

市场有风险，投资需谨慎。

公司深度报告

东安动力 (600178)

强烈推荐 (维持)

自动变速箱增强东安三菱竞争优势

2010 年 01 月 26 日

现价 15.83 元

交通运输设备制造业

余兵 汽车行业高级研究员

021-62078960

王德安 汽车行业研究员

021-62078709

主要数据

行业	交通运输设备制造业
公司代码	600178
公司网址	
总股本(万股)	46208.00
流通股(万股)	46208.00
流通市值(百万)	7527.28
每股净资产(元)	4.37
净资产收益率(%)	5.38
总资产负债率(%)	46.02

相关研究报告

东安动力调研简报——产业振兴政策增添发展动力

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

独到见解

1、在新长安集团平台上，东安动力将面临更好的经营环境、更广的客户范围。公司本部业绩有望逐步稳定

2、东安三菱发动机产品在我国自主品牌轿车的发展大潮中将具备长期发展基础。自动变速箱产品将填补市场空白，对保持公司在核心动力总成领域上的领先优势具有战略意义。

投资要点

1、纳入长安集团后，东安动力将获得更广泛的整车资源支持，降低了其作为独立微车发动机企业的生存压力。我们判断2009年本部实现盈利，2010年有望给河北长安配套，后期客户范围拓宽。

2、鉴于汽车发动机的技术、工艺及配套规模等门槛，我们认为其它诸多自主品牌车型尚保持着对独立发动机车企的采购需求。技术成熟、性价比比较高的东安三菱发动机在我国自主品牌轿车发展大潮中具有较长期的生存、成长环境。东安三菱发动机产能还有进一步提升空间。

3、东安三菱自动变速箱战略意义重大。该产品将于2010年2月下线投产，基于对自动变速器市场需求及公司产品技术优势和客户资源的分析，我们非常看好该产品上市后的表现。该项目将成为东安三菱未来的又一重要利润支柱。

4、业绩增长与资产收购提升公司投资价值。预计公司2009、2010、2011年每股收益分别为0.80元、1.22元、1.61元。给予其2010年20倍市盈率，则公司合理价值为24元左右；如考虑上市公司再增持东安三菱股权的19%，则2010年每股收益有望增厚0.61元，股价有望超过35元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示

微车行业波动对公司本部业务的影响。

材料成本上升影响本部盈利水平。

12月31日	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	1852.54	1754.33	2228.7	2351.3	2676.3
净利润(百万)	150.70	160.20	370.7	564.0	745.0
净利润增长率(%)	309.38	6.30	131.40	52.14	32.09
每股盈利(元)	0.33	0.35	0.80	1.22	1.61
市盈率(倍)	47.97	45.23	19.79	12.97	9.82
股息(元)	0.00	0.00	0.00	0.13	0.10
分红率(%)	0.00	0.00	0.00	10	10

目 录

一、本部业务力求稳定.....	3
1.1 产品与业务简介.....	3
1.2 2009 年本部达到盈亏平衡.....	4
1.3 2010 年新客户开发与技术研发同步推进.....	4
1.4 融入“大长安”，期待战略、产品、市场上有突破.....	5
二、东安三菱：增长动力强劲.....	6
2.1、产品与业务简介.....	6
2.2、自主品牌轿车高成长是 DAE 发展的长期支撑.....	6
2.3、自主变速箱项目战略意义深远.....	9
2.4、东安三菱经营预测.....	11
三、盈利预测与投资评级.....	12

一、本部业务力求稳定

1.1 产品与业务简介

东安动力是我国微型汽车发动机及变速器大型生产基地之一，具备年产发动机及变速箱50万台的实际产能。公司生产的发动机排量主要在1.0-1.3升区间，且有系列变速器可与排量0.8L-1.3L的发动机进行匹配。

公司拥有：发动机缸体生产线4条、缸盖生产线3条、系列齿轮生产线10条及发动机及变速器总成装配生产线各2条。此外还有变速器壳体生产线、热处理生产线、试车生产线和锻铸造生产线、曲轴、凸轮轴、差速器壳体生产线。

作为独立的微车发动机供应商，公司主要客户包括哈飞汽车、昌河汽车、石家庄双环、奇瑞、一汽吉林、山东黑豹、海马汽车以及江淮汽车等。国内大型微车企业（如长安集团、上汽通用五菱）的发动机主要为自配。

图表 1 东安动力主要产品、型号、产能

单位：台

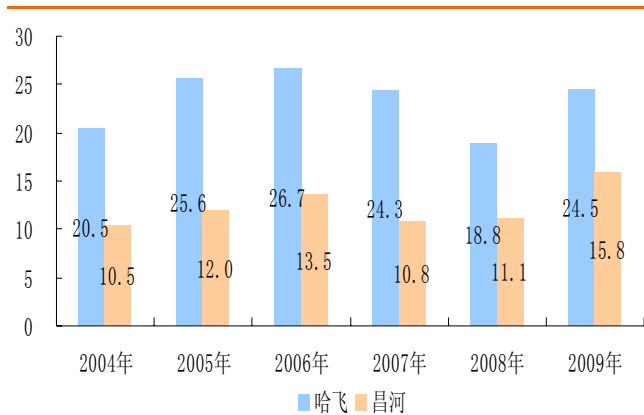
产品类别	型号	理论产能
发动机	DA465 (F 系列)/DA468 (K 系列) /DA741 (K 系列)	F 系列 30 万/K 系列 10 万
变速器	DABS09 系列/DABS10 系列/DABS14R 系列 /DABS10-4 系列/DABS13-3 系列/DABSA10F 系列	60 万
机加产品	后壳体/前壳体/上下壳体/中壳体	
铸造产品	铝合金汽缸体/铝合金汽缸盖/冷激凸轮轴/轴承盖	

资料来源：东安动力

公司产品最主要的客户是昌河与哈飞，其采购量占公司发动机产品销量的80%。近年来昌河与哈飞的微车市占率逐年下滑，从06年的21%下滑至09年的11%，影响了公司产品销量。09年公司产品均价有所下降，我们推测一方面是原材料成本下降，另外也与公司维护与核心客户关系有关。

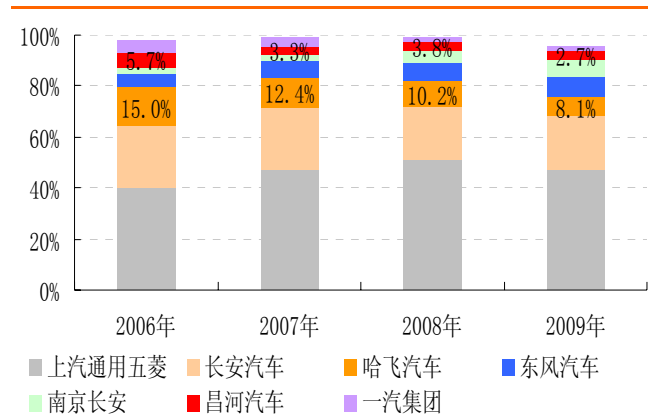
图表 2 哈飞、昌河汽车销量

单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会

图表 3 主要微车企业市占率



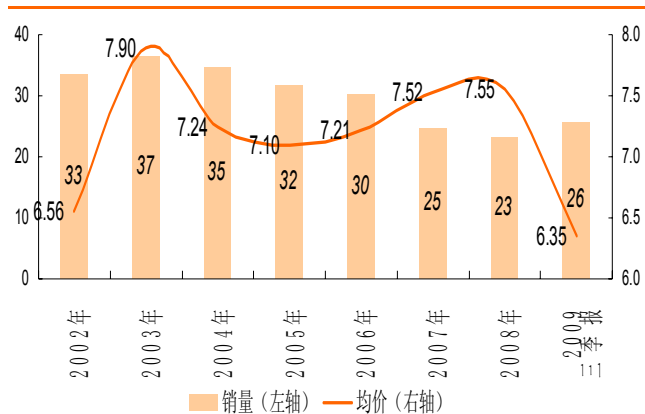
资料来源：中国汽车工业协会

1.2 2009年本部达到盈亏平衡

作为微车发动机生产商，产销量具有较大规模方能保证企业盈利，公司认为50万台/年的规模方能达到同行平均利润率水平。我们判断，在正常情况下，盈亏平衡产销规模在32—35万台左右。我们注意到，公司每年仅固定资产折旧就超过1.1亿元。

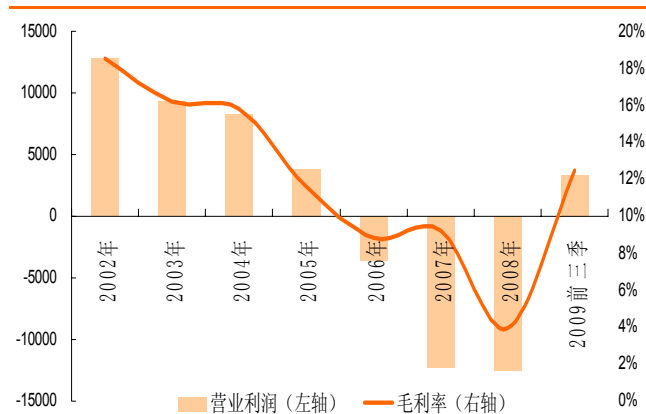
公司的原材料成本占营业成本比在70%以上（主要为钢、铁、铝及外协件）。2002年公司发动机产品毛利率曾高至19%，之后呈逐年下滑态势，主要由于：国内微车龙头企业自制发动机、公司主要客户市占率下滑，公司发动机产品在主要客户面前定价权有限。

图表 4 本部发动机销量及均价 单位：万辆、万元



资料来源：公司公告

图表 5 东安动力营业利润及毛利率



资料来源：公司公告

2009年公司一方面受益于原材料价格处于低位，另一方面受益于下游微车客户产销上量。体现在公司经营上，毛利率有大幅提升，09前三季度公司综合毛利率为12.46%，2009年，公司销售发动机35.37万台，同比增长57%，我们判断2009年公司本部应实现盈利。

1.3 2010年新客户开发与技术研发同步推进

2010年公司计划产销发动机42.6万台；实现销售收入267,993万元。计划开发的新客户有：海马汽车、江淮汽车、东风渝安、比亚乔、保定福润、山东华盛、东风新星、河北长安。

此外，公司一直在对发动机产品研发改型，以适应市场技术发展需求。

图表 6 本部发动机主要在研产品及特点

在研产品	在研产品特点
1)、铸铁缸体/单缸两气门/单顶置凸轮轴/主要应用于面包、单双排等微车	静音准/进气 VVT 技术/塑料进气歧管/满足国四排放/性能指标国内先进
2)、铸铝缸体/单缸四气门/双顶置凸轮轴/主要应用于路宝等微轿	

资料来源：平安证券综合研究所整理

2010年1月4日，东安动力发布公告称：收到国家有关部门批复，公司的VVT小排量汽车

发动机开发及产业化项目、自主知识产权电子控制系统小排量汽油机开发及产业化项目及小排量乘用车六档变速器等三个项目获得国家6075万元中央预算内资金支持。我们测算上述补贴资金将随着项目开发进度分别主要体现在2010、2011年。

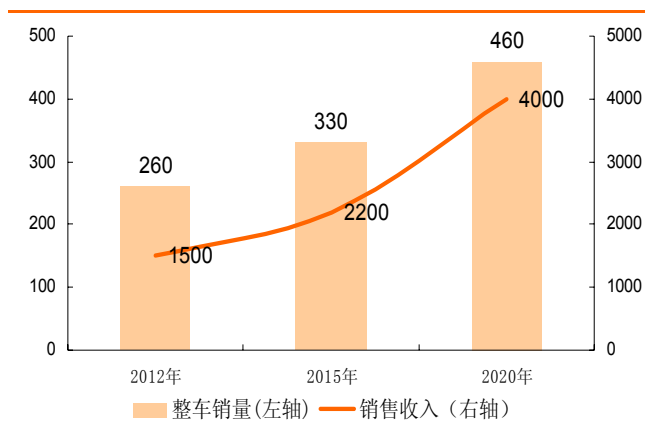
1.4 融入“大长安”，期待战略、产品、市场上有突破

2009年11月10日，东安动力发布提示性公告，实际控制人变更为中国兵器装备集团公司，由其成立的合资公司长安集团成为公司控股股东，持股54.51%。

纳入长安集团后，东安动力将获得更广泛的整车资源支持，降低了其作为独立微车发动机企业的生存压力。目前新长安集团微车市占率为40%左右，东安本部发动机已计划为河北长安配套，后期客户范围拓宽。

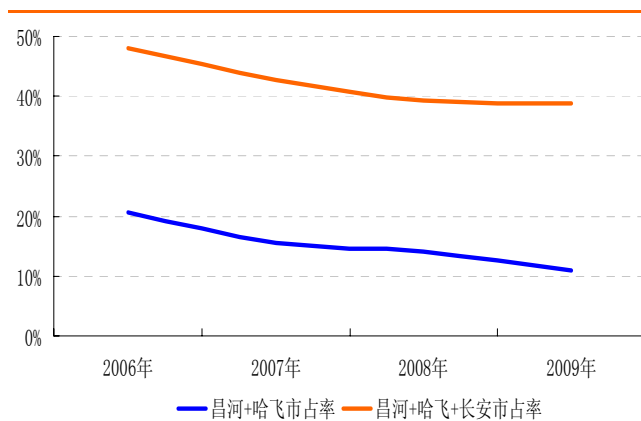
图表 7 长安集团产销规划

单位：万辆、亿元



资料来源：平安证券综合研究所整理

图表 8 微客企业市占率



资料来源：中国汽车工业协会

我们对公司本部盈利预测如下：

图表 9 东安动力本部盈利预测

单位：台、万元/台、万元

项目	2008 年	2009E	2010E	2011E
销量	225390	353768	371456	408602
均价	0.7784	0.63	0.633	0.655
毛利率	3.95%	11.00%	10.50%	10.80%
三项费用率	11.76%	10.40%	9.97%	9.84%
营业利润	-12533	446	353	1633

资料来源：平安证券综合研究所

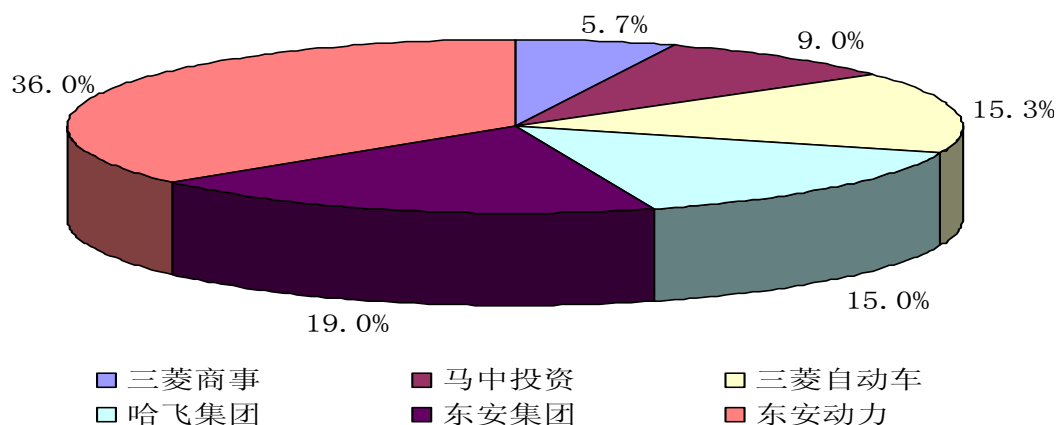
二、东安三菱：增长动力强劲

自2003产生利润以来，东安三菱逐渐成为东安动力的主要利润来源，2007、2008年，东安三菱贡献投资收益2.8亿、2.6亿元，折合每股0.61元、0.58元，依次为东安动力净利润比例的187%、166%。

2.1、产品与业务简介

哈尔滨东安汽车发动机制造有限公司（简称“东安三菱”）成立于1998年，主要产品为从日本三菱汽车引进的4G1系列、4G9系列、4G1 MIVEC系列、4G15涡轮增压系列电喷发动机、五速手动变速器、F4A4、F5A4自动变速器及其零部件，产品覆盖1.3升至2.0升。

图表 10 东安三菱股权结构



资料来源：公司公告

公司拥有4G1缸体缸盖曲轴壳体机加线、热装线，4G9缸体缸盖曲轴机加线、热试线、总装线，产能弹性较大。不同产品线之间还可有一定调节余地。通过调整改造，公司发动机产能可达70万台/年，发动机产能的进一步提高将推动东安三菱盈利规模的提升。

图表 11 东安三菱主要产品及其理论产能

产品	排量	理论产能
4G1 系列发动机	1.3—1.6L	30 万台
4G9 系列发动机	1.8—2.0L	20 万台
F5M41 手动变速器	匹配 1.3—1.6、1.8—2.0L 发动机	30 万台
4G15 MIVEC 涡轮增压发动机		
F4A4、F5A4 自动变速器	四速、五速自动	一期 15 万、二期 30 万

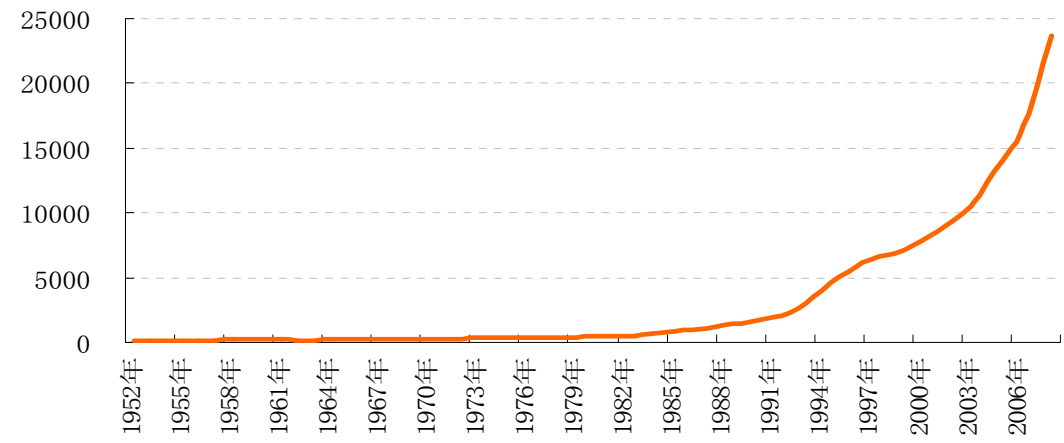
资料来源：公司公告

2.2、自主品牌轿车高成长是DAE发展的长期支撑

我国自主品牌轿车大发展的经济基础：截至 08 年底，我国人均年 GDP 约 2.5 万元，约相当于自主品牌轿车均价的 1/2—1/3，符合 R 值（车价/人均 GDP）在 2-3 时，轿车大举进入家庭的一般规律。

图表 12 中国人均 GDP

单位：元/人



资料来源：国家统计局

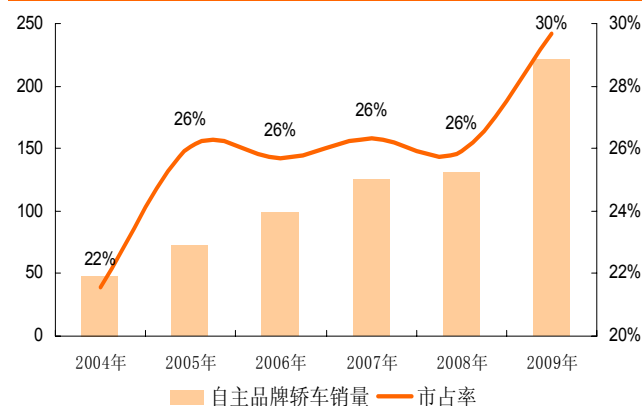
近年国家逐步加大对自主品牌车的支持力度，《汽车产业调整和振兴规划》中，关于自主品牌的具体规划目标有：自主品牌乘用车国内市场份额超过 40%，其中轿车超过 30%。自主品牌汽车出口占产销量的比例接近 10%。

其中明确，实施自主品牌战略的主要任务为：在技术开发、政府采购、融资渠道等方面制定相应政策，引导汽车生产企业将发展自主品牌作为企业战略重点，支持汽车生产企业通过自主开发、联合开发、国内外并购等多种方式发展自主品牌。

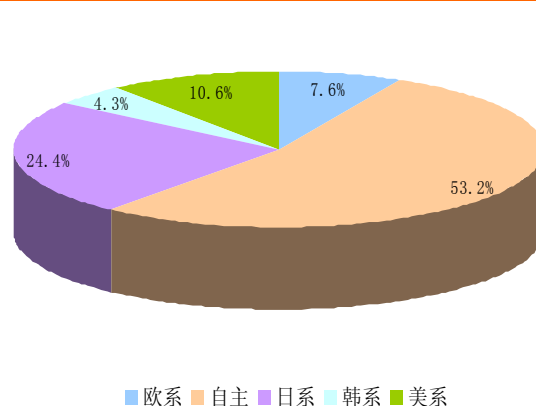
近年来，自主品牌轿车发展很快，其轿车业市占率较 04 年提高了 8 个百分点，在 1.6L 以下乘用车市场，其份额超过了 50%。

图表 13 自主品牌轿车销量及市占率 单位：万辆

图表 14 08年1.6L以下各系乘用车市场份额



资料来源：中国汽车工业协会



资料来源：中国汽车工业协会

目前几大主流自主品牌车企均有自己的发动机生产基地，如奇瑞、吉利、比亚迪等，其

整车产销规模均在 30 万辆以上，具备发展核心零部件的规模基础。

市场担心自主品牌轿车日后自产发动机、变速箱影响 DAE 后续增长动力，通过与公司沟通，我们更打消了此种顾虑：DAE 产品技术成熟、已具备良好规模效应，以自主品牌目前的产销规模和技术水平尚难以更低成本生产同样质量的产品。此外，随着主配车厂客户的发展程度不一，公司客户结构有望更为优化——09 年占公司销量约一半的客户比亚迪在前几年也曾属于 DAE 的“非主流”客户。

鉴于汽车发动机的技术工艺门槛、整车规模门槛，我们认为其它诸多自主车型尚保持着对独立发动机车企的采购需求。技术成熟、性价比高的独立发动机供应商在我国自主品牌轿车发展大潮中具有较长时期的成长环境。

图表 15 东安三菱主配车型地区分布

地区	车型及品牌
黑龙江	哈飞赛马/新世代赛马/赛豹III
辽宁	华晨骏捷/骏捷 FRV
陕西	比亚迪 F3/F3R
安徽	江淮同悦/同悦 RS/和悦
浙江	众泰 2008
福建	东南菱帅/菱悦 V3/凌利
台湾	4G1 发动机
深圳	哈飞赛豹 v
海南	福美来/福美来二代
广西	众泰 2008
湖南	长丰猎豹

资料来源：公司网站

图表 16 DAE主配车型销量

单位：辆

DAE 主配车型	2009 年	2008 年	同比
比亚迪 F3	290963	136782	112.72%
华晨骏捷	107014	73092	46.41%
福美来	72157	85427	-15.53%
江淮同悦	57613	3392	1598.50%
东南菱帅菱悦	59328	10097	487.58%
哈飞轿车	34656	43511	-20.35%
长丰猎豹	22435	17539	27.91%
江淮和悦	4449		

资料来源：中国汽车工业协会

东安三菱下游主要配套企业比亚迪、江淮汽车近年发展较快，带动了东安三菱的发展步伐。

比亚迪 2010 年销售规划：F3（含 F3R）销售 27 万辆，F610 万辆、F015 万辆、G310 万

辆、F3DM/S8 共计 1 万辆、I3/ I6/G6/M6/S6 共计 17 万辆，共计销售 80 万辆。

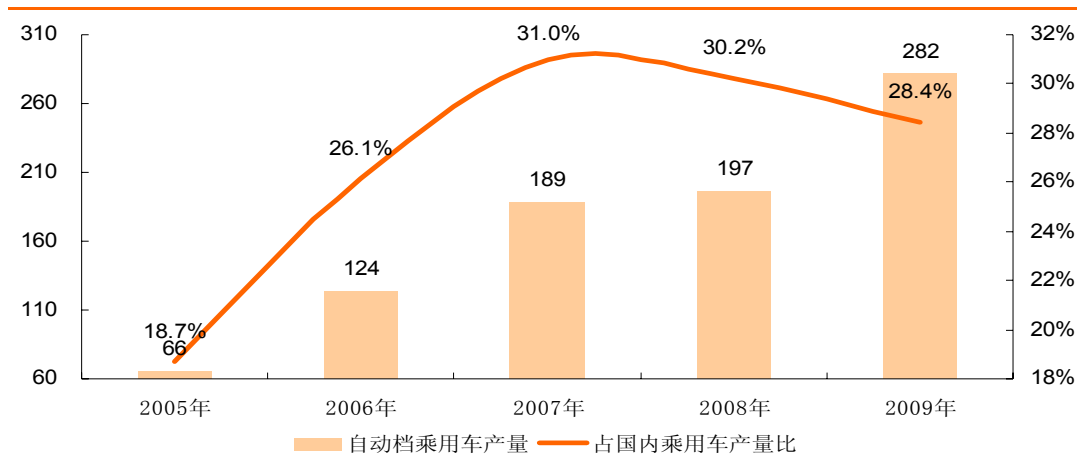
江淮汽车 2010 年乘用车销售规划：悦悦、瑞风二代等全新车型将陆续上市，现有车型也将推出新款式、新版本。计划 2010 年销售乘用车 30 万辆，其中和悦销售 10 万辆。

2.3、自主变速箱项目战略意义深远

我国自动变速器轿车比例有待提高：自动变速器技术是国内汽车产业发展亟待突破的瓶颈。目前，国内轿车市场中自动挡车型的销售量约占总销售量的 30% 左右，其中高档车的比例约 80%，中档车型的比例约为 40%。而国外平均水平分别为 90%，60%。

图表 17 国内自动挡乘用车产量比例

单位：万辆

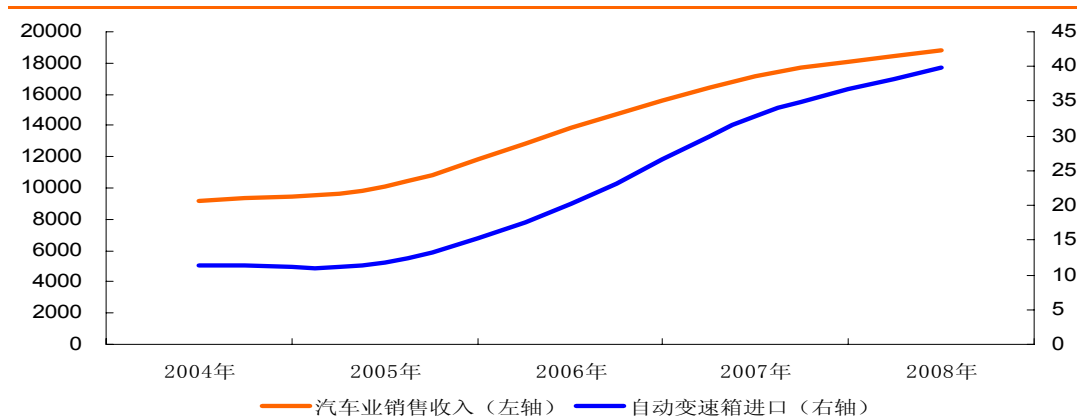


资料来源：中国汽车工业协会

自动变速箱严重依赖进口：国内汽车企业所使用的自动变速器主要依赖进口。2008 年我国乘用车自动变速器进口 248 万台，进口金额近 39.8 亿美元（折合每台 1604 美元），约占我国汽车业销售收入的 1.5%。而国内企业 08 全年生产自动挡乘用车 198 万辆，绝大部分变速器需要进口。

图表 18 自动变速箱进口金额、我国汽车业销售收入

单位：亿元、亿美元



资料来源：中国汽车工业协会

跨国企业初步完成国内布局：自动变速器具有巨大的市场需求空间,但其生产技术主要被少数跨国汽车公司垄断。目前,从日本的爱信、爱达、捷特科(JATCO)到德国的采埃孚、格特拉克、博世,再到美国的博格华纳和德尔福,国际上主要变速器公司均在我国设厂,主要自动变速器跨国企业已初步完成国内布局,但其产能规模尚小,仅供相应的合资品牌使用。跨国企业自动变速箱技术对我国封锁严重,在国内设生产基地多为独资,少量为控股。

图表 19 跨国企业在国内的自动变速箱企业

国内主要自动变速箱企业	主要客户	产能
上海采埃孚(德国 ZF)变速器公司	上海大众、上海通用、一汽集团、华晨宝马、东风集团、东南汽车	
JATCO 株式会社独资-加特可(广州)自动变速箱有限公司	东风日产	14.4 万台
爱信精机	一汽丰田、福建东南、沈阳金杯、四川丰田、郑州日产、保定长城、北汽福田	45 万台

资料来源：中国汽车工业协会

自动挡自主品牌轿车市场空间广阔：在自主品牌乘用车领域,目前有能力生产轿车自动变速器的国内企业仅有吉利、奇瑞等少数几家,自动挡的自主品牌轿车比例不到 10%,一方面是因为我国自主品牌还处于发展初期阶段,另一方面,更是由于自动变速器受制于人。

2009 年我国自主品牌乘用车销量占乘用车比例为 44%、自主品牌轿车占轿车比例接近 30%。据此,以 2010 年我们的汽车销量预测为例测算自主品牌轿车能提供的自动变速箱市场规模:2010 年我国轿车产销规模预计为 850 万辆,假设自主品牌轿车占比为 30%,我们认为目前阶段其合理自动挡比例应为 20%—30%,则自动挡自主品牌轿车规模为 51—76.5 万辆。这仅是我们按照目前阶段作出的静态测算,考虑到未来自主品牌轿车及其自动挡产品占比进一步提升,自主品牌轿车将会产生巨大的自动变速箱市场需求。

各类自动变速箱比较：按照工作原理,自动变速箱分为四种:液力自动变速箱(AT)、机械无级自动变速箱(CVT)、电控机械自动变速箱(AMT)、双离合器自动变速箱(DCT)。从技术成熟度、成本等方面综合考虑,我们认为液力自动变速箱(AT)是目前技术最成熟和适应市场需求的技术路线。

图表 20 各类自动变速器比较

种类	工作原理	优点	缺点
AT 液力自动变速箱	由液力变扭器、行星齿轮和液压操纵系统组成，通过液力传递和齿轮组合的方式来达到变速变矩	自动变速器具有操作容易、驾驶舒适、减少驾驶者疲劳。	对速度变化反应较慢、油耗相对较高、结构复杂维修较难
DCT 双离合变速箱	由两组离合器片集合而成的双离合装置，由电子控制及液压装置同时控制两组离合器及齿轮组的动作	能满足消费者对驾驶运动感和车辆节油的双重要求	制造加工的精度要求很高
AMT 机械式自动变速箱	在手动变速箱和离合器上配备一套电子控制的液压操纵系统，以达到自动切换档位目的的机构	驾驶者只需要踩油门，AMT 系统会自动地选择换挡的最佳时机，从而消除了发动机、离合器和变速箱的错误使用。	技术难度相对较低，但存在换挡动力中断等影响驾驶舒适性的问题。
CVT 机械式无级变速器	采用传动带和工作直径可变的主、从动轮相配合传递动力，可使传动系与发动机工况实现最佳匹配	能实现无级变速，因此能根据车辆和路面实际情况，改变传动系统的传动比，使发动机在功率和燃油消耗率都在最佳范围内工作，CVT 的传动效率和燃油经济性较高。	CVT 使用的钢带主要掌握在博世等少数公司手中。关键部件在国内无加工条件

资料来源：平安证券综合研究所整理

东安三菱自动变速箱项目 2010 投产：基于对自动变速器市场形势及前景的分析，借助与三菱汽车合资合作的平台，经过近两年的艰苦谈判，2008 年 6 月 26 日，与三菱汽车正式签订了自动变速器技术转让协议。对比其它跨国企业在华设立独资或控股型生产基地，东安三菱自动变速箱项目的技术引进显得尤其难能可贵。同时我们了解到，自动变速箱一期投资不到 10 亿。

该自动变速器项目产品可匹配排量 1.3L—1.8L、2.0—2.4L 发动机，可匹配国内自主品牌汽车及三菱系列车型。东安三菱的自动变速箱可在一定程度上缓解目前我国自主品牌轿车较少自动挡产品的现状。

由于同为三菱技术来源和平台的动力总成产品，新投产的三菱自动变速箱与三菱发动机有天然匹配优势，借助自动变速箱自身技术优势及发动机客户资源，我们对该项目的市场前景非常乐观。预计该产品将在 2010 年 2 月下线投产。

2.4、东安三菱经营预测

自动变速箱利润率应高于发动机产品，但出于谨慎，在做近年的盈利预测时，我们对自动变速箱项目的利润率预测较保守，主要是考虑到变速箱一期工程转固后每年的折旧摊销费用，在初期产销规模还未上来之时将影响利润率。

图表 21 DAE 主要经营项目预测

单位：台、万元/台、万元

项目	2007 年	2008 年	2009E	2010E		2011E	
				发动机	自动变速箱	发动机	自动变速箱
DAE 收入	369612	406526	569824	743857	76800	843491	189000
销量	279757	330321	474853	617309	60000	691386	150000
均价	1.32	1.23	1.20	1.21	1.28	1.22	1.26
净利润	78113	73875	102568	136870	12288	160263	37800
净利润率	21.13%	18.17%	18%	18.40%	16%	19.00%	20%
投资收益贡献	28121	26595	36925		53697		71303

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

三、盈利预测与投资评级

我们判断，公司 2009、2010、2011 年每股收益为 0.8 元、1.22 元、1.61 元，给予其 2010 年 20 倍市盈率，则公司合理价值为 24 元左右；如考虑上市公司再增持 DAE 股权的 19%，则 2010 年每股收益有望增厚 0.61 元，股价有望超过 35 元。维持“强烈推荐”评级。

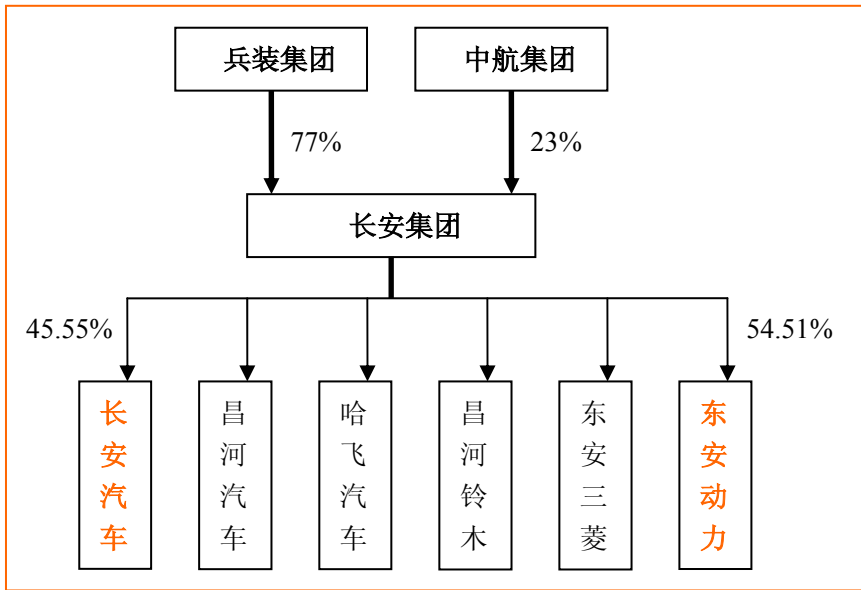
图表 22 盈利预测表

单位：万元

项 目	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	185254	175433	222874	235132	267634
二、营业总成本	197580	187966	222428	234779	266002
营业成本	168219	168495	198358	210443	238730
营业税金及附加	690	524	891	894	937
销售费用	4417	2224	3120	3339	3800
管理费用	12077	14408	17384	17400	19537
财务费用	2990	3991	2674	2704	2998
资产减值损失	9186	-1676	0	0	0
三、其他经营收益					
投资净收益	26889	28396	37125	54197	71903
四、营业利润	14563	15864	37570	54549	73535
加：营业外收入	733	160	500	2500	2500
减：营业外支出	226	5	200	400	500
五、利润总额	15070	16020	37870	56649	75535
减：所得税			800	250	1040
六、净利润	15070	16020	37070	56399	74495
七、每股收益(元)	0.326	0.347	0.802	1.221	1.612

资料来源：平安证券研究所

附图：新长安集团组织结构图



近期相关报告

政策微调加快年底冲刺步伐——汽车行业2009年12月投资月报（2009年12月14日）

减档前行，耐力致胜——汽车行业2010年投资策略（2009年11月26日）

东安动力调研简报——产业振兴政策增添发展动力（2009年3月5日）

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，6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。

平安证券汽车研究团队分别入围2009年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选（汽车与零部件行业）。

附：财务报表

利润表和利润分配表

截至 12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
主营业务收入	2176.37	1852.54	1754.33	2228.7	2351.3	2676.3
主营业务利润	172.74	163.4	64.1	236.2	238.0	279.7
投资收益	72.37	268.9	284.0	371.2	542.0	719.0
财务费用	12.84	29.9	39.9	26.7	27.0	30.0
管理费用	147.86	120.8	144.1	173.8	174.0	195.4
销售费用	52.68	44.17	22.24	31.2	33.4	38.0
所得税	0.48	0.00	0.00	8.0	2.5	10.4
净利润	35.84	150.70	160.20	370.70	563.99	744.95

资产负债表

截至 12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
固定资产净值	696.86	615.82	560.92	610.2	575.3	491.4
长期股权投资	307.30	576.19	783.50	555.7	638.5	659.2
资产总计	3147.68	3296.81	3384.21	3,509.7	4,167.8	4,958.9
其他流动负债	685.49	751.41	663.82	650.61	683.94	763.94
流动负债合计	1532.35	1500.95	1392.98	1098.14	1150.25	1303.97
其他长期负债	14.92	26.73	21.42	21.02	23.05	21.83
长期负债合计	14.92	26.73	81.42	131.02	173.05	121.83
股东权益合计	1600.42	1769.14	1909.82	2280.52	2844.51	3533.07
负债及股东权益合	3147.68	3296.81	3384.21	3509.68	4167.82	4958.86

现金流量表

截至 12 月 31 日	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
金额（百万元）						
经营活动产生的现金流量净额	-294.58	-549.6	54.9	669.1	728.8	794.0
投资活动产生的现金流量净额	-21.54	1.61	-26.40	87.8	-162.8	-70.8
筹资活动产生的现金流量净额	270.35	113.13	272.51	-325.0	40.0	-106.4
现金及现金等价物净增加额	-45.77	-434.8	301.0	431.9	606.0	616.8
期初现金余额	403.00	494.26	59.44	456.1	888.0	1494.0
期末现金余额	494.26	59.44	360.41	888.0	1494.0	2110.9

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%）

风险提示：

- 证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。
- 市场有风险，投资需谨慎。

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2010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：400-8866-338

传真：（0755）82449257