

本报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

年报点评

东风汽车 (600006)

推荐 (维持)

证券投资影响公司业绩稳定

2009年03月27日	余兵 汽车行业高级研究员	86-21-62078960	yubing@pasc.com.cn
	王德安 汽车行业研究员	86-21-62078709	wangdean@pasc.com.cn

事项

东风汽车公布2008年报：实现营业收入124.31亿元，同比增长14.8%；净利润3.15亿元，同比下降34.14%。每股收益0.16元，每股净资产2.62元。公司拟每10股派发现金股利0.9元(含税)，不进行资本公积金转增股本。

主要观点

1、08年净利润同比下降34.14%

公司全年收入增长略高于产品销量，各项费用控制较为合理，毛利率相比于07年下滑1.38个百分点。

图表1 公司主要财务项目及指标比较

单位：百万元

主要财务项目	2007年(调整后)	2008年	同比增长
营业总收入	10829.22	12431.5	14.80%
营业总收入-营业总成本	161.3	12.22	-92.42%
资产减值损失	34.63	64.92	87.47%
投资净收益	476.4	393.88	-17.32%
归属于母公司所有者的净利润	479.01	315.48	-34.14%
财务指标	2007年(调整后)	2008年	同比增加百分点
毛利率	14.11%	12.73%	-1.38
销售费用率	6.38%	5.96%	-0.42
管理费用率	4.35%	4.11%	-0.24
财务费用率	-0.28%	0.32%	0.6
投资净收益/净利润	99.46%	124.85%	25.39

资料来源：公司公告

2、主业经营较为稳定

分部门看，公司下属两个合资企业产销量和盈利水平稳定增长。其中：东风康明斯贡献利润占比131%，郑州日产贡献利润32%，本部及其它业务亏损2亿元左右。

公司净利润中投资收益占比进一步提升，08年来自东风康明斯等联合营公司的投资收益占到公司净利润的124.85%。

图表2 公司分部财务项目及指标比较

单位：百万元

部门	2006 年		2007 年		2008	
	利润贡献	占比	利润贡献	占比	利润贡献	占比
东风康明斯	18365	38%	34598	72%	41384	131%
郑州日产	6032	12%	9667	20%	10199	32%
本部及其它	24234	50%	3636	8%	-20035	-64%
净利润	48631	100%	47901	100%	31548	100%

资料来源：平安证券研究所

✓ 各产品08年经营情况

公司本部轻卡业务、主要利润来源东风康明斯发动机全年收入增长均略高于对应产品的销量增长，显示产品均价有所提升。其中，公司轻卡业务去年受原材料成本上升压力较大，但全年毛利率与上年基本持平，主要得益于该类产品的多次提价。东风康明斯发动机公司依然保持较高盈利水平，08年销售净利率为11.78%。

图表3 2008 年公司主要产品销量

单位：万辆/台

产品	销量	同比增长	增速与行业均值比较
轻卡	13	13.30%	高 8 个百分点
东风康明斯发动机	16.26	18.69%	高 15 个百分点
郑州日产 SUV	1.311	3.79%	低 21 个百分点

资料来源：公司公告

图表4 2008 年公司主要产品经营状况

单位：亿元

主营业务分产品	收入	收入增速	毛利率	毛利率增加百分点
1. 轻型车	52.38	17.58%	8.91%	0.1
2. SUV	20.52	13.04%	18.97%	-16.68
3. 皮卡	30.87	18.17%	18.13%	6.37
5. 客车及底盘	10.59	20.38%	10.13%	1.81
6. 其他	3.97	29.90%	-7.07%	-2.06
合计	118.33	15.32%	12.63%	-1.6

资料来源：公司公告

值得一提的是，郑州日产的SUV由于销量规模很小，毛利率不稳定。

3、投资收益下降是利润下滑主要原因

08年公司财务费用增长了6976万元，资产减值损失增加3029万元，处置交易性金融资产取得的投资收益大幅减少约1.4亿元，这三项因素是导致利润下降的主要原因，影响程度折合每股收益0.12元。

图表5 公司部分财务项目及指标比较

单位：百万元

项目	2007 年	2008 年	增加金额
财务费用	-30.18	39.58	69.76
资产减值损失	34.63	64.92	30.29
处置交易性金融资产取得的投资收益	127.4	-12.95	140.35
合计	131.85	91.55	240.4

资料来源：公司公告

4、2009年展望

✓ 轻卡业务

销量或与行业持平，我们预测09年轻卡行业增长14.8%，主要受益国家的轻卡下乡补贴政策。但轻卡业也受到09年国三排放标准转换带来的成本提高影响。

✓ 东风康明斯

康明斯受益于国家积极财政政策，但目前重卡行业复苏主要为斯太尔系列重卡厂家，康明斯内部配套的东风中重卡行业市场占率有所下滑，将影响东风康明斯09年的业绩。

✓ 郑州日产

郑州日产双品牌战略效果较为良好。帕拉丁 SUV 产品市场较为成熟，自主品牌东风柴油皮卡取得初步成功；但 2007 年 9 月推出的自主品牌 MPV 御轩和 SUV 奥丁销量提升速度较慢，对公司业绩帮助不明显。公司目前客户以公安、石油、电信等集团用户为主，销售网络较少，制约了销量的提升。

5、盈利预测与投资建议

我们预测公司2009年、2010年每股收益分别为0.229元、0.235元，目前动态市盈率为18倍、市净率为1.58倍。估值水平基本合理，维持“推荐”评级。

风险提示：

轻卡行业经营受汽车下乡政策和国家环保排放标准升级影响较大，2009年月度产销水平可能波动较大。全年有望实现较大幅度增长，但可能透支2010年市场需求。

公司轻卡业务盈利水平较低，存在增收不增利的现象。

图表6 分产品收入预测

单位：万台、万元

销量	2007 年	2008 年	2009E	2010E
1. 轻型车	134,991	154,341	174405	179637
2. SUV	12,607	13,085	14132	14980
3. 发动机	136,973	162,576	159324	175257
单价				
1. 轻型车	5.89	6.08	6.20	6.30
2. SUV	14.40	15.68	16.00	16.50
3. 发动机	4.11	4.32	4.94	5.20
收入				
1. 轻型车	794,732	938,458	1,081,313	1,131,716
2. SUV	181,529	205,209	226,109	247,165
其它	87320.86865	99483.15605	98171.34567	96895.11818
合计	1,082,922	1,243,150	1,405,593	1,475,776
成本				
1. 轻型车	717,463	825,090	940742	990252
2. SUV	116,816	166,285	180887	197732
其它	82,078	93,497	92,281	91,081
合计	930,080	1,084,871	1,213,910	1,279,065
毛利				
1. 轻型车	9.72%	12.08%	13.00%	12.50%
2. SUV	35.65%	18.97%	20.00%	20.00%
其它	6.00%	6.02%	6.00%	6.00%
合计	14.11%	12.73%	13.64%	13.33%

资料来源：平安证券研究所

图表7 盈利预测表

单位：万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E
一、营业总收入	1058314	1082922	1243150	1405593	1475776
二、营业总成本	1004530	1066792	1241928	1382781	1457094
营业成本	889433	930080	1084871	1213910	1279065
营业税金及附加	13210	20068	21379	23500	25000
销售费用	57208	69103	74132	81524	85595
管理费用	42947	47095	51095	59035	61983
财务费用	47	-3018	3958	2811	2952
资产减值损失	1685	3463	6492	2000	2500
三、其他经营收益		44516	38016	42498	48392
公允价值变动净收益	4196	-3124	-1372	0	0
投资净收益	4078	47640	39388	42498	48392
汇兑净收益					
四、营业利润	62058	60646	39238	65311	67074
加：营业外收入	1089	1489	5456	2000	2200
减：营业外支出	1213	801	1712	1800	2000
五、利润总额	61934	61333	42982	65511	67274
减：所得税	6923	4139	1521	7861	8073
六、净利润	55011	57194	41461	57649	59201
减：少数股东损益	6381	9293	9913	11800	12200
归属于母公司所有者净利润	48631	47901	31548	45849	47001
七、每股收益(元)	0.243	0.240	0.158	0.229	0.235

资料来源：平安证券研究所

近期相关报告

汽车行业2008年3月投资月报——重卡市场东方欲晓（2009年3月13日）

汽车行业2008年2月投资月报——汽车产业政策振兴政策效果初显（2009年2月21日）

汽车行业2008年1月投资月报——行业处于底部区域、政策暖风频吹（2009年1月19日）

东风汽车（600006）调研简报——东风康明斯有望受益国家积极财政政策（2008年11月20日）

研究员简介：

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10年技术经济工作经验，5年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。现为平安证券研究所汽车行业分析师。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257