

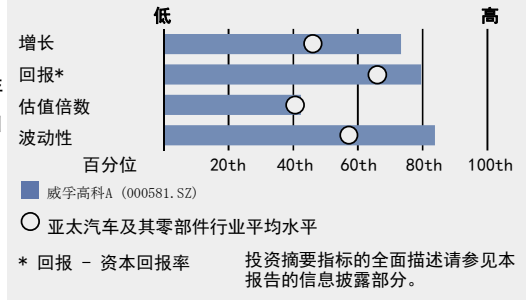


卡车周期改善，排放监管执行前景向好；上调至买入评级

建议理由

我们将威孚高科 A 股评级从中性上调至买入，将 12 个月目标价格上调为 26.38 元，对应 32% 的潜在上行空间，因为：**1) 卡车周期改善**：我们上调了重卡增速预测，因为卡车业务出现了稳步复苏迹象：2016 年上半年同比增长 14.8%，渠道库存处在合理水平，而且我们预计下半年增长前景平稳；**2) 排放监管执行前景向好**：由于中国在 6 月 8 日就加大排放合规检查发布了新的监管征求意见稿，我们预计日后执行力度将有所提升。鉴于上述推动因素，我们将 2016-2018 年威孚高科盈利预测上调了 2%-9%。

投资摘要



推动因素

1) 卡车需求增长：我们认为卡车销量已在 2016 年上半年触底反弹，我们预计中国电子商务的增长将带来稳健的置换需求，特别是在物流领域。此外，由于合规成本随着排放标准在 2015 年升级至国 IV 而有所上升，致使需求受到抑制，而我们认为这部分受压需求将在 2016 年得到释放。

2) 自由现金流强劲：我们认为公司拥有雄厚的现金储备（2016 年调整后净负债与权益之比为 -39%，而全球技术部件同业均值为 20%），或将孕育具有潜在价值增厚效应的并购机会。威孚高科 6 月 2 日宣布设立价值人民币 15 亿元的产业并购基金。

估值

威孚高科 A 当前股价对应 10.7 倍的 2017 年预期市盈率，而其 7 年市盈率中值为 17.1 倍。我们采用部分加法对威孚高科 A 进行估值，但将自有业务部分的估值倍数调整为历史市净率中值-1 个标准差（此前采用 2008 年谷底市净率），以计入卡车周期改善的影响。我们将 12 个月目标价格从人民币 18.59 元上调至 26.38 元。我们不再覆盖威孚高科 B，因为即将启动（我们经济学家预计将在 1-2 月后实施）的深港通可能导致 B 股流动性进一步萎缩。

主要风险

卡车/行业增速弱于预期；排放标准执行偏弱、排放升级慢于预期。

所属投资名单

亚太买入名单

行业评级：中性

丁好倩 执业证书编号: S1420515060002
+86(10)6627-3327 yuqian.ding@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
杨一朋 执业证书编号: S1420511100006
+86(10)6627-3189 yipeng.yang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

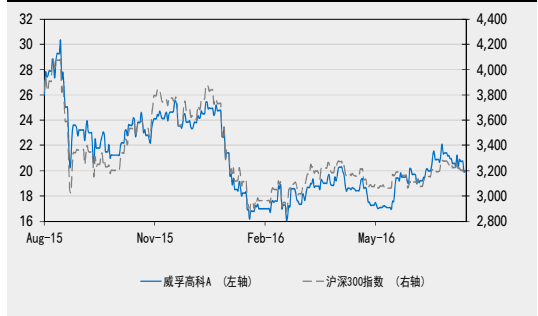
北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

主要数据

	当前
股价 (Rmb)	19.93
12个月目标价格 (Rmb)	26.38
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	20,328.6 / 3,062.0
外资持股比例 (%)	--

	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
每股盈利 (Rmb) 新	1.49	1.58	1.86	2.15
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	2.1	7.7	8.7
每股盈利增长 (%)	(1.6)	6.5	17.8	15.2
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	1.49	1.58	1.86	2.15
市盈率 (X)	19.5	12.6	10.7	9.3
市净率 (X)	2.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA (X)	46.6	24.8	20.4	17.2
股息收益率 (%)	1.7	2.4	2.8	3.2
净资产回报率 (%)	13.4	12.9	13.9	14.5
ROIC (%)	14.2	15.1	15.9	16.7

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	8.2	15.7	(20.8)
相对于沪深300指数	7.1	7.5	(5.2)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet（股价为8/02/2016收盘价）

威孚高科 A: 财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	资产负债表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入	5,741.6	6,396.8	7,480.8	8,452.0	现金及等价物	3,274.7	3,406.1	4,437.0	5,169.6
主营业务成本	(4,197.8)	(4,650.9)	(5,466.1)	(6,184.5)	应收账款	2,293.0	2,712.3	3,141.3	3,306.7
销售、一般及管理费用	(963.1)	(1,037.8)	(1,198.8)	(1,337.5)	存货	865.6	1,325.1	1,249.5	1,456.5
研发费用	(287.1)	(319.8)	(374.0)	(422.6)	其它流动资产	2,105.2	2,105.2	2,105.2	2,105.2
其它营业收入/(支出)	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产	8,538.5	9,548.7	10,933.1	12,038.0
EBITDA	580.7	708.0	816.0	930.0	固定资产净额	2,483.0	2,427.6	2,404.7	2,408.6
折旧和摊销	(227.0)	(251.0)	(248.7)	(249.1)	无形资产净额	362.4	346.0	329.6	313.2
EBIT	353.7	457.1	567.2	680.9	长期投资	3,998.2	4,545.4	5,195.9	5,913.6
利息收入	38.4	44.6	46.4	60.5	其它长期资产	321.9	321.9	321.9	321.9
财务费用	(20.4)	(18.8)	(21.3)	(23.7)	资产合计	15,704.1	17,189.6	19,185.2	20,995.4
联营公司	1,050.5	1,118.9	1,319.9	1,513.3	应付账款	2,127.8	2,430.4	2,926.8	3,030.6
其它	241.3	150.0	150.0	150.0	短期贷款	360.0	410.0	460.0	510.0
税前利润	1,663.5	1,751.8	2,062.3	2,380.9	其它流动负债	407.6	382.0	467.1	552.8
所得税	(110.8)	(114.3)	(134.1)	(160.5)	流动负债	2,895.4	3,222.4	3,853.9	4,093.4
少数股东损益	(37.4)	(41.0)	(48.0)	(54.6)	长期贷款	0.0	0.0	0.0	0.0
优先股股息前净利润	1,515.4	1,596.4	1,880.2	2,165.8	其它长期负债	595.4	595.4	595.4	595.4
优先股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	595.4	595.4	595.4	595.4
非经常性项目前净利润	1,515.4	1,596.4	1,880.2	2,165.8	负债合计	3,490.8	3,817.8	4,449.3	4,688.8
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	1,515.4	1,596.4	1,880.2	2,165.8	普通股权益	11,783.2	12,900.7	14,216.8	15,732.9
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	1.49	1.58	1.86	2.15	少数股东权益	430.0	471.0	519.0	573.6
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.49	1.58	1.86	2.15	负债及股东权益合计	15,704.1	17,189.6	19,185.2	20,995.4
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	1.49	1.58	1.86	2.15	每股净资产(Rmb)	11.68	12.79	14.09	15.59
每股股息(Rmb)	0.50	0.47	0.56	0.64					
股息支付率(%)	33.7	30.0	30.0	30.0					
自由现金流收益率(%)	(0.1)	0.1	3.8	2.2					
增长率和利润率(%)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	比率	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
主营业务收入增长率	(9.6)	11.4	16.9	13.0	CROCI (%)	14.2	15.1	15.9	16.7
EBITDA增长率	(40.5)	21.9	15.2	14.0	净资产回报率(%)	13.4	12.9	13.9	14.5
EBIT增长率	(53.3)	29.2	24.1	20.0	总资产回报率(%)	10.0	9.7	10.3	10.8
净利润增长率	(1.6)	5.3	17.8	15.2	平均运用资本回报率(%)	16.5	16.4	18.1	19.6
每股盈利增长	(1.6)	6.5	17.8	15.2	存货周转天数	86.0	86.0	86.0	79.9
毛利率	26.9	27.3	26.9	26.8	应收账款周转天数	142.8	142.8	142.8	139.2
EBITDA利润率	10.1	11.1	10.9	11.0	应付账款周转天数	178.9	178.9	178.9	175.8
EBIT利润率	6.2	7.1	7.6	8.1	净负债/股东权益(%)	(23.9)	(22.4)	(27.0)	(28.6)
					EBIT利息保障倍数(X)	NM	NM	NM	NM
现金流量表(Rmb mn)	12/15	12/16E	12/17E	12/18E	估值	12/15	12/16E	12/17E	12/18E
优先股股息前净利润	1,515.4	1,596.4	1,880.2	2,165.8	基本市盈率(X)	19.5	12.6	10.7	9.3
折旧及摊销	227.0	251.0	248.7	249.1	市净率(X)	2.5	1.6	1.4	1.3
少数股东权益	37.4	41.0	48.0	54.6	EV/EBITDA(X)	46.6	24.8	20.4	17.2
运营资本增减	15.8	(576.2)	142.9	(268.6)	企业价值/总投资现金(X)	1.5	0.9	0.7	0.7
其它	(1,253.5)	(1,118.9)	(1,319.9)	(1,513.3)	股息收益率(%)	1.7	2.4	2.8	3.2
经营活动产生的现金流	542.0	193.2	999.9	687.7					
资本开支	(568.1)	(179.1)	(209.5)	(236.7)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	171.5	0.0	0.0	0.0					
其它	1,609.1	571.7	669.4	795.6					
投资活动产生的现金流	1,212.5	392.6	460.0	558.9					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(408.1)	(504.5)	(478.9)	(564.0)					
借款增减	(55.0)	50.0	50.0	50.0					
普通股发行(回购)	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(376.8)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	(839.9)	(454.5)	(428.9)	(514.0)					
总现金流	914.7	131.4	1,030.9	732.6					

注: 最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源: 公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

丁好倩

yuqian.ding@ghsl.cn

杨一朋

yipeng.yang@ghsl.cn

卡车周期改善

由于近期销售势头走强，我们上调了增速预测

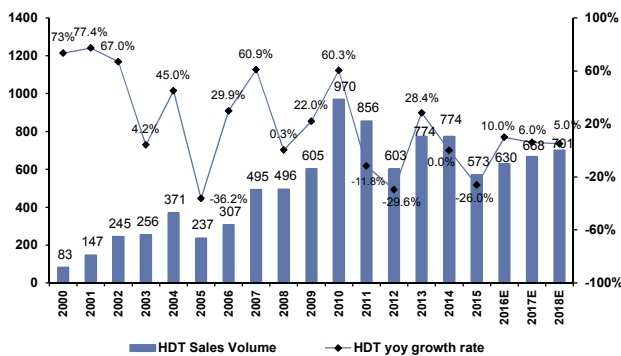
重卡是威孚高科的主要终端市场之一，因为该公司为柴油卡车生产燃油喷射和后处理产品。中国汽车工业协会数据显示，2016年上半年中国重卡批发销量同比增长了14.8%，而2015年全年同比下滑了26%。我们认为以下三个原因将推动重卡市场在2016-2018年恢复温和增长：

- 1) 保有量稳定：**2015年，中国重卡保有量首次出现零增长，因为重卡报废量与国内净销售（即重卡新增规模）持平。我们认为，未来三年重卡报废量将保持在大约50万辆，因为大多数2010年售出的重卡已经老化，将逐步退役（一般来说，自动倾卸车和运输重卡的使用寿命分别约为5年和8-10年）；
- 2) 由于合规成本随着排放标准在2015年升级至国IV而有所上升，致使需求受到抑制，而我们认为这部分受压需求将在2016年得到释放；**
- 3) 中国电子商务的增长将带来稳健的置换需求，特别是在物流领域；**

因此我们将2016-2018年重卡市场增速预测从5%/4%/3%上调至10%/6%/5%。

图表 1: 我们将 2016-2018 年重卡市场增速预测从 5%/4%/3% 上调至 10%/6%/5%

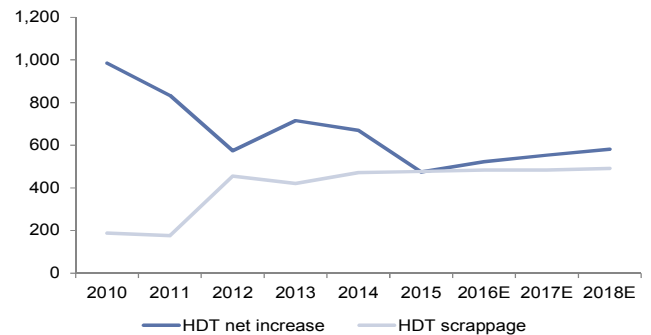
中国重卡市场（千辆）&同比增速(%)，2000-18年



资料来源：中国汽车工业协会、高华证券研究

图表 2: 新卡车销量与报废量相当

中国的重卡净增量和报废量（千辆），2010-2015年



注：重卡净新增=重卡批发+进口-出口

资料来源：中国汽车工业协会、《中国汽车工业年鉴》、高华证券研究

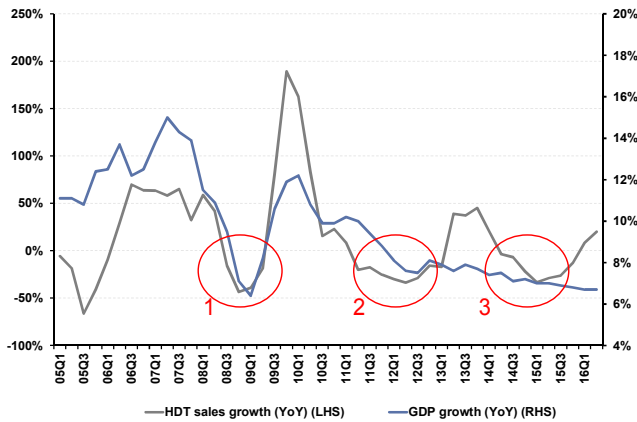
物流强劲增长以及受压需求释放是重卡市场的主要推动因素

在过去十年中，中国的重卡市场出现过三次同比下降：

- 2008年排放标准升级至国III，合规成本随之上升，继而导致销售走软；
- 2011/2012年，重卡需求因为刺激政策到期和固定资产投资增速放缓而表现疲弱；
- 2015年排放标准升级至国IV，导致合规成本再度上升，继而引发销售走软；

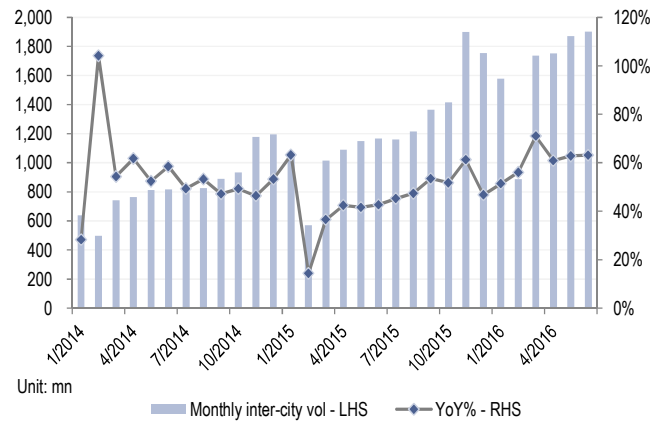
近一段时间以来，重卡销售的主要推动因素是强劲的物流业务增长，因为2016年城际包裹运输量增速较2015年上升（图表4）。我们认为在强劲的需求和受抑制的新卡车销售之间存在缺口，意味着未来三年重卡销售将保持正增长。

图表 3: 2015 年排放标准升级导致需求推迟, 未来的重卡增速也有望因受压需求的释放而得到提振
中国重卡市场销售增速和 GDP 增速



资料来源: 中国汽车工业协会, 高盛全球投资研究, 高华证券研究

图表 4: 我们看到 2016 年城际包裹运输量增速较 2015 年上升
城际包裹运量 (百万个) 和增速



资料来源: CEIC, 高华证券研究

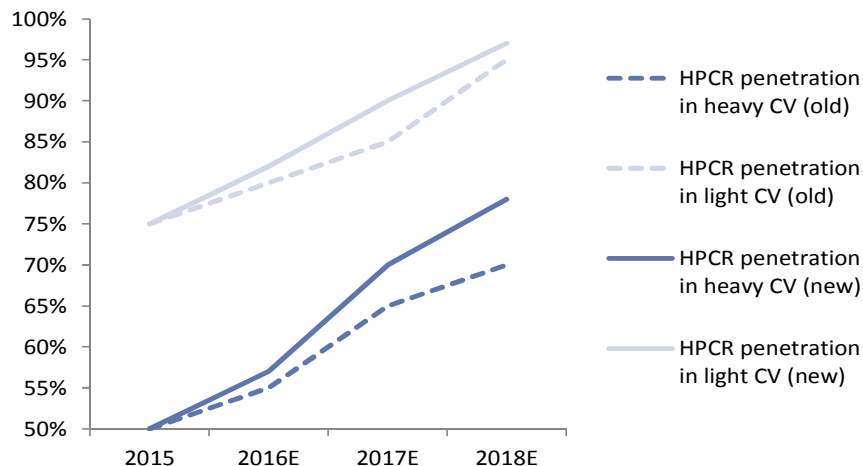
在卡车周期状况尚可之时, 排放监管执行前景向好

6月8日, 环保部颁发了排放监管征求意见稿, 要求:

1. 所有机动车和非道路移动机械生产企业和进口企业须将各自车型的排放合规信息上传至政府网站上的信息公开平台。
2. 从 2017 年 1 月 1 日开始, 所有新的机动车和非道路移动机械须在机身明显位置粘贴环保信息。

以往经验表明, 在卡车需求周期疲软的情况下, 排放监管执行并不严格。由于我们认为卡车周期已在 2016 年上半年触底反弹 (同比增速达到了 14.8%), 我们预计在卡车周期不太吃紧的情况下, 排放监管执行将更趋严格。因此, 我们调整了我们的假设, 以及计入卡车周期改善和排放执行前景向好的影响。

图表 5: 燃油喷射产品(HPCR)渗透率, 新 vs.旧



资料来源: ChinaAutoMarket, 高华证券研究

图表 6: 我们计入了更加积极的卡车增速/监管执行情景假设概览

		2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Diesel engine vol.									
Commercial vehicle	unit	3,249	2,915	3,139	2,899	2,565	2,596	2,700	2,802
Heavy/middle	unit	1,296	997	1,147	1,077	837	906	944	976
Small	unit	1,953	1,918	1,992	1,822	1,728	1,690	1,756	1,826
Off-road machinery	unit	3,490	3,500	3,439	3,386	2,943	2,796	2,668	2,556
Multi-cylinder	unit	1,190	1,200	1,254	1,310	1,179	1,120	1,075	1,043
Single-cylinder	unit	2,300	2,300	2,185	2,076	1,764	1,676	1,592	1,513
Compliance content penetration									
Fuel injection - EU IV and after - HPCR									
Commercial vehicle									
Heavy/middle	%		100% by 2015			50%	57%	70%	75%
Light	%		100% by 2015			75%	82%	90%	95%
After treatment - EU IV and after									
Commercial vehicle									
Heavy/middle (SCR)	%		100% by 2015			55%	55%	70%	75%
Small (POC+DOC)	%		100% by 2015			50%	65%	75%	85%
Small (SCR+DOC)	%		100% by 2018						
ASP									
Fuel injection - EU IV and after - HPCR									
Commercial vehicle									
Heavy/middle	Rmb 000		9.5K			9.5	9.3	9.1	8.9
Small	Rmb 000		4.5K			4.5	4.4	4.3	4.2
After treatment - EU IV and after									
Commercial vehicle									
Heavy/middle (SCR)	Rmb 000		9-10K			2.0	2.0	2.5	3.0
Small (POC+DOC)	Rmb 000		2K			2.0	2.0	1.9	1.9
Small (SCR+DOC)	Rmb 000		4-5K						
Weifu's market share (implied by vol. assumption)									
Fuel injection - EU IV and after - HPCR									
Commercial vehicle									
Heavy/middle	%					80%	80%	80%	80%
Small	%					80%	80%	80%	80%
After treatment - EU IV and after									
Commercial vehicle									
Heavy/middle (SCR)	%					25%	25%	27%	29%
Small (POC+DOC)	%					60%	65%	70%	75%
Small (SCR+DOC)	%								

