



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

观点聚焦
证券研究报告

2011 年 10 月 21 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

行业分化明显, 欧系中高级车成避风港

张涵一 CFA

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

北京汽车经销商调研总结及节能补贴点评

投资提示:

往高端去——寻找中高端强势品牌及其产业链投资标的。我们近期集中调研了北京 4 家经销商集团, 对终端市场情况做了进一步的了解。从消费走势来看, 汽车消费的金字塔结构正在更新需求拉动下逐步上移, 而政策层面调整带来的负面影响也更多集中在中低端领域, 相对较好的竞争格局以及品牌差异性将继续支撑中高端品牌的分化表现, 投资上应更注重寻找中高端强势品牌及其产业链投资标的。我们依旧看好南北大众、上海通用在明年的销量增长和结构改善, 一汽富维 (600742.CH)、上海汽车 (600104.CH) 和华域汽车 (600741.CH) 目前价位下具备较好的配置价值。港股豪华车经销商正通 (1728.HK)、中升 (0881.HK) 以及大昌行 (1828.HK) 仍值得看好。

理由:

更新换代需求陆续释放, 中高端及豪华车增长具备支撑, 分化表现仍将持续。9 月份以来, B 级车销量持续好于行业平均水平, 这里面一方面有降价和新品推出刺激, 背后也有更新需求的推动。在部分城市如北京, 置换需求已经占到总销量比重约 40%。在 2003~2007 年, 购买 A 级车消费者将在未来几年逐步过渡到 B 级车; 再加之收入水平提升后新增用户中高端车购买力增强, 我们依旧看好中高端车和豪华车的增长趋势。从竞争格局来看, 中高端市场竞争相对激烈, 强势品牌通过新品推出及促销能收获较高的销量增长, 拉动整体利润; 弱势品牌则可能受困于行业价格下降, 销量和盈利难有较好表现; 中高端品牌的分化表现仍将持续, 欧美系品牌明年仍将具备竞争优势。

10 月小排量车面临销售压力, 合资品牌库存合理, 车价在 12 月底前预计维持平稳。受到节能车标准变更影响, 10 月上旬小排量车消费受到一定影响, 来店购车者中中高端车消费者比例提升。目前主要合资品牌库存大多在 1~1.5 个月之间, 相对合理; 其中南北大众和一汽丰田库存处于平均水平低端。从车价走势来看, 9 月份开始中高端产品价格持续下降, 目前销售旺季逐渐来临, 进一步降价可能性在降低, 预计到年底前价格将相对平稳。

经销商 3 季度盈利面临压力, 期待 4 季度整车厂返利。经销商盈利中目前新车销售占比依旧较大, 3 季度车型降价对其盈利影响较大, 经销商普遍寄希望于年末整车企业返利对其盈利的改善。目前合资品牌中, 南北大众经销商盈利状况相对较好, 主流车型价格维持稳定, 部分车型需要加价或者加装精品。对于整车企业而言, 主流合资品牌 3 季度盈利表现相对较好; 4 季度销量环比会有增长, 但预计由于返利等原因业绩整体可能较 3 季度环比基本持平。

限购之后的北京车市: 更新需求成为主流, 豪华车旺销, 中端车分化, 低端车低迷。在摇号政策实施大半年之后, 现在北京地区车市走势基本明朗。最大受害者为自主品牌, 基本退出北京市场; 中低端合资品牌靠维修业务、以及少进车加快资金回笼苦苦支撑; 强势合资品牌如大众等销量受冲击相对有限; 豪华车销量则逆势增长。对于北京车市来看, 月均 5 万辆的销售规模应该是相对合理水平, 主要得益于高保有量下更新需求的支撑; 结构上来看, 继续高端化是必然趋势。北京限购政策后续退出可能性较小, 但可能微调, 例如推出类似沪 C 牌照和提高停车费等措施。

节能车补贴利空兑现, 江淮、大众、通用等表现相对突出。第七批节能补贴车型出台后, 补贴范围大幅下降, 中低端品牌受冲击较大。江淮、比亚迪、日产、大众、通用等均有部分车型进入, 其中合资品牌中大众和通用受补贴变更影响最小; 自主品牌企业入江淮和比亚迪尽管也能受益, 但较差的行业竞争格局依然会影响其盈利表现。

估值与建议:

估值回归低位, 业绩确定性决定股价走势, 欧美系龙头具备配置价值。目前乘用车及零部件龙头企业估值大多回归 8~9 倍 PE, 基本处于历史最低水平, 下行风险有限。股价可能的调整将更多来自于业绩层面的负面消息以及 10~11 月销量增速放缓。这其中, 销量及业绩增长确定性强的欧美系合资品牌及其零部件供应商仍具备结构性机会。

图表 1: 2004-2011 年分级别乘用车销售走势

Total	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 1-8
A00	449,034	553,432	597,319	545,717	552,211	821,741	1,023,797	639,951
A0	352,868	455,018	653,244	797,651	830,890	1,210,886	1,611,687	1,210,665
A	965,292	1,197,477	1,722,560	2,289,490	2,541,013	4,040,636	5,111,234	3,383,550
B	404,640	490,775	700,911	885,085	907,455	1,124,737	1,392,011	958,099
C & C PLUS	70,726	100,411	154,828	208,674	215,365	275,106	352,539	266,830
Total	2,313,286	2,897,524	3,983,690	4,935,291	5,262,299	7,748,212	9,843,807	6,725,925

资料来源：中国汽车工业协会、中金公司研究部

图表 2: 第七批节能汽车推广目录对各车企影响一览

企业名称	原节能汽车目录车型		现节能汽车目录车型		节能车型销量 占比变化
	3Q11销量	销量占比	3Q11销量	销量占比	
江淮汽车	35,352	31%	53,144	46%	15%
比亚迪	274,379	84%	181,321	56%	-29%
东风汽车	485,031	57%	139,402	16%	-41%
奇瑞汽车	358,982	78%	105,129	23%	-55%
上海大众	402,093	47%	56,016	7%	-40%
上海通用	456,583	51%	335,259	38%	-14%
一汽-大众	277,320	37%	150,584	20%	-17%
一汽海马	86,520	81%	56,136	53%	-28%
长安汽车	568,333	97%	69,635	12%	-85%
北京现代	364,792	66%	0	0%	-66%
北汽福田	4,192	56%	0	0%	-56%
长安福特马自达	98,882	33%	0	0%	-33%
长城汽车	152,259	61%	0	0%	-61%
东风悦达起亚	169,628	56%	0	0%	-56%
广汽本田	97,026	39%	0	0%	-39%
海马汽车	50,984	100%	0	0%	-100%
吉利汽车	217,055	72%	0	0%	-72%
上海汽车	14,750	21%	0	0%	-21%
通用五菱	835,712	94%	0	0%	-94%
神龙汽车	85,353	29%	0	0%	-29%
华晨金杯	34,847	100%	0	0%	-100%
一汽丰田	178,073	49%	0	0%	-49%
一汽夏利	125,436	66%	0	0%	-66%
重庆力帆	67,639	80%	0	0%	-80%
华晨汽车	88,842	47%	0	0%	-47%

