

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。

调研快报

江淮汽车 (600418)

中性 (维持)

传统产品经营稳定，轿车业务初见曙光

2009 年 04 月 09 日

现价 4.24 元

余兵 汽车行业高级研究员

Tel:021-62078960

Email:yubing@pasc.com.cn

王德安

Tel:021-62078709

Email:wangdean@pasc.com.cn

主要数据

行业	汽车制造业
公司代码	600418
公司网址	www.jac.com.cn
总股本(万股)	128873.6635
流通股(万股)	88086.8395
流通市值(百万)	385820.357
每股净资产(元)	3.12
净资产收益率(%)	1.42
总资产负债率(%)	53.76

相关研究报告

<<战略转型期遭遇行业低谷>>

—江淮汽车 2008 年报点评 (09 年 2 月)

独到见解

- 1、公司由商用车领域向商乘并举方向拓展，显示公司战略转型的远见与决心。转型期结束后轿车业务有望成为公司新的利润增长点。
- 2、公司发展战略清晰、管理能力强，历史上曾屡次成功转型，本次转型虽然耗时较长，但成功概率依然较大。

投资要点

- 1、公司战略目标清晰，经营管理能力较强，历史上多次成功实现业务转型。产品线逐年丰富，目前瑞风 MPV 为主要利润来源。
- 2、2008 年公司处于多重不利因素的交织期。公司进入的轿车领域为近年投资规模最大、转型力度最大的一次举动。由于轿车项目前期投入大，适逢行业低谷，公司第一款产品宾悦未获市场认可，导致轿车业务对整体业绩的拖累。2009 年公司轻卡业务将受益于“汽车下乡”政策，同时轻卡业务毛利率有望回升。
- 3、轿车业务志在长远：公司在商用车业务经营稳健之时坚定投资轿车业务，显示公司战略转型的远见与决心。第二款轿车产品同悦的外形、配置与制造质量明显改善，上市以来销量逐月攀升，3 月销量 4600 辆左右，给公司轿车业务信心注入强心剂。
- 4、09 年总体战略是以 MPV 为支柱，以轿车为战略，减少对非核心业务的投入。09 年计划销售整车 21.81 万辆，营业收入 137 亿元；资本支出 5—6 亿，三项费用支出 12.25 亿元。
- 5、今后公司将收缩战线，专注于传统业务与战略业务。轿车业务今年有望接近盈亏平衡点，后期将成长为企业新的利润增长点。预计 2009、2010 年 EPS 在 0.12 元、0.22 元，目前对应 09 年每股收益的动态 PE 为 35.8 倍，市净率为 1.38 倍。暂时维持“中性”投资评级，后期将视轿车销售情况调整业绩预测与投资评级。

风险提示

经济型轿车市场竞争激烈；公司转型期耗时过长，导致业绩拐点出现迟于市场预期。



请务必参阅文后免责条款

12 月 31 日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	10291.1	14273.8	14724.6	17,628.0	19166.0	21334.0
净利润(百万)	411.76	328.46	57.05	159.95	280.76	364.30
净利润增长率(%)	-17.28	-20.23	-82.63	180.38%	75.53%	29.76%
每股盈利(元)	0.45	0.25	0.04	0.12	0.22	0.28
市盈率(倍)	10.92	35.51	65.96	34.16	19.46	15.00
股息(元)	0.15	0.08	0.012	0.02	0.018	0.015
股息率(%)	2	0.88	0.3	0.50	0.5	0.5

目 录

1、产品逐年丰富、瑞风 MPV 为主要利润来源.....	3
2、传统产品经营稳定	4
2.1、轻卡业务受益于“汽车下乡”政策	4
2.2、瑞风 MPV 使命重大	5
2.3、其他产品利润贡献有限	6
3、轿车业务志在长远	6
3.1、轿车前期投入大，初始效果不佳	6
3.2、同悦产品有望带动轿车项目走向成功	7
3.3、轿车业务盈亏平衡点	8
4、09 年经营计划	8
4.1、公司总体战略	8
4.2、总体经营目标	8
5、09 年 Q1 经营情况	9
6、江淮与奇瑞重组的可能	9
6、盈利预测与投资评级	10
附：财务报表	12

近期我们调研了江淮汽车，就企业发展战略及经营近况与公司高管进行了交流，同时参观了公司轿车生产线。

1、产品逐年丰富、瑞风 MPV 为主要利润来源

江淮汽车前身为合肥江淮汽车制造厂，始建于 1964 年，公司于 2001 年在上海证券交易所上市。公司上市前只有轻型汽车底盘业务，上市八年以来先后增加多功能商务车（MPV）、轻卡、中卡、重卡、SUV 等产品。公司由零部件生产企业逐步向商用车、乘用车并举的综合性汽车制造商转型。

图表1 江淮汽车业务发展历程

年份	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2008 年
新增业务	瑞风 MPV	轻卡	发动机、变速器	重卡	瑞鹰 SRV	轿车
目的	进入整车制造领域，提高盈利能力	调整产品结构，减少关联交易	提高关键零部件生产能力，控制成本	扩大业务范围，提高盈利能力	进入 SUV 市场，为进军轿车市场做准备	向综合性汽车制造企业转型

资料来源：平安证券研究所

公司产销规模和综合实力不断增长，主要得益于企业超前的发展战略、准确的市场定位、优秀的管理能力、稳健的经营作风。

优秀的管理团队。以左延安为首的公司领导专注于汽车领域发展，对汽车行业发展规律有准确把握，工作作风稳健务实。

良好的管理水平。公司积极学习和实施丰田式精益生产管理模式，并聘请日本、韩国专家帮助企业提高管理水平。不断优化组织结构，适应业务发展变化需要。进行以“创建学习型组织”为主要内容的企业文化建设，不断提高员工综合素质。

不断增强的零部件制造能力。公司发动机、变速箱等核心零部件制造能力不断完善提高。

成本优势。公司地处安徽，相比沿海地区具有土地、劳动力等成本优势。

较强的营销能力。公司对市场需求把握较为准确，产品定位得当，营销策略和措施富有成效。特别是瑞风商务车在其技术和性能并不占优的情况下实现了出色的销售。

相比之下，公司技术研发能力和品牌形象有待提高。此外，公司业绩对瑞风产品依赖较大，业绩稳定性有待改善。

我们认为公司良好的素质有助于在汽车领域发展中后来居上。江淮汽车历史上多次成功实施业务拓展和转型。在其商用车业务表现尚好的情况下即认识到该领域发展空间有限，表现出一定的超前性和危机感；而在稳固现有业务的基础上进军轿车领域则显现出较强的进取心。我们预期轿车业务将成为公司发展的蓝海。

图表2 江淮汽车近年汽车销量

单位: 辆

产品	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	增长幅度
底盘	22606	22686	25311	27002	21442	-20.59%
商务车	24277	31485	33551	40049	36304	-9.35%
SUV				7605	10250	34.78%
轿车				460	11683	2439.78%
轻卡	80232	96228	108823	119998	108051	-9.96%
重卡		555	3065	10296	10786	4.76%
汽车合计	127115	150954	171562	205410	198516	-3.36%
发动机	10879	24429	29678	52408	64900	23.84%

资料来源: 江淮汽车

2、传统产品经营稳定

目前公司利润主要来自于多功能乘用车（MPV）瑞风，该产品赢利贡献约占公司利润比例的 70%左右；其次为轻卡，约占利润比例的 30%。2008 年公司 MPV 产品毛利率在 25%左右，轻卡毛利率在 7%左右。其他产品如中重型卡车、客车底盘、SUV 利润贡献较小。轿车业务目前尚处于起步阶段，对整体业绩有一定拖累。

公司表示，目前企业处于三重不利因素的重合期：国际金融危机+国内经济增长方式转变+公司由商用车向商乘并举的转型期。而公司高管认为 2009 年依然是公司发展历程上的严峻时期。3 月底股东大会选出的第四届董事会将担负公司在轿车业务继续转型的重大使命。

2.1、轻卡业务受益于“汽车下乡”政策

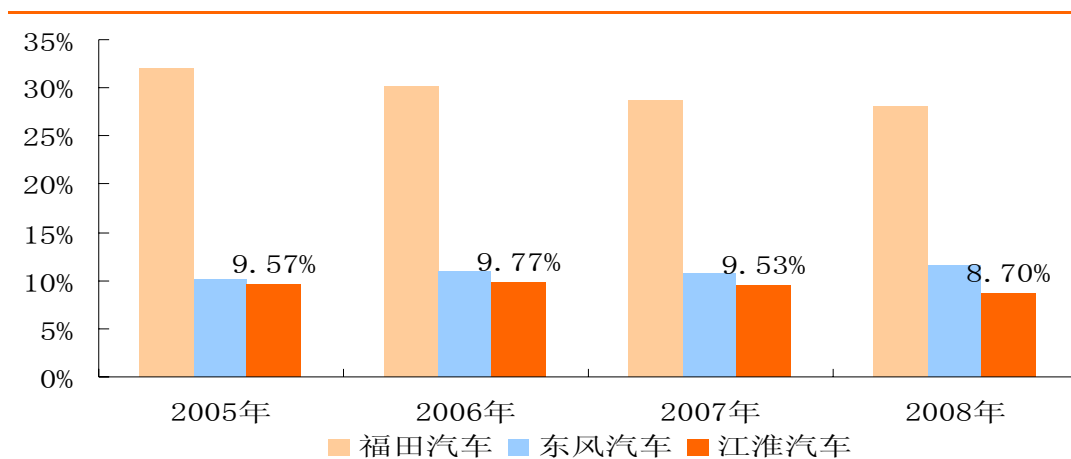
从近年主要轻卡企业产销情况看，福田汽车轻卡产销量一直在市场遥遥领先，江淮与东风处于第二梯队，但江淮轻卡近年市场份额略有下降。我们判断公司资源相对有限，近年来企业工作重点放在轿车项目，在一定程度上影响了轻卡业务的市场表现和竞争优势。

2009 年公司轻卡业务将受益于“汽车下乡”政策中农用车换购轻卡补贴政策，但受益程度小于微客产品。从 09 年 1-2 月销售数据看，轻卡行业销量同比增长 5.46%，而微客销量则同比增长 30%以上。

09 年轻卡行业将面临国三排放标准的转换，排放标准升级将使轻卡成本上升，但由于轻卡单车价格较低，且多用于城镇地区，各地区对轻卡排放标准实际实施较为灵活。

公司表示，若符合严格的国三排放，单车价格大约上升 7000—8000 元。部分采用“变通”方式的准国三标准的轻卡产品，则成本仅上升 2000—3000 元。08 年上半年，轻卡行业已出现由于排放升级带来的提前购买，预计随着 09 年 7 月 1 号的临近，09 年上半年也可能存在轻卡的提前购买。

图表3 主要轻卡企业历年市占率



资料来源：中国汽车工业协会

今年以来轻卡毛利率上升明显。09年2月单月，轻卡毛利率比08年同期上升近5个百分点，原材料价格下降对毛利率的提升作用明显。但公司表示，如果原材料价格持续维持低位，不排除自09年二季度开始，其他轻卡企业率先降价以抢占市场份额，那么江淮也将跟随降价，从而抵消原材料下降带来的部分利润空间。

总体而言，公司认为轻卡行业竞争格局较为稳定，公司轻卡业务发展较平稳。09年公司轻卡业务的目标是保持市占率稳定、同时降低制造成本。我们判断公司轻卡业务09年销量增长在16%左右，销量有望达到12.6万辆左右，毛利回升至8%以上。

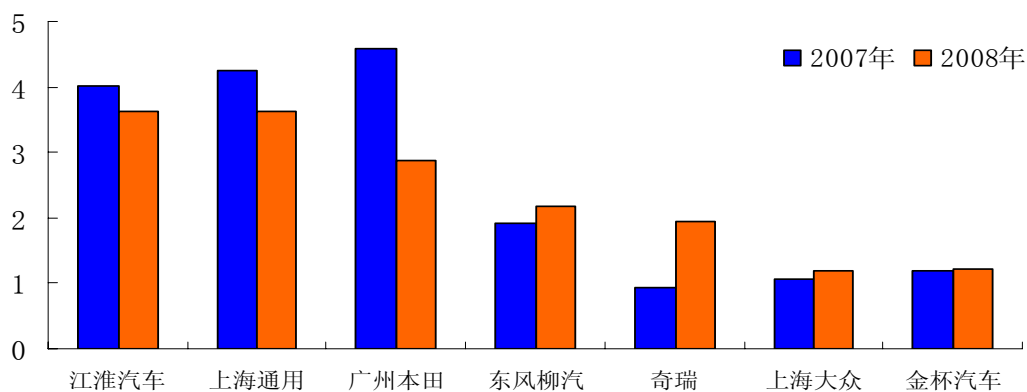
2.2、瑞风MPV使命重大

对收入和利润贡献较大的瑞风商务车销量下滑9.35%。MPV市场2008年整体表现不佳，一方面是宏观经济环境严峻，企业和政府采购下滑明显；另一方面市场主流产品趋于老化，对客户吸引力下降。

但2008年瑞风商务车表现优于MPV行业平均水平，行业排名第一，市场占有率（18.39%）有所提高。

图表3 主要MPV厂商销量

单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

瑞风商务车在公司总体发展经营布局中居于重要地位，该产品既是企业目前的主要利润来源，也是公司轿车尚未盈利前的支柱产品，并为企业发展提供强有力的资金支持。

2.3、其他产品利润贡献有限

瑞鹰 SUV2008 年销量增长快于行业平均水平。该产品主要作为公司向轿车领域的过渡产品，与轿车共线生产，可以分摊轿车投资费用；同时可以借用公司乘用车销售网络。但公司并未对该产品寄予较多希望，后期产销规模提升的可能较小。

公司 2005 年进入重卡市场，重卡产品格尔发 2008 年增速一般，显示公司在该领域技术能力和品牌影响力有限。

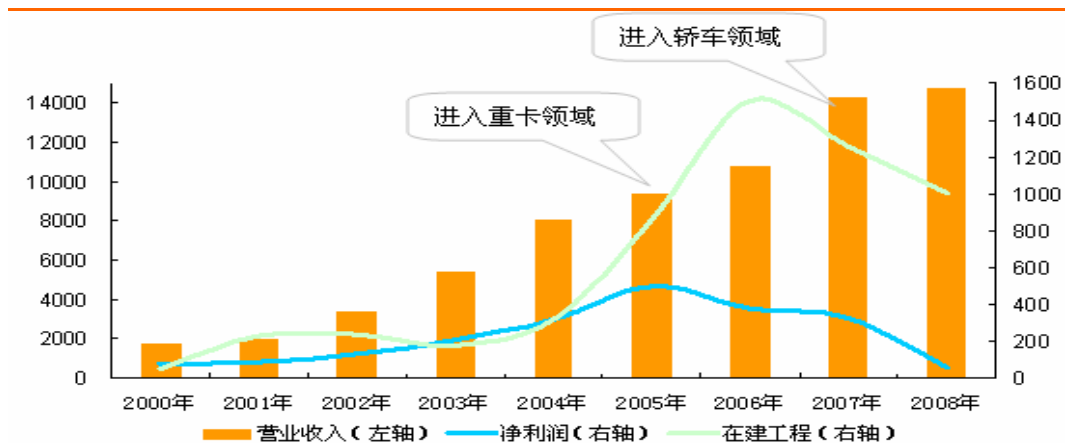
公司表示对部分占用资源较多、回报水平较低的业务，可能通过部分剥离或引进新的投资者等方式逐步推出，以降低对公司整体业绩的影响。

3、轿车业务志在长远

公司在商用车业务经营尚为稳健之时坚定投资轿车业务，显示公司战略转型的远见与决心。公司认为国家建设到稳定阶段后，商用车需求将减少。此外，随着产品质量提升、使用年限延长、更新需求削减，商用车成长期将结束。如日本五十铃和日野两家商用车公司曾有良好的发展，但在这种变迁过程中最终被大型汽车集团通用和丰田收购。

图表4 江淮汽车收入、利润、在建工程金额

单位：百万元



资料来源：江淮汽车

3.1、轿车前期投入大，初始效果不佳

截止目前，在轿车项目上的固定资产投资超过 30 亿元，研发费用投入约 20 亿元。相对江淮汽车目前收入和利润水平而言，投资规模较大，但与其他企业轿车投资规模相比，公司投资相对较为节省。

公司表示，短期看发展轿车业务对企业压力较大。一方面是轿车整车生产线及其核心零

部件发动机、变速箱等投资规模较大。另一方面公司前期在商用车领域发展较为顺利，对轿车市场困难估计不足，并且在轿车领域公司面对的竞争环境与以前只做商用车业务有很大差别，以前是与福田、东风等国内企业竞争，但转型进入轿车领域后，面对的是与丰田、大众、通用等国际汽车巨头的直接竞争。

公司初始规划是从 C 级产品开始进入轿车市场，但一年多的经营情况显示这种策略效果并不理想。

公司推出的首款轿车宾悦销量不佳，2008 年宾悦销售 8291 辆，产销量低于企业预期，其中原因有多方面，从内部看：公司产品外形中庸，市场吸引力偏低；采用自制发动机（2.0 和 2.4 升），性能一般；缺少自动挡产品；产品制造质量有待提高。

从外部环境看：该产品定位于企事业单位和中小企业主，2008 年以来宏观经济形势急转直下，政府和企事业单位购车计划缩减；市场对自主品牌轿车认可度有限。

公司轿车产品上市晚于计划，错过了 07 年前后轿车市场发展高峰期，这一方面与公司谨慎保守的经营作风有关，另一方面也是公司技术开发和制造能力有限的无奈表现。

3.2、同悦产品有望带动轿车项目走向成功

随着 A 级轿车同悦在 2008 年底的上市，公司轿车业务有望逐步改观。

08 年底公司推出的第二款轿车同悦为 1.3L、1.5L 排量，有两厢、三厢可供选择，发动机与变速箱均采购自东安三菱，核心零部件为市场成熟产品，市场认可度较高。同悦自 08 年 11 月上市以来，销量逐步攀升，09 年 3 月销量 4600 辆左右，给公司轿车业务信心注入强心剂。

由于同悦轿车核心零部件均为外购，单车成本较高，预计目前单车成本在 4—5 万元左右。此外，09 年 5 月同悦自动挡将上市，为客户提供更多选择。随着同悦产销规模的提高和自主轿车发动机 09 年底的量产，公司轿车成本有望大幅下降。

图表5 江淮轿车产品参数

品牌	宾悦			同悦		
箱形	三厢			两厢	三厢	两厢 三厢
发动机	HFC4GA3. B	4G63(三菱)	HFC4GA1. B	4G13(三菱)		4G15(三菱)
排量（毫升）	1997	1997	2350	1299		1488
功率（千瓦）	95	100	100	69		76
油耗（升）	7.5	7.5	9	4.9		5.2
排放标准	欧 III	欧IV	欧 III		国三/四	
变速箱	5 档手动	自动	5 档手动		手动	
外形尺寸（毫米）	4865*1805*1450			3965*1650*1465	4155*1650*1465	同前
MSRP（万元）	9.98-13.67	12.78-14.97	12.27-14.67	4.98-5.58		5.98-6.28

资料来源：江淮汽车

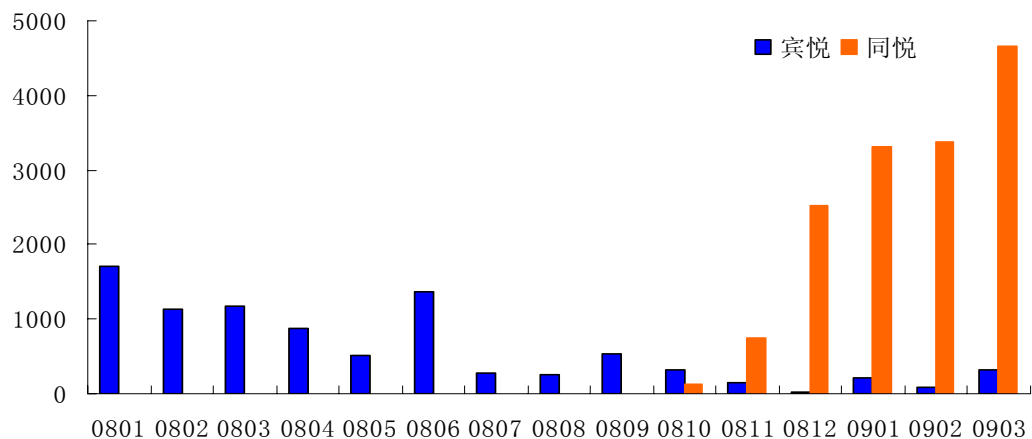
从销售网络看，公司目前已建成 100 余家一级经销网点（4S 店），比宾悦上市初期的 50 调研快报

家 4S 店的网络规模大为改观，从而有利于促进同悦轿车的销售。

此外，国家从 2009 年 1 月 20 日至 12 月 31 日，对 1.6 升及以下排量乘用车减按 5%征收车辆购置税的政策也有利于同悦轿车的销售。

图表6 江淮轿车月度销量

单位：辆



资料来源：江淮汽车

在上述有利因素的支持下，同悦轿车 2008 年 12 月正式上市以来月度销量分别为 2522、3307、3378、4650 辆，呈现逐月攀升态势。我们预计今年公司轿车产销规模将提高到 5000 辆/月左右，全年销量达到 6 万辆左右，从而接近轿车项目的盈亏平衡点。

3.3、轿车业务盈亏平衡点

公司表示：若宾悦与 SUV 能年销售 2 万辆，同悦能年销售 5 万辆，则能保持盈亏平衡。若轿车业务能达到年销售 10 万辆以上，则能成为公司新的利润增长点。

我们认为，同悦产品取得初步成功，目前销量情况理想，有助于公司后续车型推出。随着公司自主发动机、变速箱项目的建设，以及后续轿车平台的丰富，公司在轿车领域成功概率提高。公司目前对轿车业务态度谨慎，表示将为至少还将持续 3 年的转型期做好充分准备。

4、09 年经营计划

4.1、公司总体战略

以 MPV 为支柱，以轿车为战略，减少对非核心业务如重卡产品的投入。公司预计在中重卡方面寻找合作伙伴，并减少在中重卡领域的投入，集中资源做好传统业务（MPV+轻卡）及战略业务（轿车）。

4.2、总体经营目标

销量：21.81 万辆。其中 MPV3.5 万—4 万（08 年销售 3.63 万辆）；卡车 12 万辆（08 年销售 11.88 万辆）；宾悦 1 万辆，同悦销售 4 万辆（08 年轿车销售 1.17 万辆）；客车底盘 2 万辆（08 年 2.14 万辆）

收入与成本：营业收入 137 亿元(同比下降 7%)；资本支出 5—6 亿，三项费用支出 12.25 亿元（08 年为 13.39 亿元）。

总体而言，公司目前资金压力依然较大，但轿车投资高峰期已过，后期财务状况将有所改善。

图表7 江淮轿车近年主要财务指标

单位：次

指标	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
存货周转率	16.32	13.77	11.74	11.72	14.22	15.72
应收账款周转率	64.97	76.45	64.48	45.39	46.48	41.00
流动比率	0.95	1.52	1.01	0.80	0.75	0.59
速动比率	0.66	1.05	0.63	0.50	0.48	0.39
资产负债率	47.52%	59.25%	41.81%	49.78%	45.69%	53.76%

资料来源：江淮汽车

5、09 年 Q1 经营情况

公司一季度月度销量逐月上升，3 月销售情况较好，其中瑞风销售 4560 辆，瑞鹰 882 辆，轿车 4980 辆左右（同悦约 4650 辆）。

图表8 江淮汽车一季度产品销量

单位：辆

产品类别	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	一季度增幅
商务车	10466	9754	7810	8274	10147	-3.05%
SUV	3776	2755	1989	1730	1933	-48.81%
轿车	4015	2745	1064	3859	11948	197.58%
乘用车小计	18257	15254	10863	13863	24028	31.61%
中\轻卡	33809	39239	21228	13775	33250	-1.65%
重卡	3634	3830	2184	1138	1871	-48.51%
底盘	5700	8140	3606	3996	2914	-48.88%
汽车合计	61400	66463	37881	32772	62063	1.08%
发动机	22044	16912	15740	10204	15280	-30.68%

资料来源：江淮汽车

6、江淮与奇瑞重组的可能较小

近期市场有较多关于江淮及奇瑞重组的猜想，但公司表示汽车行业的重组主要市场化的行为。目前奇瑞与江淮一样面临较大资金压力，而且其正考虑在 A 股市场 IPO，双方将更多精力放在公司内部经营上。而作为安徽省政府，在推动美菱和荣事达重组失败的前

车之鉴下，也将保持企业各自发展放在首位，不会贸然推动江淮与奇瑞的重组。

6、盈利预测与投资评级

公司经营管理能力较强，战略目标清晰。历史上多次成功实现业务转型，近年公司进入的轿车领域为投资规模高、转型力度最大的一次，对公司在技术、品牌、营销上要求更高，对公司经营能力是一次严峻考验。同时，公司还在重卡等其他业务上有所投资。近年的多头作战使企业有精力不济之感，今后公司将收缩战线，专注于传统业务与战略业务，随着轿车业务前期投入逐步完毕和销量的逐步提升，有望实现多个利润贡献点。

预计 2009、2010 年 EPS 在 0.12 元、0.22 元，目前对应 09 年每股收益的动态 PE 为 35.8 倍，市净率为 1.38 倍。暂时维持“中性”评级，后期将视轿车销售情况调整业绩预测与投资评级。

风险提示：

经济型轿车市场竞争激烈；公司转型期耗时过长，导致业绩拐点出现迟于市场预期。

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。

图表9 江淮汽车销量预测

单位: 辆

销量	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
底盘	27002	21442	22000	23000	23500
商务车	40049	36304	38000	40000	42000
轻卡	119998	108051	126000	125000	128000
重卡	10296	10786	10000	11000	12000
SUV	7605	10250	11000	12000	14000
轿车	460	11683	56000	73000	99000
合计	205410	198516	263000	284000	318500

资料来源: 平安证券研究所

图表10 江淮汽车盈利预测

单位: 万元

合并利润表项目	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1083908	1427382	1472464	1762800	1916600	2133400
二、营业总成本	1038643	1388663	1471817	1744794	1883796	2090700
营业成本	916941	1219886	1295892	1537046	1665220	1849259
营业税金及附加	32710	42323	38126	44070	47915	53335
销售费用	43156	66162	64983	81089	86247	93870
管理费用	44647	58148	66353	77563	80497	89603
财务费用	1274	1196	2551	3526	1917	2133
资产减值损失	-85	949	3911	1500	2000	2500
三、其他经营收益	0	0	-162	-100	50	100
公允价值变动净收益						
投资净收益		0	-162	-100	50	100
汇兑净收益						
四、营业利润	45266	38719	486	17906	32854	42800
加: 营业外收入	1068	3287	2258	3000	4000	4000
减: 营业外支出	317	219	478	1500	3000	3000
五、利润总额	46017	41787	2267	19406	33854	43800
减: 所得税	7421	8767	-3742	2911	5078	6570
六、净利润	38597	33019	6009	16495	28776	37230
减: 少数股东损益	-75	174	303	500	700	800
归属于母公司所有者净利润	37970	32846	5705	15995	28076	36430
七、每股收益(元)	0.29	0.25	0.04	0.12	0.22	0.28

资料来源: 平安证券研究所

附：财务报表

损益表（百万元，元/股）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	14274	14725	17628	19166	21334
营业收入增长率	31.7%	3.2%	19.7%	8.7%	11.3%
营业成本	12199	12959	15370	16652	18493
营业税金及附加	423	381	441	479	533
主营业务利润	1652	1384	1817	2035	2308
主营业务利润率	11.6%	9.4%	10.3%	10.6%	10.8%
主营利润增长率	23.0%	-16.2%	31.2%	12.0%	13.4%
股权激励费用					
销售费用	662	650	811	862	939
管理费用	581	664	776	805	896
财务费用	12	26	35	19	21
资产减值损失	9	39	15	20	25
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-2	-1	1	1
对联营和合营企业的投资收益	0	-2	-1	-1	-1
汇兑净收益	-7	-9	-5	-7	-7
营业利润	387	5	179	329	428
营业利润率	2.7%	0.0%	1.0%	1.7%	2.0%
营业利润增长率	-14.3%	-98.7%	3583.7%	83.5%	30.3%
加：营业外收入	33	23	30	40	40
减：营业外支出	2	5	15	30	30
利润总额	418	23	194	339	438
减：所得税	88	-37	29	51	66
净利润	330	60	165	288	372
减：少数股东损益	2	3	5	7	8
归属于母公司所有者的净利润	328	57	160	281	364
净利润率	2.3%	0.4%	0.9%	1.5%	1.7%
净利润增长率	-14.9%	-82.6%	180.4%	75.5%	29.8%
EPS（当年股本）	0.25	0.04	0.12	0.22	0.28
EPS（最新股本摊薄）	0.25	0.04	0.12	0.22	0.28
现金流量表（百万元）					
经营活动现金净流量	771	567	945	1238	1552
投资活动现金净流量	-755	-1086	-847	-753	-692
融资活动现金净流量	280	502	79	9	-122
外汇变化引致现金变化					
当年现金净流量	296	-21	178	494	738
期初现金余额	429	725	704	881	1032
期末现金余额	725	704	881	1376	1770

资产负债表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产					
货币资金	725	704	881	1032	1526
应收票据	110	219	205	237	265
应收账款	417	630	819	891	997
预付款项	343	186	384	416	425
其他应收款	57	75	92	100	107
存货	858	791	1230	1332	1479
其他流动资产	-110	-219	-205	-237	-265
流动资产合计	2399	2386	3406	3771	4535
非流动资产：					
长期股权投资	7	23	11	14	16
固定资产	3319	4711	5584	5921	5948
无形资产	203	370	423	467	500
开发支出	308	265	191	255	237
递延所得税资产	38	61	50	50	54
非流动资产合计	5132	6435	6662	6857	6855
资产总计	7531	8821	10068	10628	11389
流动负债：					
应付账款	1703	1937	2306	2498	2774
预收款项	372	233	282	345	427
应付职工薪酬	124	109	215	220	258
应付税费	-16	-84	-35	-66	-88
其他应付款	280	278	403	471	547
其他流动负债	1	1	1	2	2
流动负债合计	3205	4067	5064	5601	6253
非流动负债：					
长期借款	150	550	700	800	850
递延所得税负债	74	56	45	58	53
其他非流动负债	12	69	30	37	45
非流动负债合计	236	675	775	895	948
负债合计	3441	4742	5839	6497	7202
股东权益：					
实收资本	1289	1289	1289	1289	1289
资本公积金	1325	1325	1325	1325	1325
未分配利润及其他	1022	963	1091	1302	1558
少数股东权益	38	74	79	86	94
归属于母公司所有者权益	4052	4005	4149	4389	4681
股东权益合计	4090	4079	4229	4475	4775
负债及股东权益总计	7531	8821	10068	10972	11977

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%）

此报告旨在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