

二季度盈利超市场预期

公司近日公布 09 年中报。报告期内，公司实现销售收入 43.96 亿元，同比增长 7.2%；归属于母公司的净利润 0.52 亿元，同比下降 49.2%。每股净收益 0.03 元。其中，2 季度的盈利水平超市场预期。

研究结论

- **本部业务大幅度减亏。**本部的主要业务包括整车业务和售后零部件业务。报告期内，本部约亏损 1.7 亿元，亏损额度锐减 46.9%。本部业务大幅度减亏的主要驱动因素：1) 营业收入同比增长 7.2%；其中整车产品销售收入同比增长 10.1%；2) 公司综合毛利率由去年同期的 5.5%，上升到报告期的 8.3%，其中整车业务的销售毛利率由去年同期的 3.6%，上升到报告期的 7.0%；售后零部件的销售毛利率由去年同期的 14.6%，上升到报告期的 19.5%。销售毛利率的大幅度提升主要是由于报告期内产品销售价格稳定，而原材料价格同比显著下降。3) 期间费用显著下降。报告期内期间费用同比下降 16.9%，期间费用占公司销售收入的比重由去年同期的 14.3%，下降到报告期的 11.1%。我们预计，09 年全年，本部的亏损幅度大约同比下降 50% 左右，并且该态势将在 2010 年得到持续。
- **来自一汽丰田的投资收益大幅度反弹。**报告期内，公司的投资收益为 2.55 亿元，其中，一季度公司的投资收益仅为 0.19 亿元，而 2 季度大幅度反弹到 2.36 亿元，主要是由于一汽丰田贡献的投资收益大幅度反弹作出的贡献。一汽丰田在 1 季度时对乘用车市场复苏准备不足，整车产品排产计划过于保守，导致销售终端无车可卖；同时市场热销的卡罗拉 1.6L 车型由于发动机产能原因，整车产品产量有限。我们预计，一汽丰田在 3 季度的盈利水平将超过 2 季度的盈利水平，而 4 季度的盈利水平则和 2 季度基本持平。
- **投资评级。**预计公司 09 年、10 年分别实现每股收益 0.22 元、0.43 元，对应 09 年、10 年 PE 分别为 35.20 倍、17.98 倍；09 年、10 年 PB 分别为 3.47 倍、2.97 倍。继续维持对公司买入的投资评级。
- **股价催化剂：**1) 一汽集团整体上市进程加快；2) 下半年国内乘用车产品销量持续超预期；3) 下半年上市的新产品市场表现超预期。
- **风险因素：**1) 钢材价格年内上涨幅度过大；2) 乘用车产品市场景气程度下降；3) 乘用车市场爆发价格战。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

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

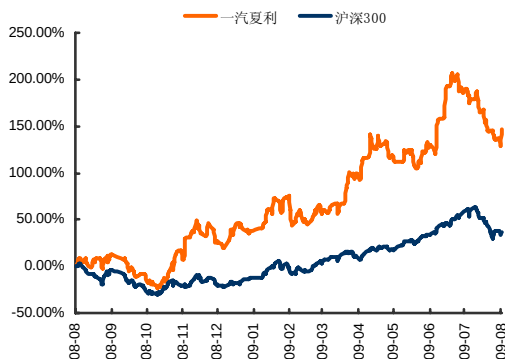
周凤武

机械行业资深分析师
8621-63325888 x 6100
zhoufw@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2009年8月26日)	7.76 元
目标价格(6个月)	10.00 元
总股本/A股(万股)	159517/159517
A股市值(百万元)	12379
国家/地区	中国
行业	汽车
报告日期	2009年8月27日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	(18.75)	24.80	146.06
相对表现(%)	(9.30)	7.68	110.09

资料来源: WIND

财务预测

(百万元人民币)	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	7,280	8,644	12,953	16,774
税前利润	(59.13)	90.95	178.06	198.40
归属母公司净利润	100	352	688	767
EBITDA	285	693	1,172	1,269
每股收益(元)	0.06	0.22	0.43	0.48
净资产收益率	3.04%	9.87%	16.50%	15.94%
每股经营现金(元)	(0.33)	0.10	0.31	0.10
市盈率(X)	60.77	35.20	17.98	16.14
EV/EBITDA	21.42	21.60	13.43	12.68

