

否极泰来

公司公布 08 年年报。报告期内，公司实现营业收入 133.75 亿元，同比下滑 2.5%，归属于上市公司股东的净利润 0.24 亿元，同比下滑 96.3%；每股收益 0.01 元。08 年利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.18 元（含税）

研究结论

- **多重因素造成 08 年 4 季度亏损额度加大。**08 年 4 季度，公司本部及并表子公司实现营业收入 27.4 亿元，同比下滑 13.2%，销售毛利率下降为 9.6%，环比下降 5.6 个百分点，同比下降 7.5 个百分点，公司本部及并表子公司合计亏损 2.3 亿元；来自长安福特马自达、长安福特马自达发动机公司、长安铃木及江铃控股四家公司的投资收益为-0.58 亿元。公司本部的巨额亏损是 08 年 4 季度公司整体业绩大幅度亏损的主要原因。
- **08 年或将成为公司及并表子公司盈利水平的最低点。**08 年 4 季度，公司及并表子公司合计亏损 2.3 亿元，是近 5 年来的季度盈利最低点，而 08 年全年合计亏损 5.2 亿元，是近 5 年来的年度盈利最低点。我们认为，09 年 1 季度，受小排量乘用车购置税减征、养路费取消等政策变化刺激，公司本部及并表子公司的微型客车、微型卡车产品旺销、产品售价同比上升，产品成本同比下降，预计 09 年 1 季度公司本部及并表子公司的盈利水平将显著改善，环比 08 年 4 季度和同比 08 年 1 季度，盈利水平将大幅度提升；就全年的情况看，公司已经全额计提南京长安 CM6、CM7 的模具报废损失约 1.2 亿元，08 年的盈利水平被大幅度夯实，随着公司微车产品的旺销，产品成本的下降，预计 09 年全年公司本部及并表子公司将实现盈利。
- **08 年投资收益水平大幅度下降。**08 年公司实现投资收益 5.6 亿元，同比下降 39.8%，其中，长安福特马自达贡献的投资收益下滑 38.3%；长安福特马自达发动机公司尽管依然亏损但是亏损额度已经明显收窄；江铃控股贡献的投资收益同比下降 89.5%；长安铃木贡献的投资收益同比下降 77.7%。其中，长安福特马自达贡献的投资收益的大幅度下滑是总的投资收益水平大幅度下滑的主要原因。我们预计 09 年，来自长安铃木的投资收益将实现增长；长安福特马自达发动机公司有望实现盈利，首次为公司贡献盈利；而来自长安福特马自达公司的投资收益能否实现增长则存在较大的不确定性。
- **投资评级：**不考虑公司的 B 股回购，预计公司 09 年、10 年实现每股收益 0.15 元、0.22 元，对应 09 年、10 年 P/E 为 53.13 倍、35.63 倍；假设公司 09 年回购 B 股数量达到公司总股本的 18.12%，则公司 09 年、10 年全面摊薄每股净收益为 0.18 元、0.27 元，对应 09 年、10 年 P/E 为 43.50 倍、29.18 倍，维持对公司增持的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师
8621-63325888 × 6097
qinxuwen@orientsec.com.cn

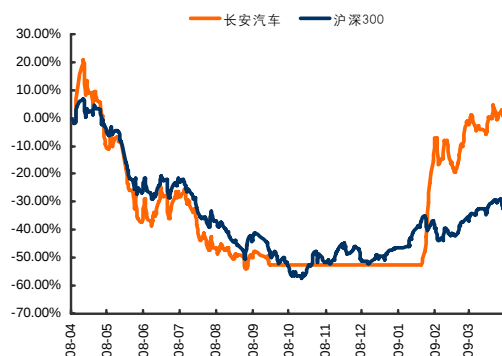
周凤武

机械行业资深分析师
8621-63325888 × 6010
zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 4 月 24 日) 7.74 元
目标价格 (6 个月) 9.00 元
总股本/A 股 (万股) 233402/172922
A 股市值 (百万元) 13384
国家/地区 中国
行业 汽车及零部件
报告日期 2009 年 4 月 25 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	24.36	110.66	0.54
相对表现 (%)	7.76	87.87	32.90

资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标 (百万)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	13,722	13,375	15,938	18,329
同比 (+/-%)	12.9%	-2.5%	19.2%	15.0%
归属于母公司净利润	667	24	340	507
同比 (+/-%)	28.4%	-96.3%	1294.6%	49.1%
每股收益 (元)	0.34	0.01	0.15	0.22
市盈率 (倍)	22.76	774.00	53.13	35.63

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本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影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表：公司利润报表预测

百万人民币	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	13,722.30	13,375.46	15,938.23	18,328.96
营业成本	11,619.46	11,368.66	13,308.42	15,213.04
营业税金及附加	334.86	322.56	384.37	442.02
销售费用	1,246.37	1,136.56	1,354.33	1,557.47
管理费用	673.49	852.74	1,016.13	1,168.55
财务费用	47.11	49.54	59.04	67.89
资产减值损失	46.28	150.84	78.65	110.76
公允价值变动净收益	0.00	-9.77	0.00	0.00
投资净收益	932.18	560.85	661.88	850.96
营业利润	686.91	45.62	399.18	620.18
营业外收入	19.07	48.51	72.32	89.49
营业外支出	52.05	60.10	52.89	76.35
利润总额	653.94	34.03	418.61	633.32
所得税	19.97	16.10	75.35	114.00
净利润	633.97	17.93	343.26	519.33
少数股东损益	-32.92	-6.45	3.25	12.37
归属于母公司所有者的净利润	666.89	24.38	340.01	506.96
每股收益（不考虑 B 股回购）	0.34	0.01	0.15	0.22

数据来源：东方证券研究所

分析师承诺

秦绪文：汽车行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

周凤武：机械行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在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惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn