

新能源客车及出口订单可能超预期

中通客车 (000957) 评级: 买入 (首次)

股价: 8.71 元

目标价位: 11.2 元

深度报告

2010 年 5 月 17 日 星期一

吴文钊

021-50586660-8617

allan021@126.com

汽车行业

牛纪刚

执业证书编号: S0630209060131

6 个月目标价位 11.2 元

升值潜力 (%) 28.59

目标价确定日期: 2010-5-17

重要数据

总股本(亿股) 2.39

流通股本(亿股) 2.38

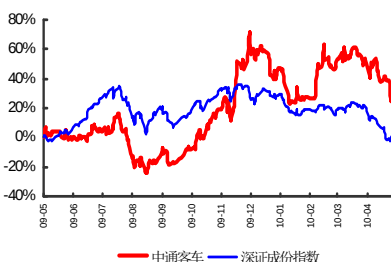
总市值(亿元) 20.82

流通市值(亿元) 20.73

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-12.9	6.06
3 个月	2.95	21.15
6 个月	9.67	36.2

个股相对深圳成指走势图



相关报告:

1. 《新能源汽车: 低碳大潮下的必然选择》 2010-4-29

投资要点

- **我们对公司的总体判断:** 中通为大中型客车二线企业, 在传统客车领域的竞争力并不十分突出, 但公司在新能源客车领域却具有较为显著的领先优势, 公司的出口业务发展也是可圈可点。根据我们了解的情况, 我们预计公司今年新能源客车销量有望达 800 辆以上, 出口销量则可能达 1000 辆以上, 这将远远超出市场普遍预期, 同时也将明显增厚公司业绩, 这将是公司未来的最大亮点。
- **新能源客车具有领先优势, 斩获大批量订单。** 新能源客车研发并非想象中那么简单, 公司早在 2004 年就开始了相关研发, 且是行业内唯一承担了 3 项“863”计划有关节能与新能源客车专题攻关的企业, 较早进入以及“863”项目确立了公司在新能源客车领域的领先优势。公司是山东省政府重点扶持的新能源客车骨干企业, 今年 4 月已签订了 350 台新能源客车订单, 加上山东省内其他城市以及省外可能获得的订单, 预计公司今年新能源客车订单量有望达 800 台以上。
- **海外市场需求强劲复苏, 公司今年出口可能超 1000 辆。** 我国客车具有很强的国际竞争力, 随着全球经济回暖, 海外市场需求正强劲复苏。中通是客车行业出口占比较大的公司, 出口比例曾位居行业第一。公司今年已签订了出口非洲客户的 350 台订单, 且仍有其它大订单正积极洽谈之中, 预计公司今年出口量将达 1000 辆以上。
- **首次给予“买入”评级。** 考虑出口复苏以及国内节能与新能源汽车示范推广的规模扩大, 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.28、0.46、0.72 元。参考新能源汽车类其它公司的估值情况, 我们认为公司可按 2010 年 40 倍 PE 估值, 合理价格为 11.2 元, 首次给予其“买入”评级。

目录

1. 公司总体判断: 新能源客车与出口复苏将为公司增加极大业绩弹性.....	3
1.1 大中型客车二线企业, 业绩强劲复苏	3
1.2 新能源客车与出口订单可能超预期	5
2. 新能源客车: 具有领先优势, 斩获大批量订单.....	5
2.1 节能与新能源汽车示范运营规模有望成倍扩大	5
2.2 示范推广主要集中在公交与出租领域, 客车公司受益最显著	6
2.3 参与 3 个“863”项目奠定了公司的领先优势	6
2.4 预计今年新能源客车订单量将超 800 台	8
3. 出口业务: 占比较大, 正强劲复苏	9
3.1 海外市场客车需求强劲复苏	9
3.2 中通出口占比较大	9
3.3 预计公司今年出口量将超 1000 辆	10
4. 盈利预测与估值	11

图形目录

图 1.大中型客车行业主要企业市场份额情况 (2009 年)	3
图 2.公司近年及今年一季度销量和增速	4
图 3.公司近年及今年一季度营业收入和增速	4
图 4.公司近年及今年一季度归属母公司净利润和增速.....	4
图 5.公司新能源客车产品系列	8
图 6.公司国内销售客车与出口客车均价对比 (万元)	10
图 7.公司近年出口量及增速	11

表格目录

表 1.公司新能源客车立项情况	7
表 2. 公司新能源客车已获专利情况	7
表 3. 主要大中型客车企业 09 年及今年一季度出口情况.....	9
表 4. 公司历年出口销量及占比 (辆)	10
表 5. 公司历年出口收入及占比 (万元)	10
表 6. 公司销量预测表 (辆)	11

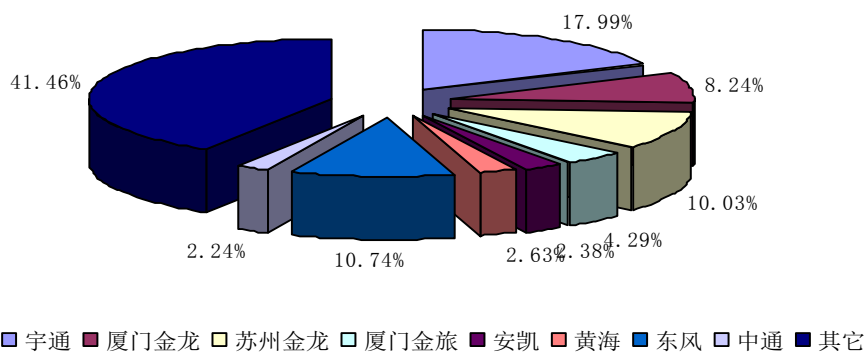
近期我们赴公司进行了实地调研，与公司高管就企业生产经营情况尤其是新能源客车以及出口业务发展进行了交流，现将调研中得到的重要信息以及我们的分析阐述如下：

1. 公司总体判断: 新能源客车与出口复苏将为公司增加极大业绩弹性

1.1 大中型客车二线企业，业绩强劲复苏

公司是我国最早的客车生产企业之一，已有近 40 年专业生产大中型客车的历史。经过几十年的市场沉浮，公司已属于大中型客车第二梯队企业，市场份额排在“一通三龙”及东风、安凯、黄海之后，位于行业第八位置，2009 年市场份额为 2.24%。

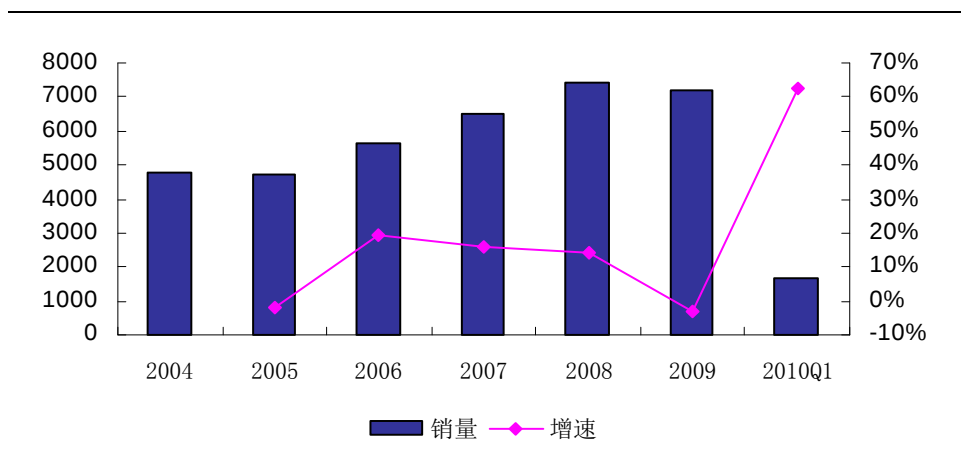
图1. 大中型客车行业主要企业市场份额情况（2009 年）



资料来源：中汽协

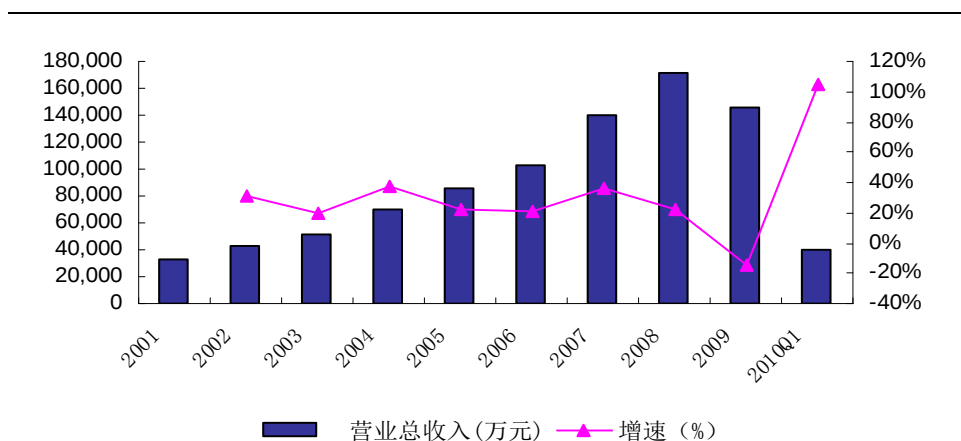
受国际金融危机以及国内高铁对公路客运的挤压加剧影响，2009 年国内大中型客车行业复苏缓慢，公司销量也比 08 年出现了一定下滑。进入 2010 年后，随着全球经济的进一步复苏，大中客行业也终于迎来了较为强劲的复苏。根据我们了解，目前行业内各大企业均对今年大中客销量增长较为乐观。一季度，公司销量为 1686 辆，同比增长 62.5%，实现营业收入 4 亿元，同比增长 105.3%，归属于母公司净利润 513 万元，同比增速高达 439.4%。

图2. 公司近年及今年一季度销量和增速



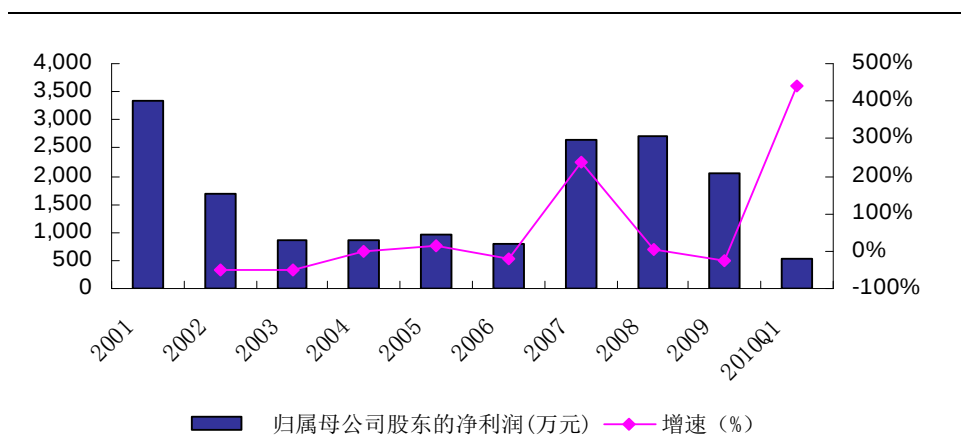
资料来源：中汽协

图3. 公司近年及今年一季度营业收入和增速



资料来源：中汽协

图4. 公司近年及今年一季度归属母公司净利润和增速



资料来源：中汽协

1.2 新能源客车与出口订单可能超预期

虽然在传统客车领域的竞争力并不十分突出，但公司在新能源客车领域却具有较为显著的领先优势，公司的出口业务发展也是可圈可点。根据我们了解的情况，我们预计公司今年新能源客车销量有望达 800 辆以上，出口销量则将达 1000 辆以上，这将远远超出市场普遍预期，同时也将明显增厚公司业绩，这将是公司未来的最大亮点。

在新能源客车方面，公司起步较早，2004 年开始就开始了相关研发。公司还是行业内唯一承担了 3 项国家“863”计划有关节能与新能源客车重大专项攻关的企业。通过“863”计划攻关，公司突破了新能源客车的重大关键技术，培养了人才梯队并建立了系统的配套设施，从而确立了在这一领域的领先优势。公司开发的混合动力客车、纯电动客车以及插电式混合动力客车已成功在 2008 年奥运会、2009 年全运会上进行了示范运营，并体现出了良好的节油性和稳定性。公司已将“节能与新能源客车领导品牌”确立为公司发展战略。2010 年 4 月 21 日，公司在山东省政府的安排下与济南公交、山东交运等企业签订了 350 台新能源客车购买协议，这批订单有望在年内全部交付。除此之外，凭借领先优势，公司还有望获得山东省外乃至海外市场的批量订单。