资料来源：发改委、工信部、中国汽车工业协会、中金公司研究部

图表 3: 标准提升前后受补贴车型详细对比之一

企业名称	原节能汽车目录车型			现节能汽车目录车型			节能车型销量占比变化
	车型	3Q11销量	销量占比	车型	3Q11销量	销量占比	
江淮汽车	和悦	32,959	29%	悦悦	2,393	2%	15%
	悦悦	2,393	2%	同悦	50,751	44%	
	原节能车型销量合计	35,352	31%	现节能车型销量合计	53,144	46%	
	总销量	115,602		总销量	115,602		
比亚迪	比亚迪F3	121,276	37%	比亚迪F3	121,276	37%	-29%
	比亚迪F3R	14,860	5%	比亚迪G3	40,551	12%	
	比亚迪G3	40,551	12%	比亚迪L3	19,494	6%	
	比亚迪L3	19,494	6%				
	比亚迪F0	73,615	23%				
	比亚迪G3R	4,583	1%				
	原节能车型销量合计	274,379	84%	现节能车型销量合计	181,321	56%	
	总销量	326,379		总销量	326,379		
东风汽车	风行景逸	53,476	6%	骐达	23,397	3%	-41%
	颐达	1,830	0%	阳光	116,005	14%	
	骐达	23,397	3%				
	轩逸	96,792	11%				
	东风小康V27L	173,185	20%				
	S30	11,386	1%				
	H30	8,960	1%				
	阳光	116,005	14%				
	原节能车型销量合计	485,031	57%	现节能车型销量合计	139,402	16%	
	总销量	850,444		总销量	850,444		
奇瑞汽车	东方之子	945	0%	奇瑞A3	14,589	3%	-55%
	风云2	38,319	8%	奇瑞QQ3	14,635	3%	
	奇瑞A1	15,122	3%	奇瑞QQ3	75,905	16%	
	奇瑞A3	14,589	3%				
	奇瑞A5/旗云3	27,129	6%				
	奇瑞QQ3	14,635	3%				
	奇瑞QQ3	75,905	16%				
	旗云1	23,725	5%				
	旗云2	37,079	8%				
	旗云3	28,970	6%				
	瑞虎	75,935	16%				
	瑞麒M1	6,629	1%				
	原节能车型销量合计	358,982	78%	现节能车型销量合计	105,129	23%	
	总销量	461,332		总销量	461,332		
上海大众	POLO	23,124	3%	朗逸	28,937	3%	-40%
	POLO	8,050	1%	明锐	15,344	2%	
	新POLO	48,609	6%	昊锐	8,810	1%	
	新POLO	38,138	4%	PASSAT	2,925	0%	
	朗逸	28,937	3%				
	朗逸	131,734	15%				
	TOURAN	20,494	2%				
	PASSAT	2,925	0%				
	明锐	63,606	7%				
	晶锐	21,643	3%				
	晶锐	14,833	2%				
	原节能车型销量合计	402,093	47%	现节能车型销量合计	56,016	7%	
	总销量	859,592		总销量	859,592		
上海通用	凯越	191,497	21%	凯越	191,497	21%	-14%
	科鲁兹	129,532	14%	爱唯欧	8,208	1%	
	赛欧	135,554	15%	新赛欧	135,554	15%	
	原节能车型销量合计	456,583	51%	现节能车型销量合计	335,259	38%	
	总销量	893,735		总销量	893,735		

资料来源：发改委、工信部、中国汽车工业协会、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 4: 标准提升前后受补贴车型详细对比之二

企业名称	原节能汽车目录车型			现节能汽车目录车型			节能车型销量占比变化
	车型	3Q11销量	销量占比	车型	3Q11销量	销量占比	
一汽-大众	速腾	37,305	5%	速腾	37,305	5%	
	迈腾	17,990	2%	迈腾	17,990	2%	
	高尔夫	40,058	5%	宝来 1.4T 自动	23,385	3%	
	高尔夫	31,846	4%	高尔夫	40,058	5%	
	宝来 1.4T 自动	23,385	3%	高尔夫	31,846	4%	
	宝来 1.6手动	126,736	17%				
	原节能车型销量合计	277,320	37%	现节能车型销量合计	150,584	20%	
	总销量	758,908		总销量	758,908		
一汽海马	海马2	14,343	13%	福美来	56,136	53%	
	福美来	56,136	53%				
	普力马	16,041	15%				
	原节能车型销量合计	86,520	81%	现节能车型销量合计	56,136	53%	
	总销量	106,673		总销量	106,673		
长安汽车	奔奔MINI	69,635	12%	奔奔MINI	69,635	12%	
	CX30	9,724	2%	志翔	-	0%	
	奥拓	46,500	8%	欧诺	-	0%	
	羚羊	39,494	7%				
	雨燕	15,682	3%				
	天语SX4三厢	15,966	3%				
	天语SX4两厢	36,049	6%				
	悦翔	45,433	8%				
	CX20	29,877	5%				
	长安之星	259,973	44%				
	原节能车型销量合计	568,333	97%	现节能车型销量合计	69,635	12%	
	总销量	585,695		总销量	585,695		
北京现代	i30	8,847	2%				
	瑞纳	95,443	17%				
	瑞纳	1,440	0%				
	雅绅特	17,595	3%				
	伊兰特	90,286	16%				
	悦动	151,181	27%				
	原节能车型销量合计	364,792	66%	现节能车型销量合计	0	0%	
北汽福田	总销量	551,780		总销量			
	迷迪	4,192	56%				
	原节能车型销量合计	4,192	56%	现节能车型销量合计	0	0%	
长安福特马自达	总销量	7,433		总销量			
	马自达3	46,970	16%				
	新嘉年华	44,245	15%				
	马自达2	7,667	3%				
	原节能车型销量合计	98,882	33%	现节能车型销量合计	0	0%	
长城汽车	总销量	302,015		总销量			
	炫丽	26,995	11%				
	哈弗M2	14,725	6%				
	腾翼C30	109,864	44%				
	酷熊	54	0%				
	凌傲	621	0%				
	原节能车型销量合计	152,259	61%	现节能车型销量合计	0	0%	
东风悦达起亚	总销量	249,456		总销量			
	赛拉图	41,709	14%				
	SOUL	7,687	3%				
	福瑞迪	94,902	32%				
	锐欧	25,330	8%				
	原节能车型销量合计	169,628	56%	现节能车型销量合计	0	0%	
广汽本田	总销量	300,674		总销量			
	飞度	14,990	6%				
	锋范	82,036	33%				
	原节能车型销量合计	97,026	39%	现节能车型销量合计	0	0%	
	总销量	247,296					

资料来源：发改委、工信部、中国汽车工业协会、中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 5: 标准提升前后受补贴车型详细对比之三

企业名称	原节能汽车目录车型			现节能汽车目录车型			节能车型销量 占比变化
	车型	3Q11销量	销量占比	车型	3Q11销量	销量占比	
海马汽车	海马王子	9,171	18%	现节能车型销量合计	0	0%	-100%
	福仕达	41,813	82%				
	原节能车型销量合计	50,984	100%				
	总销量	50,984					
吉利汽车	帝豪	69,926	23%	现节能车型销量合计	0	0%	-72%
	自由舰1.0MT	56,221	19%				
	海景1.5MT	34,687	11%				
	自由舰 1.0MT	56,221	19%				
	原节能车型销量合计	217,055	72%				
	总销量	302,281					
上海汽车	MG3	14,750	21%	现节能车型销量合计	0	0%	-21%
	原节能车型销量合计	14,750	21%				
	总销量	71,191					
通用五菱	五菱宏光	835,712	94%	现节能车型销量合计	0	0%	-94%
	原节能车型销量合计	835,712	94%				
	总销量	893,359					
神龙汽车	世嘉	10,641	4%	现节能车型销量合计	0	0%	-29%
	207	18,900	6%				
	307	37,532	13%				
	408	18,280	6%				
	原节能车型销量合计	85,353	29%				
	总销量	291,881					
华晨金杯	金杯海星	34,847	100%	现节能车型销量合计	0	0%	-100%
	原节能车型销量合计	34,847	100%				
	总销量	34,847					
一汽丰田	卡罗拉	87,485	24%	现节能车型销量合计	0	0%	-49%
	威驰	7,196	2%				
	花冠	83,392	23%				
	原节能车型销量合计	178,073	49%				
	总销量	363,734					
一汽夏利	威乐	2,044	1%	现节能车型销量合计	0	0%	-66%
	威志	24,139	13%				
	威姿	152	0%				
	夏利A+	95,687	51%				
	夏利N5	3,414	2%				
	原节能车型销量合计	125,436	66%				
重庆力帆	520i	5,358	6%	现节能车型销量合计	0	0%	-80%
	320	24,993	29%				
	520	5,781	7%				
	520i	148	0%				
	620	31,359	37%				
	原节能车型销量合计	67,639	80%				
华晨汽车	总销量	85,068		现节能车型销量合计	0	0%	-47%
	骏捷FSV	29,513	16%				
	骏捷FRV	52,422	28%				
	骏捷	6,907	4%				
	原节能车型销量合计	88,842	47%				
	总销量	187,242					

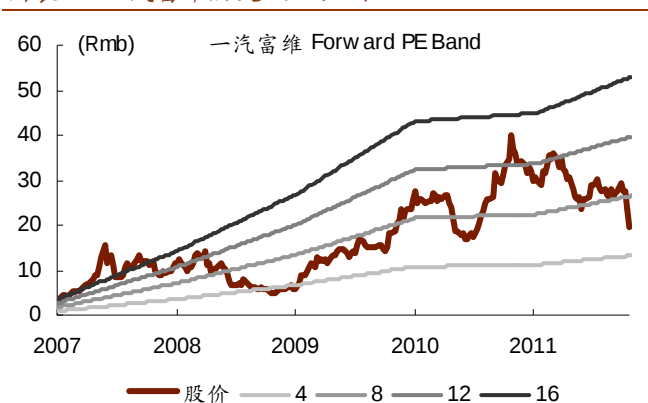
资料来源：发改委、工信部、中国汽车工业协会、中金公司研究部

图表 6: 一汽富维历史和预测财务概要

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	3,476	3,565	6,183	6,968	8,110
(+/-)	5%	3%	73%	13%	16%
主营业务利润	52	79	357	438	567
(+/-)	191%	51%	351%	23%	29%
净利润	190	355	571	509	638
(+/-)	295%	87%	61%	-11%	26%
每股盈利(元)	0.90	1.68	2.70	2.40	3.02
(+/-)	295%	87%	61%	-11%	26%
市盈率	22.1	11.8	7.3	8.2	6.5
市净率	3.15	2.53	1.91	1.60	1.33
净资产收益率	15.4%	23.8%	29.7%	21.2%	22.2%
ROCE	15.4%	23.7%	26.8%	17.9%	18.7%
现金分红收益率	0.0%	0.8%	1.3%	2.0%	2.5%
每股经营现金流(元)	(0.5)	(0.7)	0.8	0.7	0.9
股价/经营现金	(36.0)	(27.8)	24.9	27.2	21.4

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 7: 一汽富维历史 P/E 区间



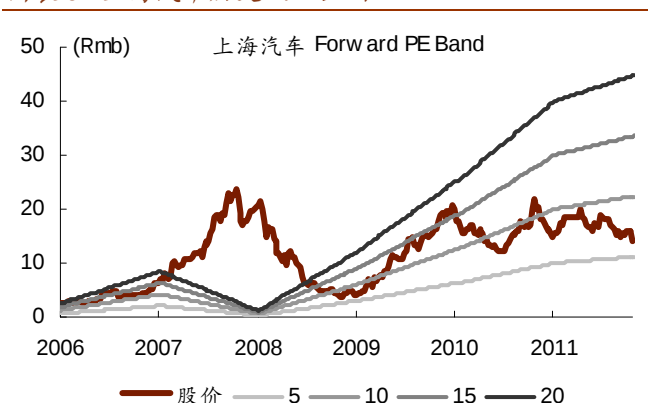
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 8: 上海汽车历史和预测财务概要

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	105,892	139,636	313,376	560,821	649,642
(+/-)	1%	32%	124%	79%	16%
主营业务利润	11,560	16,590	52,981	87,919	101,032
(+/-)	-17%	44%	219%	66%	15%
净利润	656	6,592	13,729	19,726	22,715
(+/-)	-86%	905%	108%	44%	15%
每股盈利(元)	0.06	0.60	1.25	1.80	2.07
(+/-)	-86%	905%	108%	44%	15%
市盈率	252.1	25.1	12.1	8.4	7.3
市净率	2.9	2.3	2.1	2.2	1.9
EV/EBITDA	28.4	6.2	1.3	1.0	0.7
净资产收益率	1.9%	15.5%	20.7%	25.9%	26.0%
ROCE	1.2%	11.9%	17.7%	17.4%	15.3%
现金分红收益率	0.5%	1.0%	8.9%	17.9%	20.6%
股价/经营现金	8.5	4.6	5.6	6.8	4.2

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 9: 上海汽车历史 P/E 区间



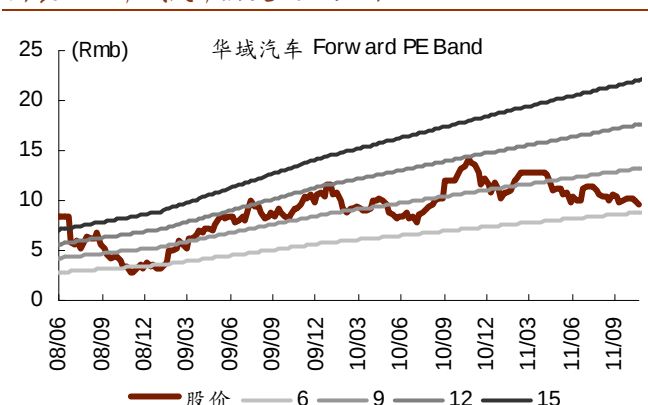
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 10: 华域汽车历史和预测财务概要

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	6,944	24,668	44,063	55,431	65,697
(+/-)	59%	255%	79%	26%	19%
主营业务利润	1,023	3,918	6,887	8,809	10,412
(+/-)	40%	283%	76%	28%	18%
净利润	1,003	1,531	2,513	3,250	3,940
(+/-)	-13%	53%	64%	29%	21%
每股盈利(元)	0.39	0.59	0.97	1.26	1.53
(+/-)	-13%	53%	64%	29%	21%
市盈率	24.6	16.1	9.8	7.6	6.3
市净率	3.4	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	34.6	11.9	6.0	4.6	3.7
净资产收益率	11.0%	15.5%	18.7%	21.0%	22.3%
ROCE	9.5%	12.4%	13.7%	14.4%	14.6%
现金分红收益率	0.0%	2.9%	2.3%	5.3%	6.4%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 11: 华域汽车历史 P/E 区间



资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 12: 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
		2011-10-20	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	34.60	8,554	16.9	8.5	9.4	7.9	4.9	3.1	2.2	1.7	9.5	7.5	6.8	6.8	76%	99%	-9%	19%	21%
中国重汽	CV	15.72	1,033	15.4	9.8	12.1	9.9	2.3	1.9	1.8	1.7	6.8	5.0	4.3	4.3	-10%	57%	-19%	23%	12%
宇通客车	CV	18.52	1,508	17.1	11.2	9.1	6.6	4.4	3.9	3.2	2.6	11.2	10.1	8.8	8.8	6%	53%	24%	36%	27%
福田汽车	CV	7.20	2,380	14.6	9.2	12.0	10.1	3.7	1.9	1.7	1.6	9.5	6.5	5.8	5.8	200%	59%	-23%	20%	10%
江铃汽车	CV	19.58	2,648	16.0	9.9	9.3	7.7	3.5	2.8	2.4	2.0	11.8	9.9	8.7	8.7	35%	62%	6%	21%	20%
东风汽车	CV	3.63	1,137	22.8	12.7	10.9	9.1	1.3	1.2	1.2	1.1	24.2	10.7	6.9	6.9	1%	80%	16%	20%	26%
江淮汽车	CV/IV	7.31	1,476	28.1	8.1	8.6	7.3	2.2	1.8	1.5	1.3	7.8	5.5	4.9	4.9	488%	246%	-6%	17%	40%
长安汽车	PV	4.39	3,325	18.9	10.5	11.7	10.3	2.4	2.0	1.4	1.2	35.4	14.9	12.3	12.3	4497%	81%	-11%	14%	17%
上海汽车	PV	15.08	21,835	25.1	12.1	8.4	7.3	2.3	2.1	2.2	1.9	33.1	7.3	6.4	6.4	905%	108%	44%	15%	36%
中大股份	Dealer	8.29	856	19.8	10.9	9.1	8.0	2.2	1.8	1.6	1.3	9.4	5.9	5.1	5.1	30%	81%	20%	13%	25%
中鼎股份	Parts	10.60	989	31.6	20.3	15.8	13.0	7.5	6.0	4.4	3.3	17.2	12.0	10.1	10.1	50%	55%	29%	22%	25%
华域汽车	Parts	9.57	3,873	16.1	9.8	7.6	6.3	2.0	1.7	1.5	1.3	11.1	8.3	7.2	7.2	49%	64%	29%	21%	27%
一汽富维	Parts	19.77	655	11.8	7.3	8.2	6.5	2.5	1.9	1.6	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	87%	61%	-11%	26%	16%
福耀玻璃	Parts	8.29	2,601	14.9	9.3	9.3	7.5	3.8	2.8	2.6	2.2	9.7	8.4	7.0	7.0	355%	60%	0%	23%	18%
银轮股份	Parts	17.74	361	42.7	17.7	16.2	13.4	4.5	3.6	1.8	1.6	10.8	8.6	7.9	6.2	24%	142%	9%	21%	34%
平均				16.9	10.5	9.4	8.0	2.3	1.9	1.6	1.6	9.7	7.8	6.9	6.8	50%	59%	13%	17%	17%
平均-商用车				17.0	9.8	10.1	8.5	2.9	1.9	1.8	1.7	9.5	7.0	6.3	6.3	20%	60%	0%	20%	20%
平均-乘用车				22.0	11.3	10.1	8.8	2.4	2.1	1.8	1.7	33.1	7.3	6.4	6.4	491%	62%	14%	7%	15%
平均-零部件				14.8	10.7	9.8	9.1	2.4	1.9	1.6	1.5	10.8	8.4	7.4	7.2	51%	56%	13%	10%	16%
香港上市公司																				
潍柴动力	CV	33.00	8,554	13.2	6.7	7.3	6.2	3.8	2.4	1.7	1.3	10.3	5.4	12.0	10.2	76%	99%	-9%	19%	21%
庆铃汽车	CV	2.10	670	21.0	17.5	14.2	11.7	0.7	0.7	0.7	0.7	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	43%	20%	23%	22%	16%
华晨汽车	PV	7.12	4,573	n.m.	28.0	19.6	14.7	7.1	5.6	4.4	3.5	21.6	45.9	32.7	28.4	n.m.	n.m.	43%	34%	n.m.
吉利汽车	PV	1.81	1,735	8.7	9.4	7.8	6.7	2.0	1.6	1.4	1.2	6.5	4.9	4.4	3.6	26%	-8%	20%	18%	7%
广汽集团	PV	7.43	5,872	13.7	8.1	10.8	8.8	n.m.	1.8	1.5	1.3	5.6	3.9	3.9	3.2	21%	70%	-25%	22%	12%
长城汽车	CV/IV	8.79	4,850	21.5	8.1	6.1	4.9	2.9	2.2	1.7	1.3	25.7	9.2	3.3	3.0	99%	164%	33%	26%	45%
东风汽车	PV	11.12	12,316	12.6	7.2	6.7	5.9	2.9	2.1	1.7	1.3	5.7	3.5	3.6	3.1	58%	76%	7%	14%	21%
中国重汽	CV	3.94	1,398	9.3	6.0	5.4	3.9	0.5	0.5	0.5	0.4	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	10%	54%	12%	36%	24%
中升集团	Dealer	12.38	3,037	41.2	18.8	12.9	9.0	2.0	1.7	1.4	1.4	28.8	14.5	7.9	5.8	115%	119%	45%	43%	46%
大昌行	Dealer	8.40	1,965	21.5	10.8	9.4	7.6	2.8	2.2	1.9	1.6	15.5	10.1	7.1	5.9	26%	99%	15%	24%	30%
正通汽车	Dealer	7.01	1,982	86.8	45.8	17.4	9.8	28.5	3.2	1.9	1.6	50.9	28.6	10.6	5.2	331%	89%	163%	78%	73%
信义玻璃	Parts	4.06	1,922	19.1	9.4	8.1	6.4	2.7	2.3	2.0	1.7	17.1	8.1	6.5	5.2	9%	103%	16%	27%	31%
敏实集团	Parts	8.05	1,114	5.8	4.4	4.2	3.6	0.9	0.7	0.6	0.5	6.3	4.8	4.3	3.6	47%	31%	6%	16%	13%
平均				16.4	9.4	8.1	6.7	2.8	2.1	1.7	1.3	15.5	8.1	6.5	5.2	45%	82%	16%	24%	22%
平均-商用车				13.2	6.7	7.3	6.2	0.7	0.7	0.7	0.7	10.3	5.4	12.0	10.2	43%	54%	12%	22%	21%
平均-乘用车				13.2	8.1	7.8	6.7	2.9	2.1	1.7	1.3	6.5	4.9	3.9	3.2	42%	73%	20%	22%	16%
平均-零部件				12.4	6.9	6.1	5.0	1.8	1.5	1.3	1.1	11.7	6.5	5.4	4.4	28%	67%	11%	21%	22%
欧洲及美国上市公司																				
曼	CV	59.86	11,936	n.m.	12.3	8.3	8.8	1.7	1.5	1.3	1.2	11.2	9.1	5.1	5.6	n.m.	n.m.	49%	-6%	n.m.
斯堪尼亚	CV	101.00	12,375	71.6	8.9	8.4	9.4	3.5	2.7	2.4	2.2	9.8	5.2	6.7	7.2	-87%	707%	6%	-11%	66%
沃尔沃	CV	74.95	24,120	n.m.	14.0	8.4	8.1	2.3	2.1	1.8	1.6	n.m.	8.0	6.2	6.2	n.m.	n.m.	67%	3%	n.m.
帕卡	CV	40.09	14,654	129.3	32.1	15.3	11.9	2.9	2.7	2.4	2.2	17.3	13.8	10.0	8.0	-89%	303%	110%	29%	82%
戴姆勒	CV/IV	35.53	52,018	n.m.	8.3	6.7	6.7	1.2	1.0	0.9	0.9	26.9	7.8	6.0	6.1	n.m.	n.m.	23%	0%	n.m.
菲亚特	CV/IV	4.65	7,782	n.m.	11.1	6.4	5.8	0.6	0.5	0.5	0.5	5.7	4.8	2.5	2.0	n.m.	n.m.	72%	11%	n.m.
雷诺	PV	26.27	10,668	n.m.	2.1	3.8	3.6	0.5	0.3	0.3	0.3	13.2	8.1	7.5	7.8	n.m.	n.m.	-45%	5%	n.m.
标志	PV	16.55	5,319	n.m.	3.3	3.3	3.5	0.3	0.3	0.3	0.2	11.5	5.8	5.9	5.9	n.m.	n.m.	0%	-4%	n.m.
宝马	PV	54.73	48,035	176.5	11.1	7.3	7.8	1.8	1.6	1.3	1.2	8.8	5.7	6.1	6.5	-37%	1484%	53%	-7%	118%
大众	PV	101.75	68,000	43.0	6.7	5.1	5.7	1.2	1.0	0.8	0.7	10.1	6.6	5.7	5.7	-80%	541%	31%	-10%	66%
福特汽车	CV/IV	11.56	43,926	12.7	6.1	6.1	6.6	n.m.	n.m.	5.1	2.3	16.9	7.1	9.1	8.3	n.m.	109%	-1%	-8%	18%
通用汽车	CV/IV	23.09	36,061	4.1	n.m.	n.m.	n.m.	0.9	0.8	0.6	n.m.	n.m.	2.2	1.9	1.8	26%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
玛格纳	Parts	36.02	8,716	n.m.	8.5	7.9	7.5	1.1	1.1	1.0	0.9	17.4	3.9	3.5	3.2	n.m.	n.m.	8%	5%	n.m.
博格华纳	Parts	69.56	7,624	302.4	21.0	16.0	13.0	3.7	3.5	3.1	2.4	24.2	11.6	8.2	7.0	n.m.	1339%	32%	23%	120%
奥托立夫	Parts	55.20	4,928	460.0	8.2	8.0	8.1	2.0	1.8	1.5	1.3	13.2	4.4	4.2	4.1	-95%	5542%	1%	-1%	174%
爱乐特克特	Parts	18.89	1,644	32.6	17.0	13.0	12.0	3.6	2.4	2.1	1.9	10.7	7.3	6.2	5.9	-16%	91%	31%	8%	28%
法雷奥	Parts	34.07	3,678	n.m.	7.0	6.2	6.2	2.1	1.5	1.3	1.1	5.4	2.9	2.7	2.7	n.m.	n.m.	14%	0%	n.m.
平均				71.6	8.7	7.6	7.7	1.8	1.5	1.3	1.2	11.4	6.3	6.0	5.9	-80%	624%	27%	0%	74%
平均-商用车				100.5	13.2	8.4	9.1	2.6	2.4	2.1	1.9	11.2	8.6	6.4	6.7	-88%	505%	58%	-1%	74%
平均-乘用车				27.9	6.7	6.1	5.8	0.9	0.8	0.7	0.7	11.5	6.2	6.0	6.0	-37%	541%	23%	-4%	66%
平均-零部件				302.4	8.5	8.0	8.1	2.8	2.1	1.8	1.6	12.0	5.2	4.7	4.3	-55%	1339%	14%	5%	120%
日本上市公司																				
五十铃	CV	312	6,897	62.9	10.2	7.8	7.5	1.8	1.6	1.3	1.1	13.6	5.5	5.4	4.5	n.m.	514%	31%	4%	70%
日野汽车	CV	447	3,346	n.m.	n.m.	19.1	11.3	1.2	1.3	1.2	1.1	8.3	5.5	5.2	4.6	n.m.	n.m.	n.m.	69%	n.m.
日产	PV	697	41,050	67.0	9.1	9.7	7.9	1.0	1.0	0.9	0.8	6.6	5.5	6.4	5.7	n.m.	635%	-6%	23%	71%
丰田	CV/IV	2,555	114,772	38.3	19.6	18.4	10.8	0.8	0.8	0.8	0.7	11.5	10.9	13.6	10.1	n.m.	95%	7%	71%	37%
马自达	PV	156	3,618	n.m.	n.m.	n.m.	22.5	0.5	0.6	0.7	0.7	3.4	3.4	9.7	8.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
本田	PV	2,304	54,373	15.6	7.8	13.8	8.5	1.0	0.9	0.9	0.8	7.1	6.2	9.2	6.7	96%	100%	-44%	62%	16%
铃木	PV	1,623	11,863	25.9	20.1	15.6	13.6	1.0	0.9	0.9	0.8	3.4	3.1	3.2	3.0	2%	29%	29%	14%	17%
电装	Parts	2,355	27,124	25.8	13.3	16.2	10.8	1.0	1.0	0.9	0.9	4.6	4.5	4.8	4.0	n.m.	95%	-18%	51%	24%
爱信精机	Parts	2,511	9,640	4																

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



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