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：财务报表预测

损益表 (百万元人民币)					现金流量表 (百万元人民币)				
会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	7,280	8,644	12,953	16,774	经营活动现金流	(527)	152	490	155
营业成本	6,770	7,893	11,884	15,463	税后利润	100	352	688	767
主营业务税金及附加	185	173	259	335	经常性非现金支出	408	370	431	444
销售费用	418	415	583	688	非经常性现金支出	(894)	(893)	(1,342)	(1,477)
管理费用	533	496	596	705	营运资金变动	(145)	310	689	394
财务费用	43	30	12	(16)	少数股东损益	3	12	24	27
资产减值损失	125	72	90	89	投资活动现金流	26	(103)	458	1,244
投资收益	825	876	1,345	1,463	资本开支	(542)	(979)	(887)	(219)
营业利润	30	440	874	974	投资与投资收益	568	876	1,345	1,463
非经常性损益	15	15	16	18	筹资活动现金流	(214)	670	(128)	(655)
税前利润	44	455	890	992	贷款增加	(114)	502	1	(492)
所得税	(59)	91	178	198	支付股利利息	(101)	(132)	(129)	(164)
净利润	104	364	712	794	其他融资	(114)	0	0	0
少数股东损益	3	12	24	27	现金净流量	(715)	718	821	744
归属母公司净利润	100	352	688	767	现金期初余额	972	721	1,440	2,261
EPS (元/股)	0.06	0.22	0.43	0.48	现金期末余额	257	1,440	2,261	3,005

资产负债表 (百万元人民币)					比率分析				
会计年度	2008A	2009A	2010A	2011A	会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
流动资产合计	2339	3238	4800	6240	增长能力				
货币资金	721	1440	2261	3005	营收增长率 (%)	-6.71%	18.74%	49.85%	29.50%
应收账款及票据	589	695	1052	1416	EBITDA 增长率 (%)	-39.99%	143.04%	69.17%	8.26%
存货	820	873	1138	1356	EBIT 增长率 (%)	-69.97%	650.91%	96.87%	8.02%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率 (%)	-58.52%	251.51%	95.77%	11.42%
非流动资产合计	5012	5726	6273	6143	盈利能力				
长期投资	2054	2105	2575	2692	毛利率 (%)	7.00%	8.68%	8.25%	7.82%
固定资产	1431	2489	2911	2888	净利率 (%)	1.42%	4.21%	5.50%	4.73%
在建工程	1039	654	340	144	EBITDA 利润率 (%)	3.92%	8.01%	9.05%	7.56%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROA (%)	1.41%	4.06%	6.43%	6.41%
无形资产	365	346	324	291	ROE (%)	3.04%	9.87%	16.50%	15.94%
开发支出	0	0	0	0	ROIC (%)	6.94%	11.77%	21.74%	26.95%
资产总计	7351	8965	11073	12382	偿债能力				
流动负债合计	4,011	4,531	5,997	7,122	资产负债率 (%)	54.88%	59.83%	61.77%	60.43%
循环借款	749	749	749	749	流动比率 (倍)	0.58	0.71	0.80	0.88
应付账款及票据	2,561	3,051	4,160	4,948	速动比率 (倍)	0.32	0.47	0.55	0.62
预收账款	175	216	324	419	营运能力				
其他应付款	508	395	594	773	总资产周转率	1.02	1.06	1.29	1.43
非流动负债合计	23	833	843	361	应收账款周转率	10.21	14.46	16.05	14.90
长期贷款	0	500	500	0	存货周转率	7.62	9.33	11.82	12.40
应付债券	0	300	300	301	应付账款周转率	2.77	2.81	3.30	3.40
负债合计	4,034	5,364	6,840	7,483	价值评估				
股本	1,595	1,595	1,595	1,595	P/B (倍)	1.85	3.47	2.97	2.57
资本公积	1,340	1,340	1,340	1,340	P/E (倍)	60.77	35.20	17.98	16.14
未分配利润	61	298	838	1,401	EV/收入 (倍)	0.84	1.73	1.21	0.96
股东权益合计	3,317	3,601	4,233	4,899	EV/EBITDA (倍)	21.42	21.60	13.43	12.68
负债和股东权益	7,351	8,965	11,073	12,382	EV/EBIT (倍)	102.65	33.50	17.90	16.94

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*6252

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn