



东风汽车（600006）：8月销量数据点评

——销量如期回升 具备黑马品质

汽车及零部件-汽车整车

评级：买入

分析师

王清涛

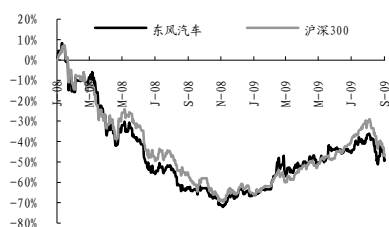
电话：0755-83704748

邮件：wangqt@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

相对沪深300表现



市场数据

2009.09.10

当前价格（元）	4.73
52周价格区间（元）	2.4-5.64
总市值（百万）	9460
流通市值（百万）	3775
总股本（万股）	200000
流通股（万股）	79800
日均成交额（百万）	90.88
近一月换手（%）	72.50

财务数据

2009E

毛利率	13.84%
净利率	3.60%
净资产收益率	8.89%
总资产收益率	4.00%
资产负债率	49.71%
现金分红收益率	1.9%
市盈率	18.53
市净率	1.65

事件

2009年8月17日，东风汽车股份有限公司公布2009年8月销量数据。8月实现汽车销售18193辆，1-8月累计销售128827辆，累计同比增长2.17%。其中，轻型车8月销售12928辆，1-8月累计销售91895辆，累计同比增长-2.11%；SUV、MPV和皮卡8月销售5265辆，1-8月累计销售36932辆，同比增长14.65%。8月实现发动机销售11223辆，1-8月累计销售73414辆，累计同比增长-45.53%。

点评

汽车销售如期改善

公司8月份实现汽车销售18193辆，环比7月份增长15.6%，超过商用车行业10.3%的增速。由于7月和8月销售的良好表现，汽车销量如期转正，累计实现2.17%的正增长。

公司的汽车业务包括纯轻卡、皮卡、客车及客车底盘、工程车、SUV及MPV等。分别位于东风襄樊专用汽车有限公司、襄樊旅行车有限公司、郑州日产、常州东风汽车有限公司和东风工程机械有限公司等5家子公司。

表1 子公司情况

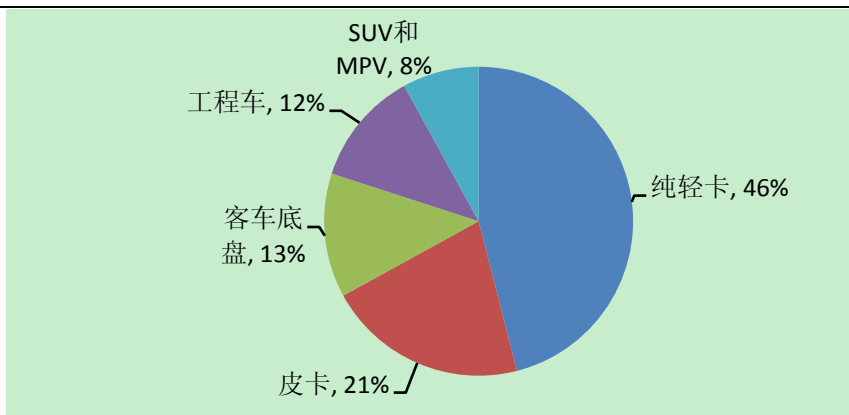
单位：万元

子公司名称	注册资本	注册地	本公司投资额	持股比例	2009H净利润	经营范围
东风襄樊专用汽车有限公司	1419.48	襄樊	505.45	100%		专用汽车、特种厢式车
东风襄樊旅行车有限公司	1100	襄樊	976.54	90%	3,045.45	客车、客车底盘
郑州日产汽车有限公司	56200	郑州	49504.73	51%	8,501.29	皮卡、SUV
常州东风汽车有限公司	12000	常州	1000	83.33%	(345.75)	轻型商用车
东风（湖北）工程机械有限公司	2000	武汉	2000	100%		工程机械、农业机械

资料来源：公司年报，国海证券研究

2009 年 1-6 月，公司共实现汽车销售 9.49 万辆，同比下降 9.5%。其中，纯轻卡销量占 46%，皮卡占 21%、客车和客车底盘占 13%，是公司汽车业务的主要利润来源。

图 1 公司汽车业务分布



资料来源：东风汽车，国海证券研究所

2009 年上半年，受汽车下乡政策的刺激，行业轻卡实现 6% 的正增长，而公司轻卡却实现了 6% 的负增长，逊于行业表现。公司在中期业绩发布会上解释说，导致公司轻卡业绩下降的原因主要有二点：一是上半年轻卡销售中增长最好的是 480/485/490 三种低端轻卡，而公司缺乏对应的产品；二是公司预期上半年轻卡换购补贴的预期效果不佳，从而放慢了轻卡营销网络布局，而将工作重心放在“要政策”上。

公司领导也表示，公司在下半年将强化对农村市场的研究，加快三种农村热销产品的上市工作；同时“要政策”取得了实质成效，下半年的工作重心将放在营销渠道布局上。7 月，公司 10 多位中层管理干部赴全国各地，已建立起 100 多个营销网点。从轻型车的销量也可以看到，8 月公司轻型车销售 12928 台，环比 7 月增长 15%，表明产品结构调整和渠道布局取得了实质性的成效。从前 8 个月的趋势来看，公司轻卡产品结构调整和布局的加快带动今年轻卡实现 10% 的增长是完全有可能的。

对于皮卡业务，销量增长非常强劲。8 月，实现皮卡（包括 SUV）销售 5265 台，环比 7 月增长 18.34%。通过与郑州日产生产管理人员的沟通我们了解到，8 月环比大幅度增长的原因是郑州日产 7 月份放了一星期高温价，并在这期间完成了对设备的检修，从而导致 7 月汽车生产和销售量的低基数。郑州日产从 9 月开始，将 2 班调成 3 班，充分利用现有产能，应对即将到来的销售高峰。计划剩下的四个月，郑州日产每月产量达到 6000 台以上，可完成年产 6 万辆的计划，较 2008 年增长 18%。公司皮卡种类多样，为石油、石化、交通、通讯、医疗卫生、警察、部队等各类机关团体提供个性化的需求，团体客户需求占整个的 50% 以上。年底是这些机关团体采购的高峰期，这是下半年销售增长的主要保障。按照公司历史销售数据来看，前 7 个月和后 5 个月的销售量相差无几，今年前 7 月皮卡销量为 3.17 万辆，这也说明 6 万辆的计划是可以实现的。

不过，从半年度的报表来看，由于低端的东风品牌皮卡占比迅速上升导致郑州日产的毛利率同比下滑了 5 个百分点，不过下半年靠机关团体集中采购拉动的销量中，日产皮卡的比重更大一些，我们认为公司下半年的毛利率会有所回升，销量增长和毛利率回升使得皮卡业务的贡献占比会较上半年增加。

公司的汽车业务上半年已实现利润 1.18 个亿。随着轻卡和皮卡销量进一步的提升，同时，皮卡毛利率的稳定，汽车业务在公司利润中的贡献度提高，这将改变公司多年来汽车业务亏损的不利局面。

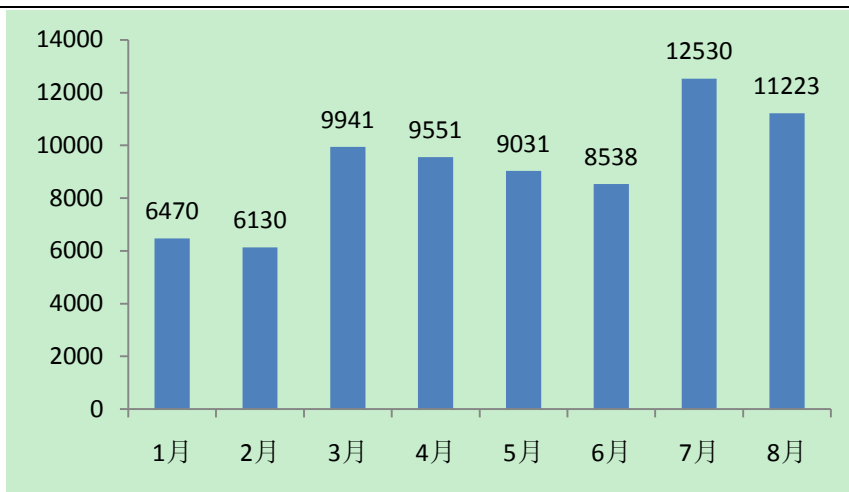
受益商用车复苏 发动机月销量连续两月过万台

东风康明斯公司是公司盈利的主要贡献。我们也最关心东风康明斯发动机销量情况。2009 年上半年，公司实现发动机销售没有一个月销售超过 1 万台，合计销售 4.97 万台，同比下降 52.9%，实现净利润 1.56 亿，同比更是下降 74%。

由于公司的发动机主要给集团内外的大、中客，中、重卡和工程机械配套，上半年商用车和工程机械产品的糟糕表现拖累了公司的业绩。同时，上半年东风康明斯经营层调整，同时涉及合资双方合同章程变更，公司内部的销售商存在观望情绪。不过，东风康明斯的经营层调整已经完成，并在 7 月召开了经销商大会，管理上的不确定因素基本消除。

8 月份，公司发动机实现销售 11223 台，在 7、8 月两个淡季却收获了连续超万台销售的良好表现。我们认为，发动机业务持续改善，既有行业面复苏的原因，又有公司经营层面改善及渠道重归稳定的原因。由于下半年是商用车销售的旺季，行业复苏和销售商的稳定将促使发动机销量在剩下的几个月持续维持在 1 万台以上的高位。我们预计下半年发动机销量将达到 7 万台，全年实现销量 12 万台，全年发动机销量同比下滑控制在 25% 以内。因此，我们非常看好这块投资收益大幅度提升对公司业绩的改善。

图 2 2009 年 1-8 月公司发动机销量



资料来源：东风汽车，国海证券研究所

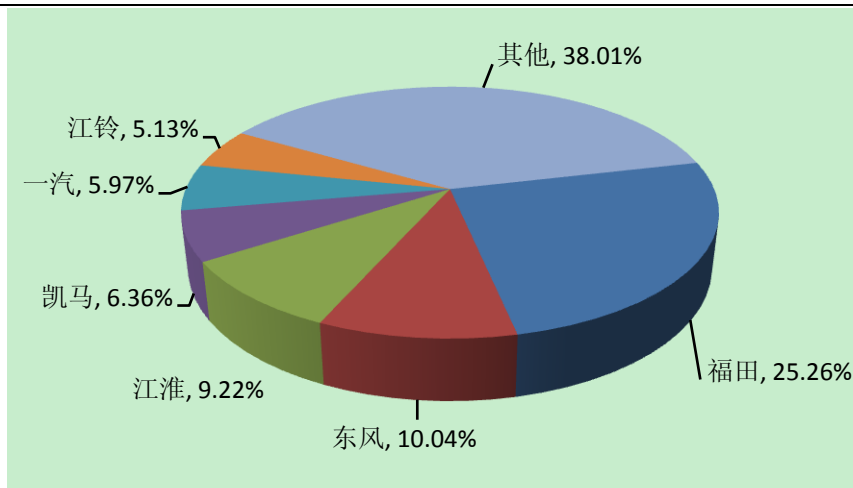
轻型发动机项目增强公司长期竞争力

考虑到未来轻卡的升级换代，公司与东风有限于 08 年 12 月共同出资在十堰设立了东风轻型发动机有限公司，注册资本 7.2 亿，总投资 15.24 亿，公司控股 51%。目前，该公司建设已进入收尾阶段，达产后，年生产能力可达 10 万台，主要以生产日产品牌 ZD30 型号 3 升级轻型柴油发动机和东风自主品牌的轻型发动机。日产 ZD30 轻型柴油发动机是目前世界最先进的发动机之一，排放标准达国 IV 标准，并可以实现技术升级。该发动机运用广泛，公司的轻卡、轻客和 MPV 均可搭载该款发动机。这将改变公司轻卡没有发动机配套的状况，并形成轻型车低、中、高档结构完善的轻型车布局，这对于形成提升公司轻卡业务的核心竞争力和提高轻卡业务的毛利率大有帮助。

行业地位与二级市场表现不匹配 具备黑马品质

公司是东风汽车的轻型商用车生产基地，其轻卡业务仅次于福田，位列国内第二。；客车底盘业务位列国内首位。公司可以称的上是国内商用车的龙头企业。

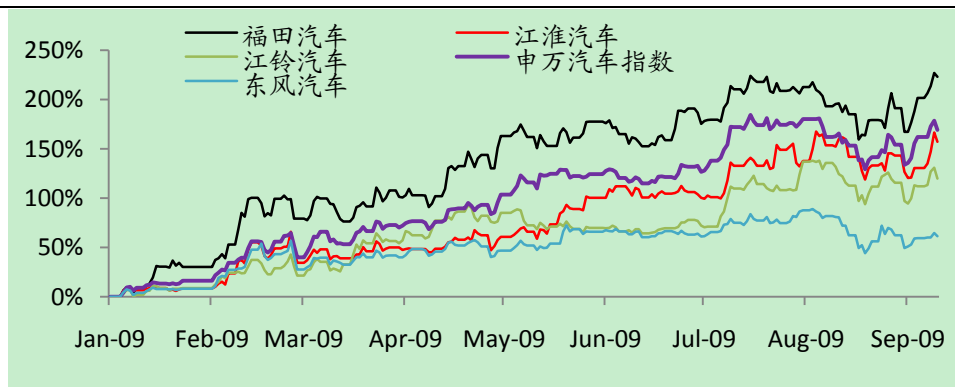
图 3 2009 年上半年国内轻卡结构



资料来源：东风汽车，国海证券研究所

不过公司在二级市场上的表现却与公司的地位极度不相称。从年今年初到 9 月 10 日，公司的股价仅累计上涨 61%，而具有类似业务的福田汽车、江淮汽车和江铃汽车涨幅却高达 223%、157%和 120%，申万整车指数也上涨了 169%，公司表现也落后于行业及同类上市公司的涨幅。

图 4 2009 年东风汽车二级市场表现



资料来源：WIND，国海证券研究所

我们认为，公司在二级市场上的表现一方面是公司上半年基本面的反应，另一方面说明市场对公司的关注程度不高。我们认为，公司下半年的汽车销量和发动机销量存在很大的改善空间；长期来看，轻卡结构的完善和郑州日产二期工程的投产也将大大提升公司的核心竞争力。公司具备汽车股“黑马”的品质。

给予“买入”评级

营销网点布局和产品结构改善带来轻卡销量增加和毛利率的提升，我们预计 09-11 年公司的 EPS 分别为 0.26、0.35 和 0.45 元，9 月 10 日对应的 PE 分别为 18.5、13.5 和 10.5 倍。从公司的 PB 来看，09 年仅 1.65 倍，在汽车上市公司中也属于最低的，我们将公司的投资评级由“增持”调整为“买入”。

附录：盈利预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	9,099.39	7,353.26	9,006.35	11,078.59	13,646.11	一、营业收入	13,392.65	12,431.50	14,171.91	17,148.01	20,663.35
货币资金	3,769.10	2,451.27	3,757.20	4,788.60	6,125.09	减：营业成本	11,224.62	10,848.71	12,210.51	14,651.26	17,547.31
交易性金融资产	37.23	10.16	10.16	10.16	10.16	营业税金及附加	203.61	213.79	196.14	249.67	311.60
应收款项	2,532.84	2,123.34	2,329.63	2,818.85	3,396.71	销售费用	795.11	741.32	850.31	1,028.88	1,239.80
预付款项	284.07	151.10	267.63	321.12	384.60	管理费用	565.78	510.95	562.04	674.45	809.34
存货	2,284.45	2,427.27	2,442.10	2,930.25	3,509.46	财务费用	-30.07	39.58	-42.11	-68.53	-89.46
其他流动资产	191.69	190.12	199.63	209.61	220.09	资产减值损失	56.10	64.92	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3,013.63	3,760.95	3,770.25	3,682.11	3,552.98	加：公允价值变动收益	-31.24	-13.72	-16.46	-20.17	-26.22
长期投资及金融资产	74.40	956.49	956.49	956.49	956.49	投资收益	127.44	393.88	286.95	334.77	382.60
投资性房地产	21.81	22.06	22.06	22.06	22.06	其中：联营企业收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,110.05	1,730.67	1,417.70	1,429.57	1,350.44	二、营业利润	673.71	392.38	665.49	926.88	1,201.12
在建工程	221.30	247.74	570.00	470.00	420.00	加：营业外收入	17.04	54.56	60.02	66.02	72.62
其他生产性资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减：营业外支出	12.89	17.12	18.83	20.72	22.79
无形及递延性资产	586.06	803.99	803.99	803.99	803.99	三、利润总额	677.85	429.82	706.67	972.18	1,250.95
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	减：所得税费用	95.59	15.21	106.00	145.83	187.64
资产总计	12,113.02	11,114.22	12,776.59	14,760.70	17,199.09	四、净利润	582.26	414.61	600.67	826.35	1,063.31
流动负债	6,468.10	5,214.31	6,276.01	7,433.77	8,808.85	归属母公司净利润	489.33	315.48	510.57	702.40	903.81
短期借款	651.87	242.50	230.50	220.50	210.50	少数股东损益与调整	92.93	99.13	90.10	123.95	159.50
应付账款	4,893.19	0.00	0.00	0.00	0.00	五、总股本(万股)	2,000.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00
预收帐款	378.78	377.37	465.93	563.77	679.34	EPS (元)	0.24	0.16	0.26	0.35	0.45
其他	544.26	4,594.44	5,579.59	6,649.50	7,919.01						
长期负债	74.07	74.79	74.79	74.79	74.79	主要财务比率					
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
其他	74.07	74.79	74.79	74.79	74.79	营业收入	26.55%	-7.18%	14.00%	21.00%	20.50%
负债合计	6,542.17	5,289.10	6,350.81	7,508.57	8,883.65	营业毛利	28.38%	-26.99%	23.92%	27.29%	24.80%
少数股东权益	334.93	591.73	681.83	805.79	965.28	EBIT	8.71%	-80.66%	29.70%	2.81%	22.50%
股本	2,000.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00	2,000.00	净利润	0.62%	-35.53%	61.84%	37.57%	28.68%
资本公积	1,165.15	1,237.59	1,237.59	1,237.59	1,237.59	获利能力					
留存收益	2,070.78	1,995.79	2,506.36	3,208.76	4,112.57	毛利率	16.19%	12.73%	13.84%	14.56%	15.08%
股东权益合计	5,570.85	5,825.11	6,425.78	7,252.14	8,315.45	EBIT/收入	4.51%	0.94%	2.49%	3.17%	3.66%
负债和股东权益	12,113.02	11,114.22	12,776.59	14,760.70	17,199.09	净利率	3.65%	2.54%	3.60%	4.10%	4.37%
						ROE	9.35%	6.03%	8.89%	10.90%	12.30%
现金流量表						ROIC	9.36%	6.83%	9.02%	11.06%	12.47%
单位:百万元						偿债能力					
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E	资产负债率	54.01%	47.59%	49.71%	50.87%	51.65%
经营活动现金流	378.65	-829.24	1,588.87	738.09	924.44	利息保障倍数	-19.36	10.48	-14.26	-12.06	-11.89
净利润	582.26	414.61	600.67	826.35	1,063.31	速动比率	1.02	0.91	1.01	1.07	1.13
折旧摊销	56.10	64.92	0.00	0.00	0.00	经营现金净额/当期债务	0.58	-3.42	6.89	3.35	4.39
财务费用	266.55	170.13	172.83	188.13	179.13	营运能力					
投资收益	19.43	19.03	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.11	1.12	1.11	1.16	1.20
营运资金变动	-14.92	11.81	-42.11	-68.53	-89.46	应收账款天数	68.08	61.49	59.18	59.18	59.18
其它	-127.44	-393.88	-286.95	-334.77	-382.60	存货天数	73.27	80.55	72.00	72.00	72.00
投资活动现金流	-163.19	225.97	-313.05	234.77	332.60	每股指标 (元)					
资本支出	-319.41	-473.59	-600.00	-100.00	-50.00	EBIT/股本	0.30	0.06	0.18	0.27	0.38
长期投资	-20.06	-473.59	-600.00	-100.00	-50.00	每股经营现金流	0.19	-0.41	0.79	0.37	0.46
其他	176.28	603.85	286.95	334.77	382.60	每股净资产	2.62	2.62	2.87	3.22	3.68
筹资活动现金流	-697.48	-466.91	30.11	58.53	79.46	估值比率					
债务融资	-141.95	-343.92	-12.00	-10.00	-10.00	P/E	19.33	29.99	18.53	13.47	10.47
权益融资	6.00	157.68	0.00	0.00	0.00	P/B	1.81	1.81	1.65	1.47	1.29
其它	-561.53	-280.67	42.11	68.53	89.46	P/S	0.71	0.76	0.67	0.55	0.46
汇率变动影响	-1.33	-21.92	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	10.39	42.64	18.41	10.24	5.77
现金净增加额	-483.35	-1,092.10	1,305.93	1,031.39	1,336.49						

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。