出口方面，公司曾取得颇为辉煌的业绩。2008 年，公司出口客车 2061 辆，占公司总销量的比重为 28%，出口比例为行业第一。2009 年受金融危机影响，客车企业出口均遭遇了大幅下滑，但公司并未懈怠海外市场，而是继续深耕细作，积极培育未来客户。今年以来，随着海外经济好转，公司的不懈努力已开始转化为实际成果，公司已同摩洛哥签订了 350 台高级客车出口合同，价值超过 3 亿元。此外，公司仍有不少大订单正在积极洽谈之中。我们预测公司今年出口量将至少可达 1000 台。

2. 新能源客车：具有领先优势，斩获大批量订单

2.1 节能与新能源汽车示范运营规模有望成倍扩大

2009 年，我国正式开始实施通常称为“十城千辆”计划的“节能与新能源汽车大规模推广示范工程”，这项计划拟用 3 年左右的时间，每年发展 10 个城市，每个城市推出 1000 辆新能源汽车开展示范运行。2009 年实际选定的城市有 13 个，分别为北京、上海、重庆、长春、大连、杭州、济南、武汉、深圳、合肥、长沙、昆明、南昌。

2009 年 11 月，新能源汽车被首次列入了七大“战略性新兴产业”，这标志着其重要性进一步提高到了国家战略层面。随后不久，国务院又通告 2010 年新能源汽车示范推广试点城市将由 13 个扩大到 20 个。从当前情况来看，各地方政府对发展新能源汽车非常积极，都竞相争取列入试点城市，一些暂时无望

进入国家试点名单的城市还在采取其它措施在本地开展新能源汽车示范推广。这意味着，新能源汽车示范推广实际规模在今年有可能成倍扩大，且未来数年仍将继续增长，这无疑将为新能源汽车产业带来巨大发展机遇。

以中通所在的山东省为例，2009 年列入国家试点城市的仅有济南，但山东省内新能源汽车的示范推广并不止于此。09 年，山东省专门出台了《关于推进新能源汽车产业发展的若干意见》、《山东省新能源汽车示范推广财政扶持办法》等一系列政策，并且明确把济南、青岛、烟台、潍坊、淄博、聊城、临沂、德州等八个城市列为节能与新能源汽车示范推广试点城市，给予政府补贴。

2.2 示范推广主要集中在公交与出租领域，客车公司受益最显著

节能与新能源汽车示范推广试点首先在公共服务领域展开，且主要集中于公交客车和出租车领域。这不仅因为这两个领域面向广大社会公众，可以取得良好的示范效应，同时也是由于公交车和出租车的行驶范围、路况较为稳定，有利于新能源系统的应用。从 2009 年情况来看，全年实际投入示范运行的节能与新能源汽车有近 5000 辆，其中公交车约为 2000 辆，占比为 40%左右。

示范推广工程的开展无疑将为相关公司提供良好的市场机遇，但就受益程度而言，整车类公司中唯有大中型客车企业有望显著受益。这是由于，乘用车公司产销规模普遍很大，数千辆级别的新能源汽车对其业绩的影响微乎其微。而大中型客车公司的产销规模则要小得多，数百台新能源公交订单已可显著增厚相关公司业绩。以中通客车今年已签订的 350 台订单为例，该合同价值约 3.5 亿元，这已相当于公司 09 年全年营业收入的 30%。此外，由于技术含量和单车价值均较传统客车高出许多，新能源客车的盈利空间也远强于传统客车。

