

机械、汽车

报告原因：半年报点评

2009年8月24日

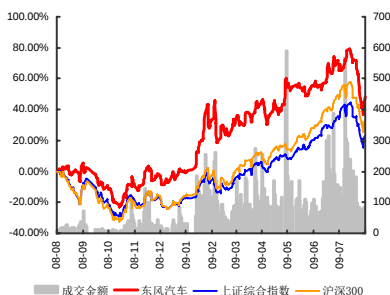
市场数据：2009年8月21日

收盘价（元）	4.58
一年内最高/最低（元）	5.6/2.4
市净率	1.69
市盈率	21
流通A股市值（百万元）	3650

基础数据：2009年8月21日

每股净资产（元）	2.6
资产负债率%	52
总股本/流通A股（百万）	798/2000
流通B股/H股（百万）	-/-

一年股价走势



执笔人

白宇

baiyu@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfz@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

东风汽车 (600006)

下半年业绩恢复将更加良好

增持

首次评级

公司研究/点评报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2007A	13393	26.55%	16.2%	582.3	5.8%	0.24	19
2008A	12431	-7.18%	12.7%	414.6	-28.8%	0.16	29
2009E	13918	11.96%	13.4%	571.1	37.8%	0.22	21
2010E	15193	9.16%	13.0%	668.6	17.1%	0.25	18

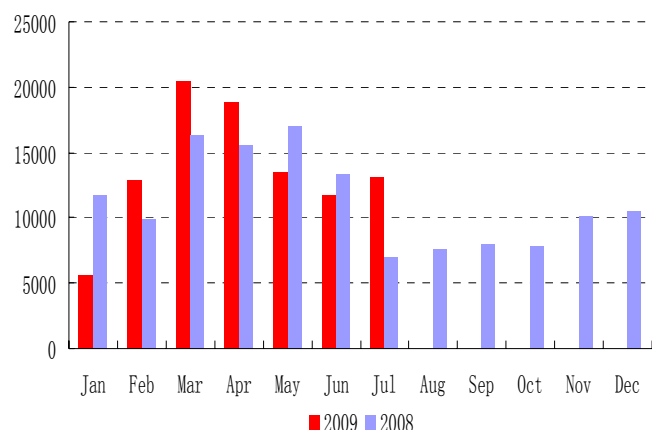
投资要点：

- ◆ 业绩增长低于预期，但盈利恢复势头明显。公司09年上半年收入65.9亿，同比下滑8%。净利润1.7亿元，同比大幅下滑53%，投资收益大幅度下滑76%是净利润下滑的主要原因。较一季度来看，公司的盈利能力恢复较好，二季度公司的单季综合毛利率达到了14%，较一季度提高了4个百分点，高价存货的消化以及目前的较低成本状态是公司盈利能力恢复的主要原因。
- ◆ 轻卡销量低于行业水平，出口下滑严重，但轻卡毛利的迅速恢复使公司轻型车业务的净利润贡献加大。公司在09年上半年共销售轻卡7.5万辆，同比下滑6.3%，低于行业增长水平，但仍然保持了行业第二的位置。值得可喜的是，公司上半年轻卡业务的毛利率恢复迅速，达到11%，较上年同期上升2个百分点，毛利的恢复使得公司轻型车业务对净利润的贡献加大，也使得公司东风康明斯、郑州日产、本部轻型车这三块主要业务更加趋向平衡。
- ◆ “汽车下乡”效果下半年才开始大规模显现，EGR 轻型发动机带来机会。“汽车下乡”虽然在年初已经推出，但对轻卡的影响并未在上半年来有过的体现，但随着报废补贴转变购买补贴等诸多细节的明确，“汽车下乡”政策对下半年轻卡的销量影响将会有更大的体现，我们也看好公司轻卡销量在下半年转降为升，事实上公司轻卡销量在7月份已经开始转正（图1）。同时，公司基于EGR的轻卡发动机领先行业内其厂商一个设计生产周期（三个月），这将为公司轻卡业务的发展带来一定的机会。
- ◆ 东风康明斯的发动机业务下滑超出预期，下半年预计会有所恢复。作为过去公司主要的净利润来源，东风康明斯上半年的经营业绩下滑巨大。上半年，东风康明斯上半年共销售4.97万台发动机（图2），同比下降

53%，这致使其净利润大幅度减少 4.38 亿元。上半年中重卡市场的萎靡是公司发动机业务下滑的根本原因，但公司发动机业务的下滑也超出了行业水平，这主要是由于：1) 为东风集团重卡发动机配套目前占据了公司 50% 的重卡发动机销量，而上半年东风集团的重卡销量落后于行业。2) 公司在低速高功率发动机市场上存在一定的不足使得公司配备工程机械的发动机没有增长。我们预计随着经济企稳，下半年中重卡行业将逐步恢复，公司的发动机业务将会有超过上半年的表现。

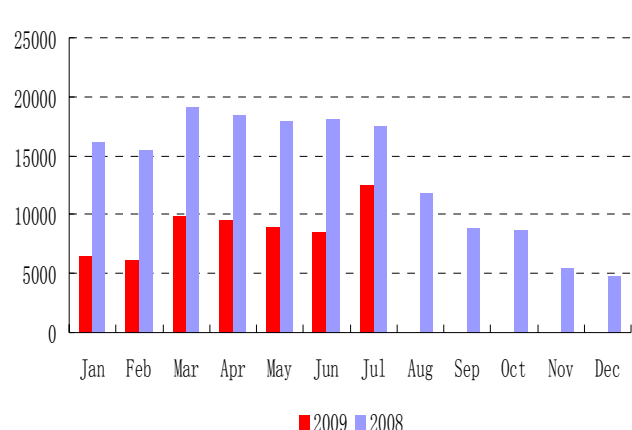
- ◆ **产品结构下滑导致郑州日产盈利能力下降。**上半年公司郑州日产的 SUV 与皮卡业务收入 25.6 亿元，同比增长 2%，但郑州日产产品的综合毛利率同比下降 4.7 个百分点，仅有 15%。产品结构下滑时盈利能力下降的主要原因，郑州日产目前东风品牌产品的销售占比远超日产品牌，而东风品牌产品的毛利率较日产品牌较低。公司已于合资方日产公司商讨推出新车型来拉动郑州日产产品结构及盈利水平。
- ◆ **盈利预测及投资建议。**我们看好公司下半年的发展，预计公司 09、10 年收入增长为 12%、9%，同期 EPS 为：0.22、0.25 元，对应 21 倍及 18 倍的动态市盈率。目前估值水平仍然较低，我们给予公司“增持”评级。
- ◆ **风险因素。**1) 轻卡业务受行业价格战影响增量不增利。2) 原材料上涨带来的盈利下降风险。

图表 1：东风汽车月度轻卡销量



资料来源：山西证券研究所

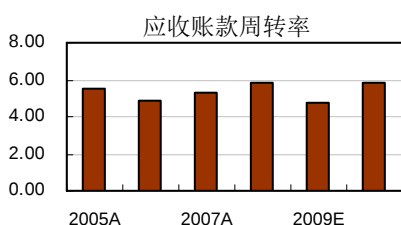
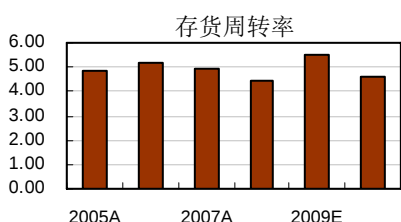
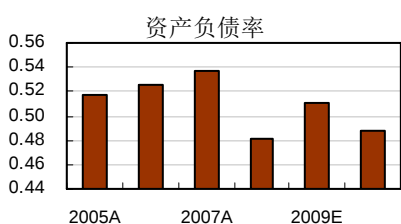
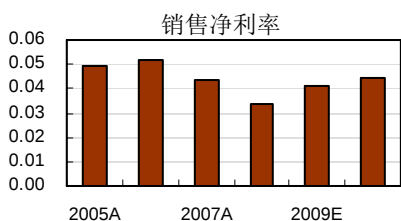
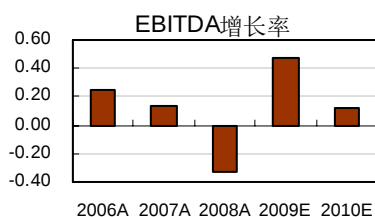
图表 2：东风汽车月度发动机销量



资料来源：山西证券研究所



图表：财务报表预测



利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	10583.14	13392.65	12431.50	13918.27	15193.47
减：营业成本	8894.33	11224.62	10848.71	12058.24	13214.07
营业税金及附加	132.10	203.61	213.79	239.36	261.29
营业费用	572.08	795.11	741.32	788.23	814.87
管理费用	429.47	565.78	510.95	572.06	578.89
财务费用	0.47	-30.07	39.58	-63.62	-74.98
资产减值损失	16.85	56.10	64.92	45.96	45.96
加：投资收益	40.78	127.44	393.88	334.80	368.28
营业利润	620.58	673.71	392.38	612.84	721.65
利润总额	619.34	677.85	429.82	612.84	721.65
减：所得税	69.23	95.59	15.21	41.71	53.01
净利润	550.11	582.26	414.61	571.14	668.64
减：少数股东损益	63.81	92.93	99.13	136.55	159.86
归属母公司净利润	486.31	489.33	315.48	434.59	508.78

资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
货币资金	3972.96	3800.76	2704.42	3522.99	3141.69
应收和预付款项	2418.98	2902.17	2459.94	3201.28	2980.05
存货	1710.64	2284.45	2427.27	2179.19	2868.81
其他流动资产	111.29	137.23	10.16	10.16	10.16
长期股权投资	56.15	74.40	956.49	1291.29	1659.57
固定资产、在建工程	2186.61	2331.35	1978.41	1711.21	1434.01
无形资产、开发支出	464.98	466.28	664.58	623.21	581.83
资产总计	11017.06	12018.45	11223.32	12558.02	12691.45
短期借款	793.83	651.87	242.50	0.00	0.00
应付和预收款项	4996.23	5737.37	5103.54	6366.07	6131.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	4.42	58.36	52.17	52.17	52.17
负债合计	5794.48	6447.60	5398.21	6418.24	6183.27
股本	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00
资本公积	638.48	638.39	638.39	638.39	638.39
留存收益	2348.20	2597.53	2594.98	2773.11	2981.64
归属母公司权益	4986.69	5235.93	5233.38	5411.50	5620.03
少数股东权益	235.89	334.93	591.73	728.29	888.15
股东权益合计	5222.58	5570.85	5825.11	6139.78	6508.18
负债、股东权益合计	11017.06	12018.45	11223.32	12558.02	12691.45

现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
经营性现金净流量	1106.84	381.13	-789.66	1353.92	-56.04
投资性现金净流量	4.15	-163.19	225.97	-100.00	-100.00
筹资性现金净流量	-559.12	-697.48	-466.91	-435.34	-225.27
现金流量净额	551.76	-480.87	-1052.52	818.57	-381.31



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。