

乘用车

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@china-invs.cn

6-12个月目标价: 10.00元

当前股价: 6.78元

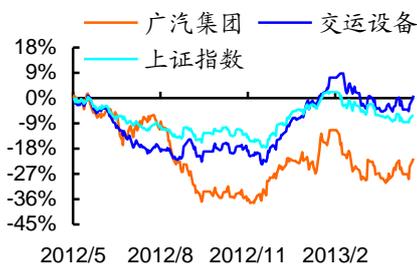
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2235.58
总股本(百万)	6435
流通股本(百万)	604
流通市值(亿)	41
EPS	0.07
每股净资产(元)	4.91
资产负债率	40.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
广汽集团	22.38%	-2.73%	33.99%
交运设备	6.02%	-3.48%	21.10%
上证指数	0.46%	-7.56%	6.17%



相关报告

广汽集团

601238

强烈推荐

混合动力引领公司进入中长期增长通道

广汽集团是我国大型汽车产销综合服务集团之一,产品以日系品牌中高级车型为主。主力品牌丰田、本田加快紧凑型 and SUV 车型的投放速度,并重点推广节能环保性能优异的混动总成,明显提升产品竞争力,有望引领公司进入中长期增长通道;12年钓鱼岛事件使公司经营陷入谷底,近期日系车销售回升使公司短期经营稳步向上。公司短期、长期发展均进入向好通道,投资价值显著,首次给予“强烈推荐”评级。

投资要点:

- **广汽集团是我国大型汽车产销综合服务集团之一。**公司产品以日系品牌中高级车型为主,旗下品牌包括本田、丰田、菲亚特、三菱以及自主品牌传祺、猎豹、吉奥等。丰田、本田品牌占据了销量的绝大部分份额,其余品牌仍处于发展培育期。
- **中日关系缓和使日系车销售向好,公司运营逐步恢复。**日系品牌是公司的主要利润来源,11年日本地震和12年钓鱼岛事件使公司销量持续下滑,加上菲亚特和三菱新投产尚在亏损,盈利进入谷底。近期日系车销售向好,新品牌销量提升,公司运营逐步进入正常状态。
- **新车型完善产品线丰富度,销量规模将再上台阶。**公司现有产品以中高级车型为主,在市场最大的紧凑型轿车和增长最快的 SUV 市场产品较少,未来丰田 Matrix、本田凌派、本田 SUV、菲亚特菲翔、菲跃,三菱劲炫等众多车型的上市,将明显提升公司在这两个细分领域的竞争力,推动公司销量由目前70万辆/年攀升到100万辆/年。
- **混合动力总成提升产品竞争力,引领公司中长期发展。**丰田“云动计划”和本田中期计划均将混合动力总成推广和国产化列为重要任务。混动车型节能环保优势明显,符合国家汽车产业发展升级方向。新《节能与新能源汽车补贴政策》有望提升混合动力补贴额度,公司将因此大为受益。
- **投资建议:**我们预计公司13-15年实现收入150.7亿、173.5亿和197.2亿元,归属于母公司净利润为29.2亿、47.4亿和62.7亿元,13-15年EPS为0.45、0.74和0.98元。公司短期随日系车销售向好进入恢复阶段,中长期随新车型上市和混动系统推广进入上升通道,当前投资价值显著,首次给予目标价10.00元,“强烈推荐”评级。

风险提示:中日关系再次恶化,混合动力补贴不达预期,新车型上市延后

主要财务指标

单位:百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	12874	15073	17354	19723
收入同比(%)	17%	17%	15%	14%
归属母公司净利润	1134	2924	4741	6277
净利润同比(%)	-73%	158%	62%	32%
毛利率(%)	8.1%	8.2%	9.0%	9.9%
ROE(%)	3.6%	8.6%	12.2%	13.9%
每股收益(元)	0.18	0.45	0.74	0.98
P/E	38.49	14.92	9.20	6.95
P/B	1.40	1.28	1.13	0.97
EV/EBITDA	11	8	5	4

资料来源:中投证券研究所

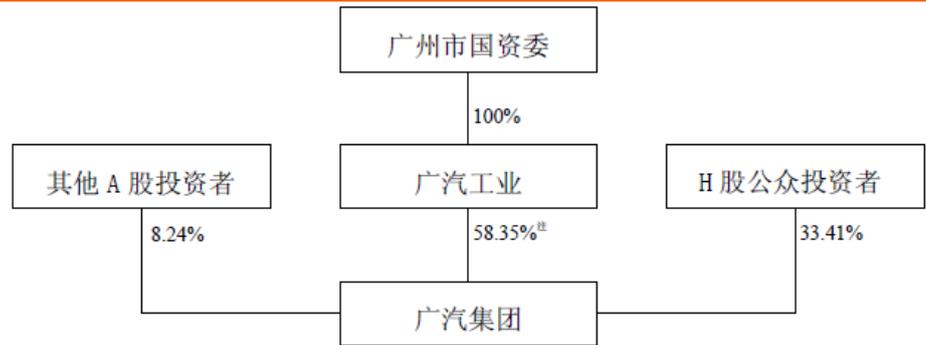
目 录

一、公司简介：大型综合汽车生产服务公司	3
二、新车型完善产品线，销量有望再上层楼	5
2.1 现有产品结构偏向中高级车型	5
2.2 新推出车型覆盖增长最快的紧凑级和 SUV 车型	5
2.3 中日关系缓和，经营环境逐步改善	6
三、动力系统向混动升级，符合节能环保趋势	7
3.1 加快混动系统国产化和混动车型推广进程	7
3.2 公司重点产品推出混动版，率先抢占市场	8
3.3 混动补贴有望加大，公司产品最为受益	9
四、投资建议：强烈推荐	11

一、公司简介：大型综合汽车生产服务公司

广州汽车集团股份有限公司（简称“广汽集团”，港股代码：02238，A股代码：601238），是一家大型综合汽车生产服务公司，于2010年8月30日在香港联交所上市，于2012年3月通过吸收合并广汽长丰公司在上海证券交易所挂牌交易。公司控股股东为广州汽车工业集团有限公司（简称“广汽工业”），持有公司58.35%的股份，实际控制人为广州市国资委。

图 1 广汽集团与控股股东股权控制结构



资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司主营业务包括研发、生产、销售汽车、摩托车及汽车零部件，并提供销售、售后、物流、汽车金融、汽车保险等多种相关服务。公司通过广汽本田、广汽丰田、广汽菲亚特、广汽三菱、广汽乘用车等子公司产销乘用车，通过广汽日野、广汽客车、广汽吉奥等子公司产销商用车，通过广丰发动机、日野发动机、广汽零部件等子公司产销汽车零部件，通过五羊本田产销摩托车。

图 2 广汽集团下属主要子公司权益结构图



资料来源：公司公告，中投证券研究所

日系合资公司投资收益是公司主要利润来源。公司销售产品主要由广汽本田、广汽丰田等合资公司构成，所得利润通过投资收益计入公司利润。公司合并报表业务主要包括广汽乘用车、广汽吉奥、广汽客车等自主品牌汽车。公司近年经营中，自主品牌及广汽菲亚特、广汽三菱由于产销规模较小，还处于亏损状态，净利润主要来源于广汽本田、广汽丰田及广丰发动机。

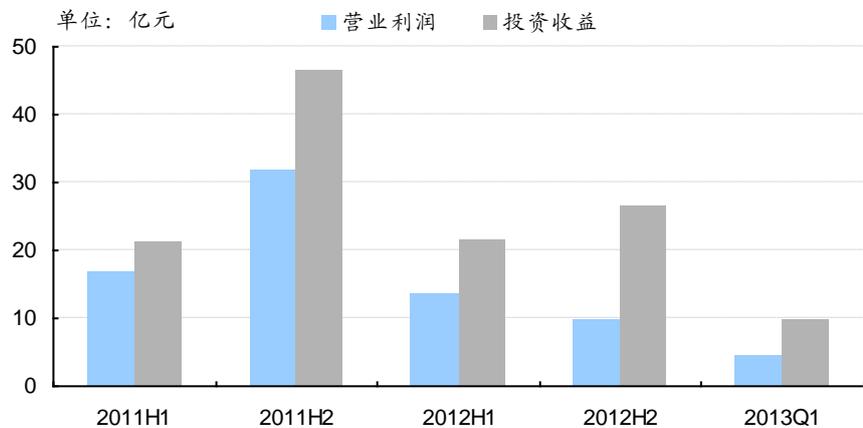
表 1 公司销售产品构成

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年.1-4 月	
乘用车	广汽本田	386031	362294	316405	112929
	广汽丰田	269430	274417	250088	87969
	广汽乘用车	39048	48202	58683	28174
	广汽吉奥	-	24984	36808	10695
	广汽菲亚特	-	-	11290	12212
	广汽三菱	-	-	2491	8256
	本田汽车	25009	24249	29034	7972
商用车	广汽日野	2911	4549	5752	1067
	广汽客车	1793	1699	1603	525
发动机	广丰发动机	395988	277264	385471	129527
	日野发动机	22305	21587	16267	4912
摩托车	五羊本田	810368	900099	950999	325835

资料来源：公司公告，中投证券研究所

注：广汽吉奥 11 年并入，广汽三菱、广汽菲亚特 12 年投产

图 3 广汽集团营业利润和投资收益变化



资料来源：公司公告，中投证券研究所

公司经营环境正在好转，主推混合动力系统发展广阔，即将进入高速发展期。公司产品 80% 为日系品牌，11 年受日本地震影响、12 年受钓鱼岛事件影响，主力品牌丰田、本田销量有所下滑；同时新品牌广汽三菱和广汽菲亚特在 12 年底投产上市，尚未贡献盈利，使得公司 12 年盈利大幅下滑。当前中日关系逐渐缓和，日系品牌销售快速恢复，同时新品牌销量爬坡，公司经营稳步向好。丰田、本田未来车型动力系统主推混合动力，环保和节能优势明显，正在获得国内消费者认可，发展前景广阔。因此，外部环境稳步改善，核心产品竞争力显现，公司即将进入高速发展期。

二、新车型完善产品线，销量有望再上层楼

2.1 现有产品结构偏向中高级车型

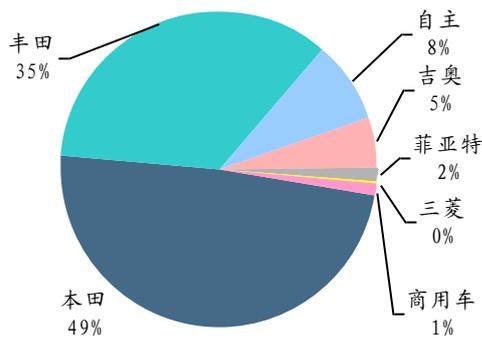
中高级轿车和 SUV 是公司产品的主体。公司产品以丰田和本田品牌为主，产品线中中高级轿车和 SUV 领域车型最多，在销产品中凯美瑞、汉兰达、雅阁、歌诗图等中高级车型占据较高份额。新投产的菲亚特菲翔和三菱劲炫分别覆盖紧凑级轿车和 SUV 市场，完善公司产品线。

表 2 广汽集团产品线

	广汽丰田	广汽本田	广汽菲亚特	广汽三菱	广汽乘用车
A00		飞度			
A0	雅力士	锋范, 理念 S1			
A			菲翔		
B	凯美瑞	雅阁, 歌诗图			传祺 GA5
SUV	汉兰达			劲炫 ASX	传祺 GS5
MPV	逸致	奥德赛			

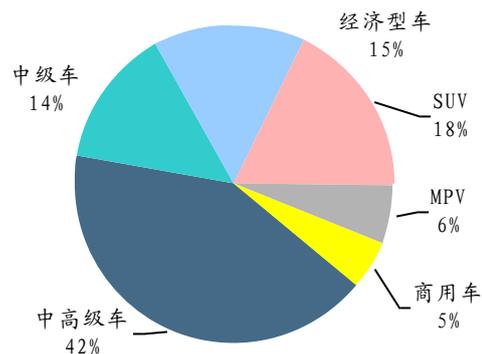
资料来源：易车网，中投证券研究所

图 4 公司产品分品牌份额（12 年）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 公司产品分级别占比（12 年）



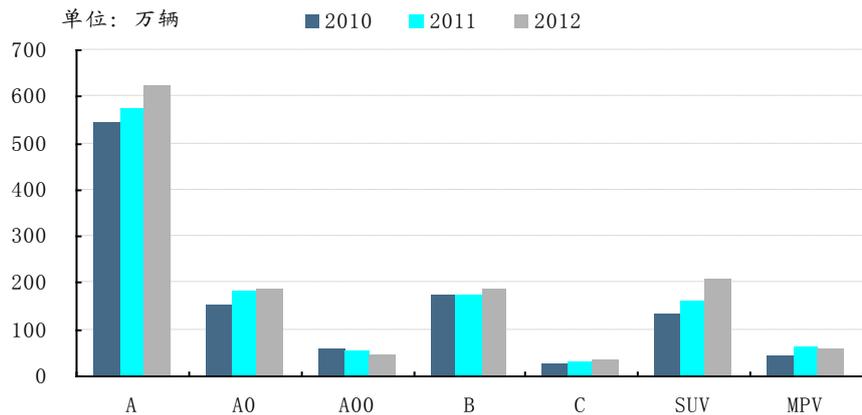
资料来源：公司公告、中投证券研究所

2.2 新推出车型覆盖增长最快的紧凑级和 SUV 车型

紧凑级轿车市场最大，SUV 市场增长最快。近年来，随着我国居民收入稳步提高，汽车市场快速发展，紧凑型轿车（A 级车）以其优秀的性价比成为家庭购车首选车型，12 年国内紧凑型轿车销量超过 600 万辆，占乘用车比例接近 50%，并仍以接近 10% 的速度保持增长趋势。SUV 车型则凭借其大空间、高通过、良好视野等优点成为近年来增长最快的细分车型。紧凑级轿车和 SUV 增长构成了当前乘用车市场主要增量。

新推出车型有望深耕紧凑级轿车和 SUV 市场。公司旗下产品以中高级车型为主，在紧凑级轿车和 SUV 领域车型较少，因而在过去几年发展落后于国内市场。12 年底，公司新品牌菲亚特和三菱针对这两个市场分别推出了菲翔和劲炫，拉开了公司扩张新市场的序幕，重点品牌丰田、本田新车型将使公司在两个细分市场的影响迅速攀升。

图 6 我国乘用车市场细分车型近年增长变化



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所

新车型竞争力强大, 公司销量有望进入高速增长期。公司未来新车型产品线明显加大 A 级车和 SUV 车型的投放力度, A 级车中丰田 Matrix 和本田凌派分别与当前热销的卡罗拉和思域同平台, 广本新 SUV 有望于 CRV 同平台, 仿照大众打造“双车战略”, 提升单个平台的车型丰富度, 加大产品的覆盖面。而菲亚特与三菱的新 SUV 产品, 将使公司旗下 SUV 产品种类更加全面,

表 3 广汽集团未来新车型产品线

	广汽丰田	广汽本田	广汽菲亚特	广汽三菱	广汽乘用车
A00	Passo			Mirage	
A0	全新雅力士	全新理念 S1			
A	Matrix	凌派	两厢新车型		传祺 AF
B		全新雅阁			全新 B+ 车型
SUV		全新 SUV	菲跃、Jeep 指南者	帕杰罗	
MPV	埃尔法				

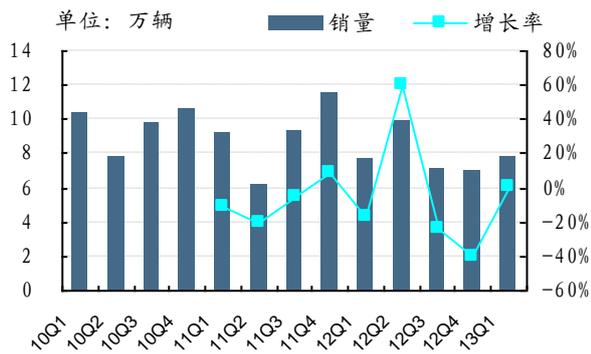
资料来源: 互联网, 中投证券研究所

2.3 中日关系缓和, 经营环境逐步改善

11 年日本地震、12 年钓鱼岛事件使公司经营环境恶化, 销量持续下滑。公司产品 80% 以上属于日系品牌, 11 年 4 月日本大地震, 影响核心零部件供给, 使公司旗下产品生产受到冲击; 12 年 9 月, 钓鱼岛事件使中日关系紧张, 日系产品在中国市场受到抵制, 12 年四季度销量下滑严重, 使合资子公司盈利大受影响。。

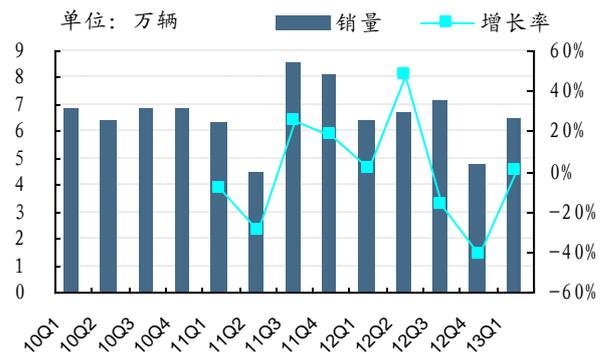
12 年下半年广汽菲亚特和广汽三菱陆续投产, 产销爬坡期加重盈利下滑幅度。公司投资收益主要来源广汽本田、广汽丰田、广汽丰田发动机等合资子公司, 由公司历史数据可以看出, 不计广汽菲亚特和广汽三菱, 其余合资子公司正常情况下每年贡献投资收益在 50 亿左右。而 12 年下半年, 由于日系品牌销量下滑和新品牌投产费用较高的双重影响, 使当期投资收益仅 5 亿元, 远远低于正常水平。

图 7 广汽本田季度销量及增长率



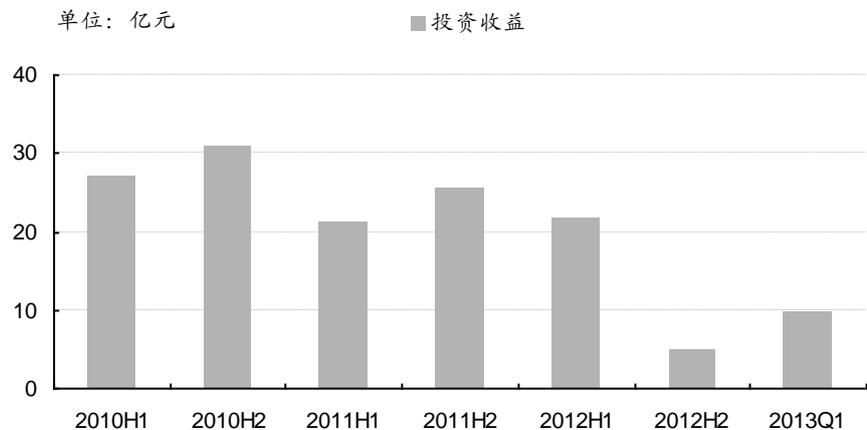
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 8 广汽丰田季度销量及增长率



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 9 我国乘用车市场细分车型近年增长变化



资料来源：公司公告，中投证券研究所

日系车销售逐步好转，公司经营持续向好。随着中日关系逐渐缓和，日系车销量稳步回升，目前广汽丰田和广汽本田销量已基本恢复至“钓鱼岛事件”前的状态，我们预计这两家子公司 13 年后三个季度销量和盈利水平将恢复至正常状态；广汽三菱和广汽菲亚特仍处于产销爬坡期，随着品牌认知度提升和新车型上市，销量有望持续上升，我们预计这两家子公司在 4 季度有望达到盈亏平衡。

三、动力系统向混动升级，符合节能环保趋势

3.1 加快混动系统国产化和混动车型推广进程

丰田、本田加快混合动力技术的应用和混合动力车型的推广。从目前主要整车厂公布的发展规划来看，丰田和本田在混合动力领域投入最大，并明确提出混动系统引入和国产的进度计划，将混合系统作为未来重点推广的动力总成系统。广汽集团是丰田和本田在华产销的重要平台，有望在发展混动车型方面继续担当重要角色。

表 4 主要汽车厂家新能源汽车规划

丰田	到 15 年实现混合动力总成批量国产，未来推广插电式混合动力和电动车型，力争节能新能源车型比例达到 20%
本田	推广本田 IMA 混动技术，加快混动车型的引入和国产化，投放大中型车混动系统及插电式混动系统
日产	坚持 EV 作为终极解决方案，
大众	14 年开始搭载插电式混合动力系统
通用	大力发展插电式混合动力车型，17 年年产量达到 50 万辆（全球）
福特	联手丰田开发混动系统，国产规划尚未公布

资料来源：中投证券研究所

丰田“云动计划”加速中国事业。12 年 3 月，丰田汽车在北京正式启动首个转为中国市场制定的中长期战略规划——“云动计划”。“云动计划”迈出了丰田中国本土化的重要一步，并将混动动力技术列为核心内容之一，不仅加快混动车型的引入，还将大力推动混动技术的国产化。丰田预计将在 2015 年实现搭载国产混动总成的车型在一汽丰田和广汽丰田实现批量化生产，并力争未来节能新能源车型比例达到 20%。

本田中国中期战略明确普及推广节能新能源汽车。12 年 4 月，本田中国发布中期战略，确定加快新车型投放和新的动力总成升级。本田计划到 15 年所有车型将升级新一代动力总成技术 Earth Dreams，使旗下产品动力和燃油经济性达到全球最高水平，并加快推广本田独创的 IMA 混动技术，实现特有的运动性能和驾驶乐趣。同时，本田也在积极筹备 IMA 的国产化，以及适合大中型车的混动系统和插电式系统。

3.2 公司重点产品推出混动版，率先抢占市场

丰田、本田在售混动车型丰富。目前日系品牌丰田、本田的混合动力技术应用较为广泛，旗下推出多款混动车型，普锐斯、凯美瑞混动、Insight、思域混动等在消费者中获得了认可。其他汽车巨头推出的混动车型相对较少。自主品牌混动汽车量产销售的有比亚迪 F3DM、荣威 750 混动等少数几款车型，但由于价格较高及技术成熟度等原因销量一般。

表 5 主要汽车厂家混合动力车型（加粗表示已在国内上市）

丰田	普锐斯、凯美瑞混动 、汉兰达混动，CT200h、Rx450、GS 混动、LS600h
本田	思域混动、Insight 、飞度混动、CRZ 混动，讴歌 ILX
日产	英菲尼迪 M35h ，风雅混动
大众	途锐混动 ，捷达混动
通用	君越混动，Volt ，凯雷德混动，迈瑞宝混动
福特	C-Max 混动 ，蒙迪欧混动

资料来源：中投证券研究所

公司重点产品推出混动版引领市场。公司是丰田和本田在华销售的重要平台，本田主力产品凯美瑞已推出混动版，SUV 汉兰达混动版有望随后上市；下半年全新上市的第九代雅阁有望在明年推出插电式混动版。主力产品的混动化提升产品节能、环保属性，增强技术水平和综合竞争力。

表 6 国内市场在售重混车型对比

	普锐斯	凯美瑞混动	雷克萨斯 CT200	秦	F3Dm	沃蓝达
价格 (万元)	22.98-26.98	25.98-32.98	\$4.6	待定	14.98/16.98	49.8/\$4.1
油耗(L/100km)	4.3	5.3L		2	2.7	3.9
发动机 (L)	1.8L	2.5L	1.8	1.5T	1	1.4
发动机功率 (kW)	73	118	72	113	50	63
发动机扭矩 (Nm)	142	213	142	240	90	130
电量 (kWh)	2.7			10	17	16
电池	镍氢	镍氢	镍氢	锂电	锂电	锂电
电功率 (kW)	60	105	82	110	75	111
电扭矩 (Nm)	207	270	207	200		370
变速器	CVT	CVT	CVT	DCT	CVT	
电动续航 (km)	3	2.6		50	100	56
电池保修	5年/20万公里	8年/20万公里	6年/15万公里			
产地	一汽丰田国产	广汽丰田国产	进口	国产	国产	进口

资料来源：中投证券研究所

表 7 国内市场在售中混车型对比

	Insight	思域混动	CRZ	飞度混动	君越 eassist	荣威 750
价格 (万元)	20.98	26.98	28.88	17.98	26.59/28.59	23.68
油耗(L/100km)	4.4	4.7	5	3.6L	7.2	7.5
发动机 (L)	1.3L	1.3L	1.5L	1.3L	2.4L	1.8T
发动机功率 (kW)	65	70	84	65	137	118
发动机扭矩 (Nm)	121	123	145	121	240	215
电量 (kWh)	0.7				0.6	
电池	镍氢	镍氢	镍氢	镍氢	锂电	锂电
电功率 (kW)	13.6	15	10	10	15	20
电扭矩 (Nm)	78	103	78	78		60
变速器	CVT	CVT	CVT	CVT	6AT	5档手自一体
电池保修 (年/万公里)	15/24	15/24	15/24	15/24	5/14	5/10
产地	进口	东本进口	本田进口	广本进口	国产	国产

资料来源：中投证券研究所

3.3 混动补贴有望加大，公司产品最为受益

当前混合动力汽车享受补贴力度较小。目前在售的混合动力汽车以增程式为主，而私人购买混动车型只有插电式才能获得较高补贴，因此多数混动汽车只能享受 3000 元/辆的节能补贴，相比传统汽车并无价格优势，难以引起消费者的购买欲望。而插电式混动汽车则由于电池容量增加带来的成本剧增，面临与纯电动汽车相同的问题。若私人购买增程式混动车能够按照公共服务领域的补贴幅度，则混动车吸引力将大增。

表 8 公共服务用乘用车和轻型商用车示范推广补助标准 (单位: 万/辆)

汽车类型	节油率	最大电功率比			
		BSG 车型	10%-20%	20%-30%	30%-100%
混合动力	5%-10%	0.4	-	-	-
	10%-20%	-	2.8	3.2	-
	20%-30%	-	3.2	3.6	4.2
	30%-40%	-	-	4.2	4.5
	40%以上	-	-	-	5
纯电动	100%	-	-	-	6
燃料电池	100%	-	-	-	25

资料来源: 中投证券研究所

表 9 私人购买新能源汽车补贴标准

补助依据	针对插电式混合动力和纯电动乘用车补助, 依据动力电池组能量确定
补助标准	按 3000 元/kWh 标准补贴, 插电式混合动力乘用车最高补贴 5 万元, 纯电动乘用车最高补贴 6 万元
其他要求	1、新能源汽车产品纳入《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》; 2、纯电动车电池组不低于 15kWh, 插电式混合动力车电池组不低于 10kWh (纯电动模式下续驶里程不低于 50km), 动力电池不包括铅酸电池。 3、整车和关键零部件生产企业对动力电池等关键零部件提供不低于 5 年或 10 万公里的质保, 并承诺对整车和动力电池按一定的折旧率进行回收。 4、汽车企业销售新能源汽车应向消费者提供产品性能参数保证。

资料来源: 中投证券研究所

新补贴政策延续, 混动车补贴力度或将加大。前次节能与新能源汽车补贴政策已于 12 年底截止, 新的补贴政策正在酝酿中。从国家产业发展规划来看, 中期重点推广节能汽车, 因此, 我们推测新的私人购买新能源汽车补贴政策或将参照公共服务领域新能源汽车补贴方案, 按照节油率和电功率比来制定补贴额。若如此, 纯电动和插电式混动汽车的补贴力度将维持, 增程式混动汽车的补贴力度将大幅提高。增程式混动对应车型的售价将与同类传统车型售价相当, 其较低的使用成本和领先的环保概念对消费者吸引力大增。

表 10 部分混合动力车补贴对比 (单位: 万元)

车型	凯美瑞混动	F3DM	思域混动	飞度混动	君越 eassist	荣威 750
混动价格	25.98-32.98	14.98/16.98	26.98	17.98	26.59/28.59	23.68
传统车价格	21.98-27.48	5.49-7.39	13.18-18.58	7.98-11.98	23.59/25.59	16.28-22.48
价差	约 4-5	约 8	约 10	约 9	约 3	约 4
私人购买补贴	0.3	5	0.3	0.3	0.3	0.3
公共服务补贴	4.2	5	3.2	3.2	3.2	3.2
混动油耗	5.3 L/100km	2.7L/100km	4.7 L/100km	3.6L/100km	7.2 L/100km	5.6 L/100km
传统车油耗	7.8 L/100km	6.2L/100km	6.6 L/100km	6 L/100km	8.7 L/100km	8.7 L/100km
节油率	32%	56%	29%	40%	17%	20%

资料来源: 中投证券研究所

混动补贴力度加大将使公司最为受益。公司当前混动车型均为增程式混合动力, 节能效果明显, 但私人购买无法享受国家补贴。若新的补贴政策按照节油率来补贴的话, 公司产品补贴力度将大幅上升, 产品价格优势凸显。公司混

动车型在国外广受好评，国内价格障碍破除后，销量有望大幅攀升，推动公司进入一轮高速增长周期。

四、投资建议：强烈推荐

根据上述对汽车行业和广汽集团的分析，我们认为新车型的推出和混合动力总成的推广将明显提升公司产品竞争力，推动公司短期和长期都进入了快速增长的通道。

表 11 公司未来产品销量预测

		2012	2013E	2014E	2015E
乘用车	广汽本田	316,405	360,000	450,000	540,000
	广汽丰田	250,088	280,000	360,000	410,000
	广汽乘用车	58,683	72,000	86,000	98,000
	广汽吉奥	36,808	35,000	35,000	35,000
	广汽菲亚特	11,290	50,000	100,000	150,000
	广汽三菱	2,491	40,000	80,000	100,000
	本田汽车	29,034	30,000	30,000	30,000
商用车	广汽日野	5,752	4,500	5,000	5,000
	广汽客车	1,603	1,600	1,600	1,600
发动机	广丰发动机	385,471	400,000	450,000	500,000
	日野发动机	16,267	180,000	180,000	180,000
摩托车	五羊本田	950,999	1,000,000	1,000,000	1,000,000

资料来源：公司公告，中投证券研究所

我们预计公司 13-15 年实现收入 150.7 亿、173.5 亿和 197.2 亿元，归属于母公司净利润为 29.2 亿、47.4 亿和 62.7 亿元，13-15 年 EPS 为 0.45、0.74 和 0.98 元。公司短期随日系车销售向好进入恢复阶段，中长期随新车型上市和混动系统推广进入上升通道，当前投资价值显著，首次给予目标价 10.00 元，“强烈推荐”评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	20274	25391	30168	37338	营业收入	12874	15073	17354	19723
现金	15542	19974	24155	30739	营业成本	11829	13839	15791	17778
应收账款	1023	1058	1277	1448	营业税金及附加	362	423	487	554
其它应收款	463	504	605	682	营业费用	792	980	1128	1282
预付账款	365	492	537	614	管理费用	1364	1596	1838	2089
存货	1397	1905	2111	2358	财务费用	199	-225	-329	-467
其他	1484	1457	1484	1497	资产减值损失	10	10	10	10
非流动资产	29107	26662	26758	26266	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
长期投资	16862	15449	15743	15833	投资净收益	2644	4000	5700	7000
固定资产	4298	4783	4880	4785	营业利润	957	2449	4128	5477
无形资产	2538	2322	2085	1858	营业外收入	161	300	231	265
其他	5410	4108	4050	3789	营业外支出	118	120	137	125
资产总计	49382	52053	56927	63604	利润总额	1000	2629	4222	5617
流动负债	8868	8847	9141	9849	所得税	-65	-170	-274	-364
短期借款	2416	2778	2095	2110	净利润	1065	2799	4495	5981
应付账款	2817	2730	3325	3799	少数股东损益	-69	-124	-246	-296
其他	3635	3339	3722	3939	归属母公司净利润	1134	2924	4741	6277
非流动负债	8503	8395	8479	8468	EBITDA	1824	2704	4322	5539
长期借款	505	525	546	566	EPS (元)	0.18	0.45	0.74	0.98
其他	7998	7870	7934	7902					
负债合计	17370	17242	17621	18317					
少数股东权益	922	797	552	255	主要财务比率				
股本	6435	6435	6435	6435	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	8870	8870	8870	8870	成长能力				
留存收益	15783	18707	23447	29725	营业收入	17.2%	17.1%	15.1%	13.6%
归属母公司股东权益	31090	34014	38754	45032	营业利润	-69.9%	155.9%	68.6%	32.7%
负债和股东权益	49382	52053	56927	63604	归属于母公司净利润	-73.5%	157.9%	62.2%	32.4%
					获利能力				
					毛利率	8.1%	8.2%	9.0%	9.9%
					净利率	8.8%	19.4%	27.3%	31.8%
					ROE	3.6%	8.6%	12.2%	13.9%
					ROIC	16.2%	28.6%	54.0%	76.8%
					偿债能力				
					资产负债率	35.2%	33.1%	31.0%	28.8%
					净负债比率	17.38	19.64%	15.55	15.27%
					流动比率	2.29	2.87	3.30	3.79
					速动比率	2.12	2.65	3.06	3.55
					营运能力				
					总资产周转率	0.27	0.30	0.32	0.33
					应收账款周转率	13	13	13	13
					应付账款周转率	5.07	4.99	5.22	4.99
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.18	0.45	0.74	0.98
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	-0.24	-0.14	-0.13
					每股净资产(最新摊薄)	4.83	5.29	6.02	7.00
					估值比率				
					P/E	38.49	14.92	9.20	6.95
					P/B	1.40	1.28	1.13	0.97
					EV/EBITDA	11	8	5	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

邢卫军,中投证券研究所汽车行业分析师,2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位,2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434