



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9月5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

高端乘用车及大中客为行业仅有亮点

张涵一

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

汽车行业中期业绩明显分化

行业动态:

汽车类上市公司均披露完中期业绩,上半年行业销量明显分化,上市公司业绩也呈现冰火两重天。中高端乘用车龙头企业及其零部件供应商业绩呈现稳定增长;而轻卡和重卡类公司则在政策紧缩以及原材料及劳动力价格上升下同时面临需求和成本双重压力,且产业链2季度起处于去库存进程之中,业绩均明显下滑;大中客公司则在公交车和出口需求拉动下,收入和业绩呈现同步增长;中小零部件公司分化明显,利润率较低,对成本较为敏感的企业大多盈利低于预期,而少数企业则凭借较高的盈利能力和客户多元化开拓实现超越行业增长。

要点点评:

乘用车公司冰火两重天,行业结构性压力较大。在终端需求持续强劲及前期新车型导入带来市场份额提升下,上半年欧美韩系龙头收入和业绩均稳步增长,其中大众和通用表现最为抢眼,上半年上海汽车(+46.1%)、华域汽车(+26.0%)、一汽富维(-12.5%)旗下富奥江森(+20.2%)、长安汽车(-23.9%)旗下长安福特(+7.5%)、悦达投资(+69.1%)旗下悦达起亚(+59.7%)业绩均实现稳定增长;而自主品牌企业则在成本上升、政策退出导致需求下滑且合资品牌低端产品持续侵蚀下业绩大多面临较大压力,其中一汽夏利(-84.0%)、一汽轿车(-39.9%)和长安汽车(-23.9%)中期业绩均呈现下滑,且2季度下滑程度呈现加速趋势。我们判断,在国内外经济压力且政策退出影响下,行业需求在下半年仍将处于低增长状态,企业之间分化走势仍将持续,龙头企业凭借产品份额提升仍有望维持利润稳定。

重卡整车业绩明显下滑,核心零部件体现出防御性。重卡整车净利润率均呈现1~2个百分点下滑,导致上半年净利润同比下滑40%以上,其中福田汽车(-38.5%)、中国重汽(-45.2%)。而以潍柴动力(+8.3%)、远东传动(+23.3%)和天润曲轴(+41.4%)为代表的核心零部件企业则凭借市场份额提升、较高的利润率充分抵消成本方面波动,盈利依旧实现稳定增长。展望3季度,行业去库存以及需求低迷仍将制约产业链盈利表现,核心零部件盈利增长也将面临一定压力。4季度起行业盈利能力有望持续好转,但反弹高度还有赖整体经济回暖力度及超载治理程度。

大中客公司收入盈利持续增长。在出口及公交车销量增长拉动下,大中客公司收入和盈利均实现20%左右增长,其中宇通客车(+16.6%)、金龙汽车(+19.1%)。江铃汽车(+3.5%)则凭借全顺轻客盈利稳定表现,净利润维持平稳。展望下半年,公交需求仍将平稳增长,高铁减速或将利好长途客运市场预期好转,但出口则可能受外围经济影响复苏低于预期,行业整体增长将趋于平稳,机会更多来自于龙头企业的市场份额提升。

总体来看,上半年加大挖潜力度费用率呈现收缩,但现金流状况不尽理想。半年报各类公司大多体现如下共性:1)人工成本明显增加,增长幅度均超出收入增长10%~20%,是导致盈利能力下滑主因之一;2)现金流状况呈现不同程度恶化,体现出终端需求不旺下回款难度加大;3)费用率大多呈现下滑,体现出上市公司成本控制能力有所加强,另外业绩平滑效果也初步显现;4)2季度毛利率均面临一定压力。

估值与建议:

我们依旧看好盈利增长稳健,估值回归低位的中高端合资品牌及零部件供应商。个股方面,一汽丰田系复产快于预期,一汽大众销量超预期且未来奥迪国产化加速增长潜力较大,一汽富维(600742.CH)经营状况有望启稳回升,投资价值显现;上海汽车(600104.CH)和华域汽车(600741.CH)估值对应2011年市盈率均在8~9倍,已经隐含较多行业负面预期,而公司基本面走势依旧强劲,且后续激励计划落实有望增强投资者对业绩增长的信心,维持对两家公司的推荐。商用车板块中,我们相对看好盈利稳定性强同时凭借市场份额提升以及切入新领域有望带来超越行业增长的江铃汽车(000550.CH)和宇通客车(600066.CH);对于成长型的零部件公司,我们看好能够通过下游多元化带来估值和业绩双重、且现有估值相对合理的品种,主要推荐中鼎股份(000887.CH)和银轮股份(002126.CH)。H股我们相对看好盈利稳定性较强的长城汽车、中升控股、大昌行和东风集团。

图表 1: 国内主要汽车及零部件公司中报状况

		收入（百万元）			毛利率			净利润（百万元）			2Q净利润（百万元）		
证券代码	证券简称	1H11	1H10	YoY	1H11	1H10	YoY	1H11	1H10	YoY	2Q11	MoM	YoY
乘用车整车													
600104.SH	上海汽车	183238	147072	24.6%	19.7%	19.1%	0.7%	8576	5871	46.1%	4074	-9.5%	36.1%
002594.SZ	比亚迪	22545	25265	-10.8%	15.8%	22.9%	-7.1%	275	2421	-88.6%	9	-96.8%	-98.8%
000800.SZ	一汽轿车	19080	17911	6.5%	19.2%	24.1%	-4.9%	804	1337	-39.9%	412	5.3%	-35.1%
600704.SH	物产中大	17367	13987	24.2%	24.5%	6.2%	18.3%	330	233	41.5%	82	-67.2%	-16.8%
000625.SZ	长安汽车	14537	16627	-12.6%	14.0%	19.5%	-5.5%	1040	1367	-23.9%	318	-56.0%	-45.0%
000572.SZ	海马汽车	5628	4919	14.4%	13.8%	12.1%	1.7%	192	191	0.5%	108	29.6%	-11.1%
000927.SZ	一汽夏利	5458	4882	11.8%	6.2%	5.4%	0.8%	46	288	-84.0%	-5	-110.5%	-107.1%
600991.SH	广汽长丰	2593	3249	-20.2%	23.6%	25.0%	-1.5%	-21	138	-115.5%	-4	-77.4%	-105.0%
600805.SH	悦达投资	1245	921	35.2%	30.2%	27.1%	3.1%	574	340	69.1%	351	57.2%	83.8%
乘用车零部件													
600741.SH	华域汽车	26034	20419	27.5%	16.1%	15.7%	0.4%	1553	1233	26.0%	772	-1.2%	20.7%
600660.SH	福耀玻璃	4657	3888	19.8%	37.1%	41.4%	-4.3%	800	877	-8.7%	395	-2.3%	-14.1%
600742.SH	一汽富维	3454	2838	21.7%	6.7%	5.4%	1.4%	214	244	-12.5%	97	-16.7%	-34.6%
000887.SZ	中鼎股份	1478	1252	18.0%	29.0%	30.4%	-1.4%	185	161	14.4%	94	3.9%	9.1%
601799.SH	星宇股份	537	418	28.6%	28.2%	28.6%	-0.4%	70	65	7.8%	23	-50.7%	-33.9%
000559.SZ	万向钱潮	4284	4139	3.5%	16.9%	17.1%	-0.2%	255	217	17.5%	127	-0.7%	25.0%
600480.SH	凌云股份	2009	1722	16.7%	21.8%	24.7%	-2.9%	110	136	-18.9%	48	-22.7%	-38.7%
600081.SH	东风科技	1201	1144	5.0%	17.1%	20.5%	-3.4%	86	125	-30.9%	32	-42.1%	-55.4%
600114.SH	东睦股份	521	479	8.7%	28.5%	21.7%	6.8%	41	30	37.5%	22	16.0%	23.0%
000980.SZ	金马股份	434	367	18.2%	17.4%	19.7%	-2.2%	33	35	-5.7%	13	-38.6%	-35.6%
000710.SZ	天兴仪表	250	245	2.1%	8.0%	11.3%	-3.3%	0	7	-95.6%	0	-110.8%	-100.9%
600482.SH	风帆股份	2223	1668	33.3%	10.0%	11.4%	-1.4%	31	27	15.4%	16	4.4%	27.2%
商用车整车													
600166.SH	福田汽车	30776	30201	1.9%	9.4%	12.2%	-2.9%	706	1147	-38.5%	269	-38.3%	-57.1%
000951.SZ	中国重汽	16095	16563	-2.8%	8.3%	10.9%	-2.6%	303	552	-45.2%	209	124.0%	-44.7%
600418.SH	江淮汽车	17438	16160	7.9%	13.3%	16.7%	-3.4%	500	489	2.2%	164	-51.3%	-30.1%
000550.SZ	江铃汽车	9222	7676	20.1%	24.2%	26.1%	-1.9%	1079	1042	3.5%	531	-3.0%	-3.0%
600686.SH	金龙汽车	8448	7192	17.5%	10.9%	11.8%	-0.9%	113	95	19.1%	66	43.6%	16.8%
600066.SH	宇通客车	6406	5525	15.9%	17.2%	17.0%	0.1%	422	362	16.6%	245	38.0%	10.9%
000868.SZ	安凯客车	1573	1484	6.0%	10.7%	11.1%	-0.4%	31	27	14.8%	17	29.0%	20.1%
000957.SZ	中通客车	1107	905	22.4%	15.5%	14.4%	1.1%	24	16	51.1%	15	66.9%	40.8%
商用车零部件													
000338.SZ	潍柴动力	36627	33224	10.2%	30.5%	23.4%	7.1%	3502	3235	8.3%	1652	-10.7%	2.3%
000581.SZ	威孚高科	3278	2651	23.6%	26.0%	21.0%	4.9%	645	319	102.0%	354	21.7%	72.6%
600006.SH	东风汽车	11113	9680	14.8%	10.9%	12.0%	-1.1%	295	382	-23.0%	104	-45.4%	-46.9%
600469.SH	风神股份	5526	4201	31.5%	16.0%	12.3%	3.7%	148	98	50.8%	72	-4.8%	114.9%
600623.SH	双钱股份	5272	4560	15.6%	11.3%	10.7%	0.6%	83	214	-61.2%	51	57.7%	182.2%
000589.SZ	黔轮胎A	3589	2805	28.0%	14.6%	16.6%	-2.0%	42	76	-45.1%	22	11.4%	-44.9%
000599.SZ	青岛双星	3031	2821	7.5%	8.2%	7.0%	1.2%	35	11	216.8%	16	-19.3%	57.5%
601058.SH	赛轮股份	2757	1719	60.3%	7.1%	9.3%	-2.2%	53	50	6.0%	n.a.	n.a.	n.a.
001696.SZ	宗申动力	2292	2094	9.5%	16.1%	16.2%	-0.1%	166	178	-6.7%	99	47.8%	-17.6%
中小盘及创业板（乘用车配套）													
002048.SZ	宁波华翔	1782	1485	20.0%	21.6%	22.0%	-0.4%	191	185	3.3%	80	-28.1%	-21.9%
002085.SZ	万丰奥威	1000	944	5.9%	17.2%	16.5%	0.7%	59	53	11.2%	24	-28.8%	2.7%
002284.SZ	亚太股份	995	881	12.9%	15.9%	18.3%	-2.4%	57	56	2.1%	29	-0.4%	2.2%
002602.SZ	世纪华通	523	429	21.8%	31.4%	33.6%	-2.2%	90	80	12.2%	49	20.0%	21.6%
300100.SZ	双林股份	458	397	15.2%	29.8%	29.6%	0.1%	70	57	22.3%	36	3.4%	15.2%
002510.SZ	天汽模	434	376	15.4%	20.7%	22.0%	-1.4%	46	33	38.8%	33	153.0%	23.9%
002555.SZ	顺荣股份	174	155	12.6%	29.0%	31.9%	-2.9%	31	26	18.6%	16	5.1%	45.9%
中小盘及创业板（商用车配套）													
002126.SZ	银轮股份	907	728	24.5%	23.5%	25.8%	-2.3%	64	60	6.7%	34	12.5%	-0.1%
002283.SZ	天润曲轴	807	613	31.7%	28.4%	29.7%	-1.2%	129	91	41.4%	73	28.8%	53.0%
002355.SZ	兴民钢圈	777	675	15.1%	16.5%	15.3%	1.2%	58	48	21.0%	31	9.6%	27.1%
002454.SZ	松芝股份	767	632	21.4%	32.4%	35.7%	-3.3%	130	128	1.6%	69	11.2%	-1.2%
002406.SZ	远东传动	600	488	22.8%	35.3%	35.5%	-0.2%	123	100	23.3%	64	7.4%	11.3%
002363.SZ	隆基机械	552	416	32.7%	18.0%	18.3%	-0.3%	35	24	48.4%	17	-1.3%	57.4%
002448.SZ	中原内配	496	432	14.8%	30.5%	32.6%	-2.0%	68	63	8.2%	33	-4.0%	-1.0%
002590.SZ	万安科技	490	420	16.8%	28.8%	30.9%	-2.1%	39	42	-8.0%	16	-29.3%	-26.5%
002434.SZ	万里扬	427	461	-7.4%	24.2%	30.2%	-6.0%	65	92	-29.8%	30	-10.8%	-45.6%
002488.SZ	金固股份	358	267	34.4%	30.3%	29.7%	0.6%	35	27	30.1%	22	78.3%	29.7%
300237.SZ	美晨科技	315	288	9.6%	29.3%	35.0%	-5.7%	32	41	-22.8%	8	-66.5%	-59.3%
002265.SZ	西仪股份	192	258	-25.7%	7.4%	9.5%	-2.1%	-11	1	-1465.6%	-9	-559.6%	-1368.6%
002213.SZ	特尔佳	111	96	15.2%	33.3%	36.8%	-3.5%	17	18	-5.0%	9	-3.4%	-12.3%

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表2: 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
		2011-9-4	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	41.27	10,212	20.2	10.1	11.2	9.4	5.8	3.7	2.7	2.0	11.3	8.9	8.1	8.1	76%	99%	-9%	19%	21%
中国重汽	CV	16.17	1,063	15.8	10.1	12.4	10.1	2.4	1.9	1.9	1.8	7.0	5.1	4.4	4.4	-10%	57%	-19%	23%	12%
宇通客车	CV	20.30	1,654	18.7	12.3	9.9	7.3	4.9	4.3	3.5	2.8	12.3	11.1	9.6	9.6	6%	53%	24%	36%	27%
福田汽车	CV	7.80	2,578	15.9	10.0	13.0	10.9	4.0	2.0	1.9	1.8	10.2	7.0	6.2	6.2	200%	59%	-23%	20%	10%
江铃汽车	CV	22.16	2,997	18.1	11.2	9.1	7.2	3.9	3.1	2.6	2.1	13.3	11.2	9.9	9.9	35%	62%	23%	25%	26%
东风汽车	CV	3.90	1,222	24.5	13.7	11.7	9.8	1.4	1.3	1.2	1.2	27.0	11.9	7.7	7.7	1%	80%	16%	20%	26%
江淮汽车	CV/PV	8.08	1,632	31.0	9.0	9.5	8.1	2.4	1.9	1.7	1.4	8.7	6.1	5.4	5.4	488%	246%	-6%	17%	40%
长安汽车	PV	4.25	3,219	18.3	10.1	11.4	9.9	2.3	1.9	1.3	1.2	34.2	14.4	11.9	11.9	4497%	81%	-11%	14%	17%
上海汽车	PV	15.40	22,301	25.6	12.3	8.6	7.4	2.4	2.2	2.2	1.9	33.9	7.5	6.5	6.5	905%	108%	44%	15%	36%
中大股份	Dealer	11.08	1,144	26.4	14.6	12.2	10.7	3.0	2.4	2.1	1.8	12.1	7.6	6.6	6.6	30%	81%	20%	13%	25%
中鼎股份	Parts	11.93	1,114	35.5	22.9	17.1	13.5	8.5	6.7	4.9	3.7	19.4	13.5	11.4	11.4	50%	55%	34%	27%	27%
华域汽车	Parts	10.44	4,225	17.6	10.7	8.3	6.8	2.2	1.9	1.6	1.4	12.1	9.1	7.8	7.8	49%	64%	29%	21%	27%
一汽富维	Parts	26.20	868	15.6	9.7	9.3	7.6	3.4	2.5	2.1	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	87%	61%	4%	22%	20%
福耀玻璃	Parts	9.13	2,865	16.4	10.2	10.2	8.3	4.2	3.1	2.8	2.4	10.4	9.1	7.6	7.6	355%	60%	0%	23%	18%
银轮股份	Parts	18.46	376	44.5	18.4	16.8	13.9	4.7	3.8	1.9	1.7	13.3	10.6	9.4	7.4	24%	142%	9%	21%	34%
平均				18.3	11.2	11.4	9.8	2.7	2.2	1.9	1.8	12.1	8.9	7.7	7.6	50%	59%	13%	17%	18%
平均-商用车				19.5	10.7	11.5	9.6	3.2	2.0	1.9	1.8	10.8	8.0	7.0	7.0	20%	60%	4%	20%	26%
平均-乘用车				22.0	11.2	10.0	8.8	2.5	2.2	2.0	1.9	33.9	7.5	6.5	6.5	491%	62%	14%	7%	15%
平均-零部件				16.9	12.1	11.0	10.5	2.9	2.3	1.9	1.7	12.1	9.1	7.8	7.8	51%	56%	13%	10%	18%
香港上市公司																				
潍柴动力	CV	39.55	10,211	15.9	8.0	8.8	7.4	4.6	2.9	2.1	1.6	12.2	6.4	14.1	11.9	76%	99%	-9%	19%	21%
庆铃汽车	CV	2.34	746	23.4	19.5	15.8	13.6	0.8	0.8	0.8	0.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	43%	20%	23%	16%	15%
华晨汽车	PV	9.20	5,903	n.m.	36.1	25.8	19.2	9.1	7.3	5.7	4.5	28.2	60.1	41.3	35.8	n.m.	n.m.	40%	35%	n.m.
吉利汽车	PV	2.28	2,182	10.9	11.9	9.9	8.4	2.5	2.0	1.7	1.4	8.0	6.0	5.2	4.3	26%	-8%	20%	18%	7%
广汽集团	PV	8.12	6,410	15.0	8.8	11.5	9.2	n.m.	1.9	1.7	1.4	5.8	4.0	4.1	3.3	21%	70%	-23%	24%	13%
长城汽车	CV/PV	11.30	3,973	24.8	9.4	7.1	5.6	3.3	2.5	1.9	1.5	21.3	7.7	2.7	2.4	99%	164%	33%	26%	45%
东风汽车	PV	12.60	13,940	14.2	8.1	7.6	6.7	3.3	2.4	1.9	1.5	6.4	3.9	3.9	3.4	58%	76%	7%	14%	21%
中国重汽	CV	5.05	1,790	11.8	7.7	6.9	5.0	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	13.00	3,186	43.2	19.7	13.6	9.5	2.1	1.7	1.4	1.4	28.3	14.3	7.8	5.7	115%	119%	45%	43%	46%
大昌行	Dealer	10.42	2,435	26.7	13.4	11.7	9.4	3.5	2.8	2.4	2.0	18.4	12.1	8.5	6.9	26%	99%	15%	24%	30%
信义玻璃	Parts	4.55	2,124	21.4	10.5	9.1	7.2	3.1	2.5	2.2	1.9	18.6	8.8	6.7	5.3	9%	103%	16%	27%	31%
敏实集团	Parts	8.65	1,196	12.3	9.5	8.9	7.7	2.0	1.4	1.2	1.1	6.7	5.2	4.6	3.8	47%	31%	6%	16%	13%
平均				15.9	10.0	9.5	8.0	3.1	2.2	1.8	1.5	15.3	7.0	6.0	4.8	43%	76%	16%	24%	21%
平均-商用车				15.9	8.0	8.8	7.4	0.8	0.8	0.8	0.8	12.2	6.4	14.1	11.9	43%	54%	12%	19%	21%
平均-乘用车				14.6	9.4	9.9	8.4	3.3	2.4	1.9	1.5	8.0	6.0	4.1	3.4	42%	73%	20%	24%	17%
平均-零部件				16.9	10.0	9.0	7.4	2.5	2.0	1.7	1.5	12.7	7.0	5.7	4.6	28%	67%	11%	21%	22%
欧洲及美国上市公司																				
曼	CV	60.12	12,388	n.m.	12.4	8.1	7.9	1.7	1.5	1.3	1.2	11.2	9.2	5.1	5.1	n.m.	n.m.	52%	3%	n.m.
斯堪尼亚	CV	108.30	13,607	76.8	9.5	8.7	8.6	3.7	2.9	2.4	2.1	10.2	5.4	6.8	6.7	-87%	707%	10%	0%	73%
沃尔沃	CV	75.55	25,208	n.m.	14.1	8.3	7.0	2.3	2.1	1.8	1.5	n.m.	8.0	6.1	5.5	n.m.	n.m.	70%	19%	n.m.
帕卡	CV	35.67	13,038	115.1	28.5	13.6	10.0	2.5	2.4	2.1	1.9	15.7	12.6	9.0	7.0	-89%	303%	110%	36%	84%
戴姆勒	CV/PV	35.34	53,497	n.m.	8.3	6.6	6.0	1.2	1.0	0.9	0.9	26.9	7.8	6.1	5.7	n.m.	n.m.	25%	9%	n.m.
菲亚特	CV/PV	4.08	7,104	n.m.	9.7	5.5	4.2	0.5	0.4	0.4	0.4	5.4	4.6	2.4	1.9	n.m.	n.m.	77%	31%	n.m.
雷诺	PV	26.48	11,121	n.m.	2.1	3.8	3.0	0.5	0.3	0.3	0.3	13.2	8.2	7.7	7.3	n.m.	n.m.	-45%	24%	n.m.
标志	PV	19.86	6,601	n.m.	4.0	3.8	3.2	0.4	0.3	0.3	0.3	11.8	6.0	6.0	5.6	n.m.	n.m.	5%	19%	n.m.
宝马	PV	54.16	49,055	174.7	11.0	7.2	7.2	1.8	1.5	1.3	1.2	8.7	5.6	6.2	6.3	-37%	1484%	53%	-1%	122%
大众	PV	102.76	69,521	43.4	6.8	5.2	5.2	1.2	1.0	0.8	0.7	10.1	6.6	5.7	5.4	-80%	541%	30%	-1%	70%
福特汽车	CV/PV	10.42	39,594	11.5	5.5	5.4	5.6	n.m.	n.m.	5.4	2.9	16.3	6.8	8.5	7.7	n.m.	109%	2%	-4%	19%
通用汽车	CV/PV	22.07	34,468	3.7	n.m.	n.m.	n.m.	0.9	0.7	0.5	n.m.	n.m.	2.1	1.8	1.6	30%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
玛格纳	Parts	36.23	8,770	n.m.	8.6	7.8	7.1	1.1	1.1	1.0	0.9	17.6	3.9	3.5	3.1	n.m.	n.m.	10%	9%	n.m.
博格华纳	Parts	68.07	7,461	296.0	20.6	15.5	12.3	3.6	3.4	3.0	2.3	23.8	11.4	8.0	6.7	n.m.	1339%	33%	25%	121%
奥托立夫	Parts	53.38	4,765	444.8	7.9	7.7	7.2	1.9	1.7	1.4	1.3	12.8	4.3	4.0	3.7	-95%	5542%	2%	7%	180%
爱尔铃克纳尔	Parts	17.04	1,533	29.4	15.3	12.4	10.1	3.2	2.2	1.9	1.7	9.8	6.7	5.9	5.2	-16%	91%	24%	22%	30%
法雷奥	Parts	33.94	3,790	n.m.	7.0	6.1	5.4	2.1	1.5	1.2	1.0	5.3	2.9	2.7	2.5	n.m.	n.m.	15%	12%	n.m.
平均				76.8	9.0	7.5	7.0	1.8	1.5	1.3	1.2	11.5	6.4	5.9	5.4	-80%	624%	25%	11%	78%
平均-商用车				95.9	13.2	8.5	8.3	2.4	2.3	2.0	1.7	11.2	8.6	6.4	6.1	-88%	505%	61%	11%	78%
平均-乘用车				27.4	6.8	5.4	5.2	0.9	0.7	0.7	0.7	11.8	6.3	6.1	5.7	-37%	541%	25%	9%	70%
平均-零部件				296.0	8.6	7.8	7.2	2.7	2.0	1.7	1.5	11.5	5.2	4.7	4.2	-55%	1339%	15%	12%	121%
日本上市公司																				
五十铃	CV	350	7,732	70.6	11.5	9.0	8.6	2.0	1.8	1.5	1.3	14.9	6.0	5.7	4.8	n.m.	514%	27%	5%	69%
日野汽车	CV	442	3,306	n.m.	n.m.	19.4	11.3	1.2	1.3	1.2	1.1	8.2	5.5	5.2	4.5	n.m.	n.m.	n.m.	72%	n.m.
日产	PV	703	41,375	67.6	9.2	9.7	7.7	1.1	1.0	0.9	0.8	6.6	5.5	6.7	5.6	n.m.	635%	-6%	27%	72%
丰田	CV/PV	2,711	121,695	40.6	20.8	18.9	10.8	0.8	0.8	0.8	0.8	11.8	11.3	13.3	9.5	n.m.	95%	10%	75%	39%
马自达	PV	162	3,755	n.m.	n.m.	n.m.	13.6	0.6	0.7	0.7	0.7	3.4	3.4	9.3	6.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
本田	PV	2,507	59,123	16.9	8.5	14.6	8.7	1.1	1.0	1.0	0.9	7.5	6.6	9.3	6.5	96%	100%	-42%	68%	18%
铃木	PV	1,579	11,533	25.2	19.6	15.4	13.1	0.9	0.9	0.9	0.8	3.3	3.0	3.1	2.7	2%	29%	27%	18%	18%
电装	Parts	2,470	28,429	27.1	13.9	17.0	10.6	1.0	1.0	1.0	0.9	4.8	4.8	5.1	4.1	n.m.	95%	-18%	60%	26%
爱信精机	Parts	2,568	9,852	43.5	10.4	11.4	8.8	1.1	1.0	1.0	0.9	4.0	3.6	3.7	3.2	n.m.	3199			

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/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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

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



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