17.4%	23.1%	24.3%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股价/经营现金	184.72	85.91	148.79	28.24	15.83	11.48

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 3: 大昌行集团财务摘要

百万人民币	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,050	19,496	22,131	30,085	37,486	44,656
(+/-)	24.2%	21.5%	13.5%	35.9%	24.6%	19.1%
净利润	504	563	710	1,452	1,429	1,697
每股收益 (元)	0.28	0.31	0.39	0.81	0.79	0.94
(+/-)	55.7%	11.8%	26.1%	104.4%	-1.6%	18.7%
市盈率	26.1	23.4	18.5	9.1	9.2	7.76
市净率	3.1	2.7	2.4	2.0	1.8	1.53
EV/EBITDA	n.m.	10.9	8.8	5.6	4.6	3.86
净资产收益率	11.8%	11.6%	13.0%	21.9%	19.1%	19.7%
ROCE	9.8%	9.6%	11.2%	18.3%	16.5%	17.5%
现金分红收益率	7.1%	1.3%	2.2%	4.4%	4.3%	5.2%
股价/经营现金	n.m.	33.50	11.06	12.79	13.06	6.76

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4: 长城汽车财务摘要

百万人民币	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7,579	8,211	12,396	21,852	30,182	36,475
(+/-)	54.1%	8.3%	51.0%	76.3%	38.1%	20.9%
净利润	937	513	1,023	2,088	2,688	3,364
每股收益 (元)	0.86	0.47	0.93	1.91	2.45	3.07
(+/-)	15.0%	-45.3%	99.3%	104.2%	28.8%	25.1%
市盈率	27.3	49.8	25.0	12.2	9.5	7.60
市净率	4.0	3.8	3.4	2.7	2.2	1.82
EV/EBITDA	19.4	30.0	19.2	7.3	5.6	4.06
净资产收益率	14.6%	7.6%	13.5%	22.2%	23.4%	24.0%
ROCE	13.5%	7.2%	12.0%	17.5%	18.9%	20.5%
现金分红收益率	0.6%	0.6%	1.1%	2.5%	3.2%	3.9%
每股经营现金流	1.17	0.75	1.41	4.06	3.43	5.45
股价/经营现金	23.49	36.59	19.53	6.80	8.05	5.06

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 5: 东风汽车财务摘要

人民币 (百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	59,318	70,569	91,758	120,649	137,576	149,300
(+/-)	22.9%	19.0%	30.0%	31.5%	14.0%	8.5%
EBIT	4,131	5,105	8,459	14,739	15,596	16,677
(+/-)	25.9%	23.6%	65.7%	74.2%	5.8%	6.9%
净利润	3,770	3,955	6,250	10,862	11,226	11,513
(+/-)	81.2%	4.9%	58.0%	73.8%	3.3%	2.6%
EPS (元)	0.44	0.46	0.73	1.26	1.30	1.34
(+/-)	81.2%	4.9%	58.0%	73.8%	3.3%	2.6%
市盈率	25.74	24.53	15.52	8.93	8.64	8.43
市净率	5.48	4.40	3.56	2.67	2.12	1.75
EV/EBITDA	17.46	13.01	7.30	3.80	2.92	2.13
净资产收益率	21.3%	17.9%	22.9%	29.8%	24.5%	20.8%
ROCE	16.3%	14.7%	17.7%	24.1%	20.3%	17.5%
现金分红收益率	0.4%	0.4%	0.8%	1.9%	2.0%	2.0%
股价/经营现金	19.02	12.52	5.07	5.29	5.66	5.84

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 6: 潍柴动力财务摘要

百万人民币	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收入	28,786	32,567	35,261	58,454	67,269	77,156
(+/-)	334%	13%	8%	66%	15%	15%
毛利	6,136	5,659	7,632	15,223	17,528	20,584
(+/-)	224%	-8%	35%	99%	15%	17%
净利润	2,015	1,929	3,407	6,395	7,496	8,850
(+/-)	187%	-4%	77%	88%	17%	18%
EPS (人民币)	1.21	1.16	2.04	3.84	4.50	5.31
(+/-)	187%	-4%	77%	88%	17%	18%
市盈率 (A股)	19.1x	20.0x	11.3x	12.1x	10.3x	8.7x
市净率 (A股)	3.8x	4.8x	3.3x	4.1x	2.8x	2.1x
市盈率	36.2x	37.8x	21.4x	11.4x	9.7x	8.2x
市净率	3.6x	4.6x	3.1x	3.9x	2.7x	2.0x
EV/EBITDA	7.2x	11.2x	7.4x	6.7x	5.0x	3.4x
净资产收益率	43.0%	26.8%	34.5%	41.8%	32.6%	27.5%
ROCE	23.2%	17.7%	22.6%	29.9%	25.3%	22.0%
现金分红收益率	0.3%	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
股价/经营现金	9.1	7.6	4.1	7.5	6.9	6.1

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 7: 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	
		2011-1-25	百万美元	06A	07A	08A	09A	10E	11E	06A	07A	08A	09A	10E	11E	06A	07A	08A	09A	10E	11E	07A	08A	09A	10E	11E		07-11
中国A股上市公司																												
潍柴动力	CV	46.34	11,562	116.6	38.2	40.0	22.7	12.1	10.3	25.9	12.1	9.7	6.6	4.1	2.8	68.2	19.4	20.2	12.6	10.0	9.0	205%	-4%	76%	88%	17%	39%	
中国重汽	CV	23.15	1,474	43.3	13.5	20.5	22.7	11.1	9.2	7.4	4.8	3.9	3.4	2.6	2.1	13.3	6.7	10.8	10.1	7.4	6.4	220%	-34%	-10%	105%	20%	10%	
宇通客车	CV	21.87	1,726	51.5	30.2	21.4	20.2	13.5	10.7	9.1	4.3	6.8	5.2	4.9	4.5	28.8	16.2	18.9	13.2	12.0	10.4	71%	41%	6%	49%	27%	30%	
福田汽车	CV	19.16	3,067	n.a.	45.4	50.8	16.9	10.3	9.4	11.7	9.2	5.8	4.3	2.4	2.0	88.0	27.4	36.2	12.5	8.6	7.6	n.m.	-11%	200%	64%	10%	48%	
江铃汽车	CV	24.01	3,146	34.3	27.3	26.4	19.6	12.1	9.8	6.8	5.9	5.1	4.3	3.3	2.5	21.7	20.3	22.5	14.4	12.2	10.7	26%	3%	35%	62%	24%	29%	
东风汽车	CV	4.98	1,512	19.8	20.4	31.6	31.3	13.3	9.4	2.0	1.9	1.9	1.8	1.6	1.4	11.0	9.4	36.8	37.9	16.7	10.9	-3%	-36%	1%	136%	41%	21%	
江淮汽车	CV/PV	10.52	2,058	32.9	41.3	237.5	40.4	12.5	11.0	4.5	3.3	3.4	3.1	2.6	2.2	19.2	18.6	25.4	11.4	8.0	7.1	-20%	-83%	488%	224%	13%	39%	
长安汽车	PV	9.33	3,803	41.9	32.7	897.1	20.2	10.0	9.2	3.1	2.9	2.9	2.5	2.0	1.6	22.9	n.a.	n.a.	42.2	17.7	14.7	28%	-96%	4343%	103%	8%	37%	
一汽轿车	PV	15.72	3,883	73.6	46.3	23.5	15.7	11.0	9.6	4.8	4.4	3.9	3.4	2.7	2.3	35.1	18.1	17.0	10.2	8.8	8.0	59%	97%	50%	43%	14%	48%	
上海汽车	PV	16.17	22,682	74.3	22.9	161.4	16.1	11.3	9.5	3.3	2.8	3.1	2.5	2.7	2.3	61.7	39.3	117.1	35.6	7.9	6.9	71%	-86%	905%	42%	19%	25%	
中大股份	Dealer	15.03	1,002	93.3	45.1	31.4	24.1	12.9	11.6	5.6	3.9	3.1	2.7	2.3	2.0	76.2	32.2	12.4	11.1	7.0	6.0	71%	44%	30%	87%	11%	40%	
东安动力	Parts	10.17	713	131.2	31.2	29.3	20.1	12.7	10.7	2.9	2.7	2.5	2.2	1.9	1.6	48.8	42.7	394.9	35.9	39.6	40.3	71%	6%	46%	57%	19%	31%	
中鼎股份	Parts	21.96	1,418	n.a.	77.7	70.0	46.7	27.6	22.9	n.a.	18.3	19.5	11.2	7.9	5.9	n.a.	54.8	38.6	25.4	17.7	15.0	n.m.	11%	50%	69%	20%	36%	
华域汽车	Parts	10.97	4,301	48.4	24.5	27.5	18.5	11.0	9.1	5.1	2.6	3.9	2.3	2.0	1.8	256.5	153.0	37.3	12.7	9.5	8.2	97%	-11%	49%	69%	21%	28%	
一汽富维	Parts	29.49	947	n.m.	130.0	32.9	17.6	11.0	9.2	5.7	5.5	4.7	3.8	2.9	2.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	295%	87%	60%	19%	94%	
福耀玻璃	Parts	10.58	3,216	34.4	23.1	86.2	19.0	11.7	9.6	7.5	6.0	6.5	4.8	3.9	3.2	22.3	16.9	17.5	11.7	10.2	8.5	49%	-73%	355%	62%	22%	25%	
银轮股份	Parts	32.77	497	104.5	91.4	75.2	60.7	27.4	22.4	12.6	7.3	6.9	6.4	5.3	4.4	28.3	25.6	21.0	14.1	12.3	10.2	14%	21%	24%	122%	22%	49%	
平均				50.0	31.2	40.0	20.2	12.5	10.3	4.9	3.9	3.9	3.4	2.6	2.2	28.8	19.0	21.7	12.6	9.5	8.2	71%	-11%	50%	62%	17%	29%	
平均 - 商用车				53.8	28.7	29.0	22.7	12.3	10.1	7.1	4.5	4.5	3.8	2.6	2.1	20.5	17.4	21.3	12.5	9.3	8.3	71%	-19%	20%	76%	19%	29%	
平均 - 乘用车				57.3	39.5	140.9	18.1	11.2	9.6	3.5	3.3	3.4	2.9	2.7	2.3	48.4	28.7	67.0	35.6	8.8	8.0	44%	-64%	491%	42%	14%	31%	
平均 - 零部件				87.3	29.2	58.2	18.7	13.0	11.2	5.1	4.1	4.3	3.0	2.5	2.0	31.5	25.6	37.3	12.7	10.2	8.5	84%	-2%	51%	59%	19%	27%	
香港上市公司																												
潍柴动力	CV	51.80	11,562	110.2	36.1	37.8	21.4	11.4	9.7	24.5	11.4	9.1	6.2	3.9	2.7	20.7	5.9	6.1	4.0	3.8	3.3	205%	-4%	76%	88%	17%	39%	
庆铃汽车	CV	2.34	746	74.8	39.0	33.4	23.4	18.0	16.4	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	92%	17%	43%	30%	10%	24%	
华晨汽车	PV	5.78	3,705	n.m.	218.1	261.5	n.m.	26.9	20.0	3.6	3.5	3.5	5.7	4.9	4.0	169.9	32.2	34.5	19.1	26.2	23.0	n.m.	-17%	n.m.	n.m.	34%	82%	
吉利汽车	PV	3.70	3,534	62.2	51.7	23.1	18.3	17.7	14.1	26.4	11.2	6.5	4.3	3.5	2.9	n.m.	n.m.	44.3	12.8	9.5	7.8	20%	124%	26%	3%	26%	38%	
广汽集团	PV	9.98	7,875	n.m.	10.2	22.3	18.4	12.2	11.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	2.7	2.3	n.m.	9.6	12.0	10.5	6.7	6.2	n.m.	-54%	21%	52%	10%	-2%
长城汽车	CV/PV	27.60	3,880	31.4	27.3	49.8	25.0	12.2	9.5	6.2	4.0	3.8	3.4	2.7	2.2	30.0	21.0	34.3	19.7	2.5	2.3	15%	-45%	99%	104%	28%	30%	
东风汽车	PV	13.32	14,730	46.6	25.7	24.5	15.5	8.9	8.6	6.8	5.5	4.4	3.6	2.7	2.1	13.1	10.8	8.8	6.1	5.4	4.6	81%	5%	58%	74%	3%	31%	
中国重汽	CV	7.31	2,590	26.7	15.4	19.4	17.7	11.4	9.7	18.1	1.6	1.5	1.0	0.9	0.9	15.7	11.2	15.1	10.4	8.3	7.0	74%	-21%	10%	55%	18%	12%	
中升集团	Dealer	14.76	3,616	161.4	83.8	108.9	50.6	21.8	12.6	4.2	3.4	2.8	2.4	2.0	1.6	105.8	49.2	50.6	29.4	13.7	8.5	93%	-23%	115%	132%	73%	61%	
大昌行	Dealer	7.32	1,706	40.7	26.1	23.4	18.5	9.1	9.2	3.6	3.1	2.7	2.4	2.0	1.8	49.3	31.2	15.6	13.0	8.9	7.3	56%	12%	26%	104%	-2%	30%	