资料来源: 中国汽车工业协会, 公司数据, 高华证券研究

我们上调了估值倍数, 以反映卡车周期的触底反弹

由于卡车周期改善且排放执行前景向好, 我们将 2016-18 年盈利预测上调了 2%/8%/9%。

图表 7: 我们将 2016-18 年盈利预测上调了 2%/8%/9%

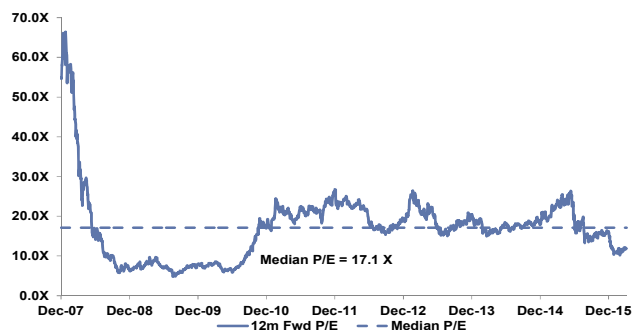
(Rmb mn)	2016E			2017E			2018E		
	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.	New	Old	Diff.
Revenue	6,397	6,151	4%	7,481	6,780	10%	8,452	7,510	13%
Gross profit (excl. D&A)	1,746	1,693	3%	2,015	1,853	9%	2,267	2,045	11%
EBIT	457	442	3%	567	517	10%	681	608	12%
Pretax profit	1,752	1,715	2%	2,062	1,915	8%	2,381	2,188	9%
Reported net profit	1,596	1,564	2%	1,880	1,746	8%	2,166	1,992	9%
Reported EPS (Rmb)	1.58	1.55	2%	1.86	1.73	8%	2.15	1.97	9%

资料来源: 高华证券研究

我们仍采用部分加总法估值: 我们认为威孚高科及其博世子公司定位不同, 因此对它们分别进行估值。由于我们认为卡车周期已经触底反弹, 而且在卡车周期不太吃紧的情况下, 排放监管执行前景向好, 我们将威孚高科自有业务部分的估值倍数调整为历史市净率中值-1 个标准差 (此前采用 2008 年谷底市净率)。

图表 8: 威孚高科 A 当前股价对应 12.3 倍 12 个月预期市盈率, 而历史中值为 17.1 倍

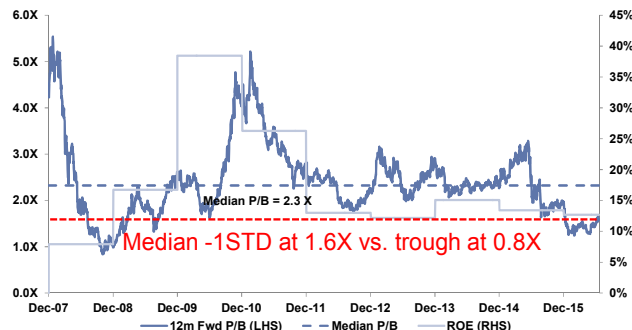
威孚高科 A 股 12 个月预期市盈率区间



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 9: 威孚高科 A 当前股价对应 1.5 倍 12 个月预期市净率, 而历史中值为 2.3 倍

威孚高科 A 股 12 个月预期市净率-净资产回报率区间



资料来源: 公司数据、高华证券研究

图表 10: 由于我们上调了盈利预测和估值倍数, 我们将威孚高科 A 股目标价格上调至 26.38 元
估值概览

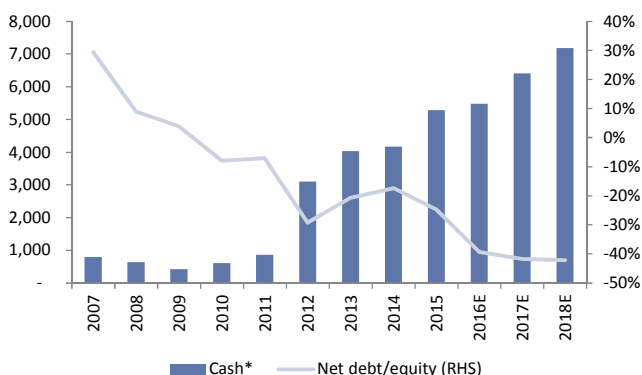
		2014	2015	2016E	2017E	2018E
Weifu EPS	Rmb	1.51	1.49	1.58	1.86	2.15
- Bosch JVs (investment income)	Rmb	0.86	1.03	1.11	1.31	1.50
- Weifu own business (consolidated)	Rmb	0.64	0.46	0.47	0.56	0.65
Weifu BVPS	Rmb	10.64	11.68	12.79	14.09	15.59
- Bosch JVs (investment income)	Rmb	3.25	3.22	3.53	4.18	4.89
- Weifu own business (consolidated)	Rmb	7.39	8.33	9.25	9.91	10.70
Weifu ROE	%	15.0%	13.4%	12.9%	13.9%	14.5%
- Bosch JVs (investment income)	%	26.6%	32.0%	31.4%	31.3%	30.6%
- Weifu own business (consolidated)	%	9.1%	5.8%	5.4%	5.8%	6.3%
				New		Old
Weifu SOTP walk-thru						
1. Bosch JVs						
Weifu (Bosch JVs) ROE (3 year average)	%			31.1%		29.9%
Global technology parts - slope	X			10.13		10.13
Global technology parts - intercept	X			0.15		0.15
Target PB	X			3.30		3.18
x. Weifu (Bosch JVs) BVPS 2016	Rmb			3.53		3.51
Weifu (Bosch JVs) target valuation per share	Rmb			11.67		11.18
2. Weifu own business						
Weifu (own business) BVPS 2016	Rmb			9.25		9.25
Modest cycle PB (median -1STD)	X			1.6		0.8
Weifu (own business) target valuation per share	Rmb			14.71		7.40
Weifu A TP	Rmb			26.38		18.59

资料来源: 公司数据、高华证券研究

丰厚的现金储备或将催生并购机会

威孚高科 6 月 2 日宣布设立价值人民币 15 亿元的产业并购基金，我们认为这可以被视为公司正在寻找潜在的并购机会。我们认为可能的并购或将发生在威孚高科拥有可转让专业知识的领域，例如新能源汽车、环保、汽车电子以及智能制造等。在全球技术部件同业中，我们认为威孚高科拥有雄厚自由现金流/现金，以及最低的负债率（2016 年调整后净负债与权益之比为-39%，而全球同业均值为 20%），这可能为或将带来价值增厚效应的并购活动提供支撑。

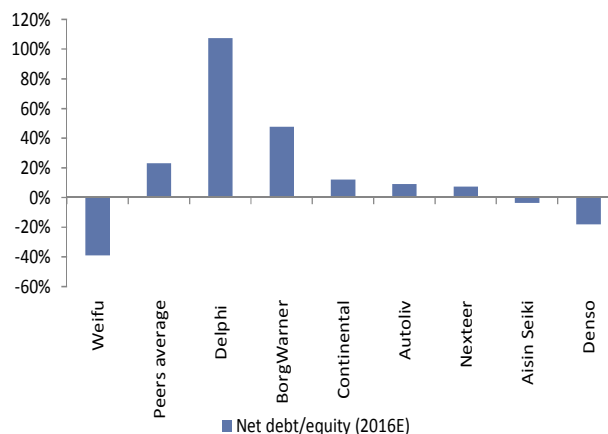
图表 11: 雄厚的现金储备或将孕育并购机会
威孚高科的现金储备、负债率（右轴）



*我们计入了银行理财产品，因其具有现金等值属性

资料来源: Quantum, 高华证券研究

图表 12: 威孚高科的负债率低于其它全球同业
威孚高科及全球同业的负债率



资料来源: Quantum, 高华证券研究

主要风险

- 在卡车增速走软的情景下，鉴于需求疲弱，我们可能会看到买家对于合规成本的上升不太接受，而且这可能会使得当前市场的扭曲状态延长（例如下游企业仅采购 SCR 元件而非整个系统等）。
- 在监管要求提高的情景下，我们看到合规产品的市场条件得以恢复（例如下游企业从供应商手中采购 SCR 系统），同时注意力从成本转至产品质量/耐用性方面。我们认为监管环境收紧可能令威孚高科从中受益，因其技术/产品具有领先优势。但是，在疲弱的需求周期中，政府可能不愿收紧监管，因为合规成本可能会进一步抑制需求。

图表 13: 全球供应商比较
全球技术及商品部件供应商比较

Valuation Summary - Global technology parts																					
Ticker	Company name	Currency	Close	Rating	Market cap	EPS % 15-18E CAGR	PE			PB			ROE			Dividend yield			CROCI		
							2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
CONG.DE	Continental	EUR	187.85	Neutral	41,973	8%	12.4X	11.4X	10.7X	2.5X	2.2X	1.9X	21%	20%	18%	2%	3%	3%	12%	12%	12%
7259.T	Aisin Seiki	JPY	4,755.00	Buy	13,089	14%	14.1X	14.3X	11.7X	1.2X	1.2X	1.1X	9%	8%	9%	2%	2%	3%	9%	9%	9%
6902.T	Denso	JPY	3,901.00	Neutral	30,710	-9%	18.0X	14.7X	13.9X	1.3X	0.9X	0.8X	8%	7%	7%	2%	3%	3%	9%	9%	9%
BWA	BorgWarner Inc.	USD	33.11	Buy	7,143	9%	10.0X	9.3X	8.4X	1.9X	1.7X	1.5X	19%	18%	18%	2%	2%	2%	16%	15%	15%
DLPH	Delphi	USD	67.80	Buy	18,755	16%	11.1X	9.6X	8.4X	6.5X	5.2X	4.1X	65%	59%	53%	2%	2%	2%	24%	24%	23%
000581.SZ	Weifu A	CNY	19.93	Buy	3,062	13%	12.6X	10.7X	9.3X	1.6X	1.4X	1.3X	13%	14%	14%	2%	3%	3%	15%	16%	17%
	Global glass avg.					10%	15.2X	13.5X	11.7X	2.6X	2.2X	1.9X	21%	20%	19%	2%	2%	2%	14%	15%	15%

Valuation Summary - Global Parts																					
Ticker	Company name	Currency	Close	Rating	Market cap	EPS % 15-18E CAGR	PE			PB			ROE			Dividend yield			CROCI		
							2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
1316.HK	Nesteer	HKD	7.79	Buy	2,507	15%	10.2X	8.7X	8.0X	2.5X	2.0X	1.7X	27%	25%	23%	2%	2%	3%	24%	24%	23%
0425.HK	Mintih	HKD	25.65	Neutral	3,155	25%	15.3X	12.7X	9.8X	2.4X	2.2X	1.9X	16%	18%	21%	3%	3%	4%	18%	20%	22%
600741.SS	Huayu	CNY	16.14	Neutral	6,280	2%	9.8X	9.0X	8.2X	1.3X	1.2X	1.2X	16%	14%	15%	5%	6%	7%	20%	18%	17%
000581.SZ	Weifu (A)	CNY	19.93	Buy	3,062	13%	12.6X	10.7X	9.3X	1.6X	1.4X	1.3X	13%	14%	14%	2%	3%	3%	15%	16%	17%
	China avg.					12.0X	10.3X	8.8X	1.9X	1.7X	1.5X	18%	18%	18%	3%	4%	4%	19%	19%	20%	
012330.KS	Hyundai Mobis	KRW	258,000	Neutral	22,018	1%	7.5X	7.8X	7.7X	0.9X	0.8X	0.7X	12%	10%	10%	1%	1%	1%	8%	7%	7%
161390.KS	Hankook Tire	KRW	54,700	Buy*	6,114	15%	8.3X	7.8X	7.4X	1.1X	1.0X	0.9X	15%	14%	13%	1%	1%	1%	11%	11%	11%
	Korea avg.					7.9X	7.8X	7.5X	1.0X	0.9X	0.8X	13%	12%	11%	1%	1%	1%	10%	9%	9%	
ALV	Autoliv	USD	105.85	Sell	9,325	18%	15.3X	13.6X	12.5X	2.4X	2.3X	2.1X	17%	17%	17%	3%	3%	3%	12%	12%	12%
CNHI	CNH Industrial	USD	7.01	Buy*	9,541	54%	19.0X	13.1X	10.7X	1.9X	1.7X	1.5X	10%	14%	15%	2%	2%	4%	8%	8%	8%
CONG.DE	Continental	EUR	187.85	Neutral	41,973	8%	12.4X	11.4X	10.7X	2.5X	2.2X	1.9X	21%	20%	18%	2%	3%	3%	12%	12%	12%
EPED.PA	Faurecia	EUR	35.15	Neutral	5,387	10%	10.7X	9.8X	9.4X	2.0X	1.7X	1.5X	22%	20%	18%	2%	2%	2%	12%	12%	12%
GKN.L	GKN	GBP	289.00	Neutral	6,476	37%	12.3X	10.3X	9.6X	2.3X	2.0X	1.8X	20%	21%	20%	3%	3%	3%	14%	15%	15%
HLE.DE	Hella KGaA Hueck	EUR	32.75	Buy	4,065	10%	13.8X	10.1X	9.0X	1.9X	1.7X	1.6X	14%	18%	19%	2%	3%	3%	11%	13%	14%
MICP.PA	Michelin	EUR	91.51	Neutral	18,596	17%	10.9X	9.9X	9.1X	1.6X	1.5X	1.3X	15%	15%	15%	4%	4%	4%	8%	8%	8%
NRE1V.HE	Nokian Renkaat	EUR	33.31	Neutral	5,012	9%	17.1X	15.1X	14.2X	3.5X	3.3X	3.1X	21%	22%	22%	5%	5%	5%	17%	17%	16%
VLOF.PA	Valeo	EUR	45.63	Neutral	3,999	13%	12.3X	11.3X	10.3X	2.6X	2.3X	2.0X	23%	22%	20%	3%	3%	3%	19%	19%	19%
	Europe avg.					19%	13.7X	11.6X	10.6X	2.3X	2.1X	1.9X	18%	19%	18%	3%	3%	3%	13%	13%	13%
7259.T	Aisin Seiki	JPY	4,755.00	Buy	13,089	14%	14.1X	14.3X	11.7X	1.2X	1.2X	1.1X	9%	8%	9%	2%	2%	3%	9%	9%	9%
5108.T	Bridgestone	JPY	3,490.00	Buy	26,683	5%	9.5X	8.7X	8.0X	1.1X	1.1X	1.0X	13%	13%	13%	4%	4%	4%	9%	10%	10%
6902.T	Denso	JPY	3,901.00	Neutral	30,710	-9%	18.0X	14.7X	13.9X	1.3X	0.9X	0.8X	8%	7%	7%	2%	3%	3%	9%	9%	9%
5110.T	Sumitomo Rubber Ind.	JPY	1,439.00	Neutral	3,688	-5%	7.5X	7.5X	7.3X	0.8X	0.8X	0.7X	11%	11%	10%	4%	4%	4%	8%	8%	8%
3116.T	Toyota Boshoku	JPY	2,261.00	Neutral	4,093	96%	100.2X	11.0X	10.6X	1.9X	1.7X	1.5X	2%	17%	15%	1%	2%	2%	12%	11%	11%
	Japan avg.					29.8X	11.2X	10.3X	1.3X	1.1X	1.0X	8%	11%	11%	3%	3%	3%	9%	9%	9%	
LEA	Lear Corp.	USD	113.66	Neutral	8,334	11%	8.4X	8.0X	7.6X	2.6X	2.1X	1.8X	32%	29%	25%	1%	1%	1%	29%	28%	25%
DAN	Dana	USD	13.37	Neutral	1,960	-1%	7.8X	7.6X	8.0X	2.6X	2.2X	1.8X	34%	29%	25%	2%	2%	2%	13%	12%	11%
JCI	Johnson Controls	USD	45.92	Not Rated	29,834	10%	11.5X	10.9X	10.0X	3.0X	2.6X	2.2X	25%	25%	23%	2%	3%	3%	10%	15%	15%
MGA	Magna	USD	38.56	Neutral	15,439	15%	7.4X	6.2X	5.7X	1.5X	1.3X	1.1X	22%	22%	21%	2%	3%	3%	16%	16%	15%
BWA	BorgWarner Inc.	USD	33.11	Buy	7,143	9%	10.0X	9.3X	8.4X	1.9X	1.7X	1.5X	19%	18%	18%	2%	2%	2%	16%	15%	15%
CTB	Cooper Tire & Rubber	USD	32.81	Neutral	1,822	1%	8.8X	8.8X	8.6X	1.7X	1.5X	1.3X	20%	18%	16%	1%	1%	1%	14%	13%	13%
DLPH	Delphi	USD	67.80	Buy	18,755	16%	11.1X	9.6X	8.4X	6.5X	5.2X	4.1X	65%	59%	53%	2%	2%	2%	24%	24%	23%
GT	Goodyear	USD	28.78	Buy	7,598	15%	7.0X	6.1X	5.8X	1.7X	1.4X	1.1X	26%	25%	22%	1%	1%	1%	12%	13%	13%
MTOR	Meritor	USD	8.22	Neutral	750	9%	5.2X	4.5X	4.1X				0%	0%	0%	0%	0%	0%	17%	15%	15%
MPG	MetalDyne	USD	15.49	Neutral	1,053	7%	7.7X	6.7X	7.0X	1.4X	1.2X	1.0X	20%	20%	16%	2%	2%	2%	13%	13%	13%
NEMAKA.MX	Nemak	MXN	21.36	Buy	3,490	9%	11.7X	10.0X	9.2X	1.9X	1.6X	1.4X	18%	18%	17%	3%	2%	2%	14%	13%	13%
TEN	Tenneco Inc.	USD	56.29	Neutral	3,203	15%	9.2X	8.3X	7.7X	5.3X	4.0X	3.1X	67%	54%	45%	0%	0%	0%	16%	16%	15%
	US avg.					8.8X	8.0X	7.5X	2.7X	2.2X	1.9X	32%	29%	26%	1%	2%	2%	16%	16%	15%	

*表明该股位于我们的地区强力买入名单

资料来源: DataStream, 路透, 彭博, 高盛全球投资研究, 高华证券研究

高华证券感谢高盛分析师李龙金在本报告中的贡献。

信息披露附录

申明

我们，丁好倩、杨一朋，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率及净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

丁好倩：中国汽车行业。杨一朋：中国汽车行业。

中国汽车行业：江淮汽车、宝信、华晨汽车、比亚迪、和谐汽车、长安汽车 A、长安汽车 B、东风集团、一汽轿车、福耀玻璃(A)、福耀玻璃(H)、吉利汽车、长城汽车(H)、长城汽车(A)、广汽集团、华域汽车、敏实集团、耐世特、上汽集团、中国重汽、潍柴动力(A)、潍柴动力(H)、威孚高科 A、威孚高科 B、正通汽车、中升集团。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：威孚高科 A (Rmb19.93)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础来确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。除了与高盛相关的披露，本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。报告中的信息、观点、估算和预测均截至报告的发表日，且可能在不事先通知的情况下进行调整。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的资产管理部、自营交易部和投资业务部可能会做出与本报的建议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在高盛组织的会议上的第三方演讲嘉宾（包括高华证券或高盛其它部门人员）的观点不一定反映全球投资研究部的观点，也并非高华证券或高盛的正式观点。

在任何要约出售股票或征购购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2016 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。