信义玻璃	Parts	6.49	2,930	59.3	34.3	32.4	29.8	15.3	11.5	10.2	5.7	5.3	4.4	3.8	3.2	50.7	29.8	26.0	23.1	14.0	9.2	73%	6%	9%	94%	33%	31%	
敏实集团	Parts	13.00	1,792	43.7	32.7	27.7	18.9	14.4	11.6	9.9	4.0	3.6	3.1	2.1	1.8	31.2	21.0	17.3	13.0	10.0	8.1	34%	18%	47%	32%	23%	29%	
平均				53.0	33.5	30.1	18.9	13.3	11.3	6.8	4.0	3.6	3.4	2.7	2.2	31.2	21.0	17.3	13.0	8.9	7.3	73%	0%	43%	74%	21%	31%	
平均 - 商用车				74.8	36.1	33.4	21.4	11.4	9.7	18.1	1.6	1.5	1.0	0.9	0.9	18.2	8.5	10.6	7.2	6.0	5.1	92%	-4%	43%	55%	17%	24%	
平均 - 乘用车				46.6	27.3	24.5	18.4	12.2	11.0	6.5	4.7	4.1	3.9	2.7	2.3	30.0	15.9	34.3	12.8	6.7	6.2	20%	-17%	42%	63%	26%	31%	
平均 - 零部件				51.5	33.5	30.1	24.3	14.8	11.6	10.1	4.8	4.4	3.7	3.0	2.5	41.0	25.4	21.7	18.0	12.0	8.7	53%	12%	28%	63%	28%	30%	
欧洲及美国上市公司																												
曼	CV	85.80	16,898	13.8	10.4	10.2	n.m.	19.9	14.6	3.4	2.5	2.4	2.5	2.2	2.0	10.6	7.4	8.1	15.0	9.8	8.3	33%	1%	n.m.	n.m.	37%	-8%	
斯堪尼亚	CV	143.30	17,563	19.3	13.4	12.9	101.6	13.0	11.7	4.4	4.6	5.2	4.9	3.8	3.1	9.5	6.8	6.5	12.8	8.9	8.2	44%	4%	-87%	681%	12%	4%	
沃尔沃	CV	112.00	35,989	13.9	15.2	22.9	n.m.	19.7	13.1	2.6	2.8	2.7	3.4	3.0	2.5	9.6	10.0	11.6	n.m.	10.4	8.3	-8%	-34%	n.m.	n.m.	50%	4%	
帕卡	CV	55.53	20,252	13.9	16.8	19.9	179.1	44.6	21.1	4.6	4.1	4.2	4.0	3.8	3.4	9.1	10.6	11.4	22.7	22.9	13.4	-17%	-16%	-89%	302%	111%	-6%	
戴姆勒	CV/PV	55.17	79,915	15.1	14.4	39.1	n.m.	12.3	10.5	1.5	1.5	1.6	1.9	1.7	1.5	6.1	6.8	9.2	34.4	9.6	8.6	5%	-63%	n.m.	n.m.	17%	8%	
菲亚特	CV/PV	7.25	12,152	8.7	4.7	5.6	n.m.	26.1	19.3	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	1.1	5.5	4.5	4.3	7.3	5.3	7.5	85%	-16%	n.m.	n.m.	35%	-30%	
雷诺	PV	48.40	19,454	4.3	4.7	21.7	n.m.	9.4	7.7	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7	0.6	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-8%	-78%	n.m.	n.m.	22%	-12%	
标志	PV	31.44	10,001	40.8	8.1	n.m.	n.m.	7.9	6.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	7.1	6.0	8.1	12.4	6.0	5.9	404%	n.m.	n.m.	n.m.	23%	6%	
宝马	PV	56.29	48,758	6.4	5.9	114.9	181.6	12.6	10.2	1.9	1.7	1.8	1.9	1.6	1.4	7.7	6.9	7.6	9.2	8.4	7.6	9%	-95%	-37%	1341%	24%	-13%	
大众	PV	109.80	70,940	15.6	10.6	9.3	46.4	10.0	8.6	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	8.8	6.9	7.1	9.6	6.9	6.4	47%</						

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