2.3 参与 3 个“863”项目奠定了公司的领先优势

早在 2004 年，公司所在地聊城市就成立了以张秋波市长为组长的电动客车领导小组，随后中通客车即开始了新能源客车研发，这在客车行业已属于率先进入。2006-2008 年，公司联合清华大学、北京理工大学先后承接了“串联式混合动力客车开发”、“奥运用纯电动客车整车开发”、“可充电式混合动力客车整车开发”等三项 863 计划“节能与新能源汽车”重大专项项目，成为行业内唯一承担了 3 项这一国家最高级别科技攻关项目的企业。通过这三大项目，公司不仅突破了新能源客车的重大关键技术，而且培养了人才梯队并建立了系统的配套设施，从而确立起了在这一领域的领先优势。

表1. 公司新能源客车立项情况

立项时间	项目名称	立项部门
2005 年、2006 年	混合动力客车研发及产业化	聊城市科技攻关项目
2006 年 3 月	混合动力客车研制及示范运营	山东省自主创新工程重大专项
2006 年 11 月	中通串联混合动力客车产品开发	863 计划“节能与新能源汽车”重大专项
2006 年 11 月	奥运用纯电动客车整车开发	863 计划“节能与新能源汽车”重大专项
2007 年 3 月	纯电动客车研发及产业化	聊城市科技攻关项目
2007 年 11 月	奥运用纯电动客车研发及中试	山东省自主创新工程项目
2008 年 8 月	可充电混合动力客车整车开发	863 计划“节能与新能源汽车”重大专项
2008 年 10 月	纯电动客车研发及中试	山东省重大科技成果转化项目
2009 年 7 月	可充电混合动力客车开发及产业化	山东省自主创新工程重大专项

资料来源: 东海证券研究所

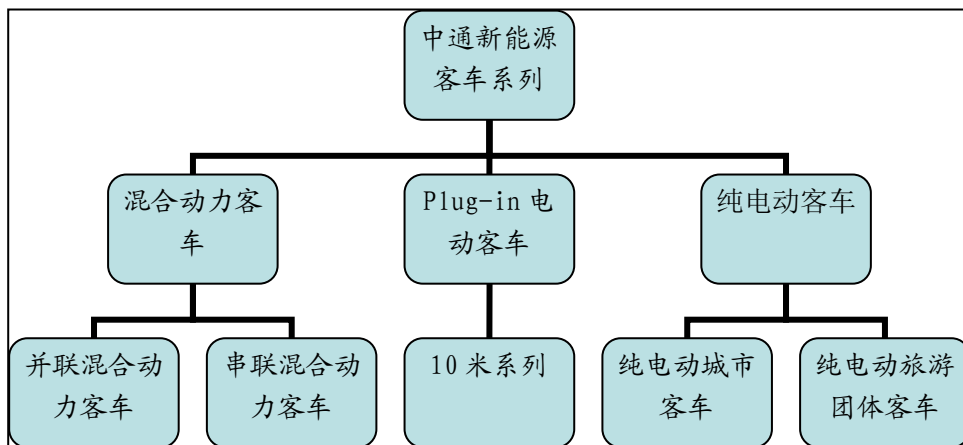
表2. 公司新能源客车已获专利情况

序号	证书号	专利名称	专利号 (授权号)
1	944330	一种绝缘减震螺栓	ZL 2006 2 0088345.8
2	939015	混合动力电动客车 APU 后横置装置	ZL 2006 2 0088347.7
3	936883	混合动力电动客车噪声控制装置	ZL 2006 2 0088350.9
4	937567	混合动力客车高压线防护装置	ZL 2006 2 0088342.4
5	940687	一种电动客车动力电池组的安全防护装置	ZL 2006 2 0088343.9
6	977557	串联式混合动力城市客车	ZL 2006 2 0088349.6
7	970219	一种电动客车电池组的快速拆装置	ZL 2006 2 0088348.1
8	947681	一种混合动力电动客车用一体式散热器	ZL 2006 2 0088346.2
9	965123	一种非接触式电器线路故障检测装置	ZL 2006 2 0139014.2
10	926315	客车 (6112G) 外观设计专利	ZL 2006 3 0008550.4
11	1029955	车用里程表信号发生器	ZL 2007 2 0147292.7

资料来源: 东海证券研究所

公司产品在奥运会以及全运会期间的示范运营非常成功, 这为公司新能源客车产品树立了良好的品牌形象和社会口碑。目前, 公司新能源客车已形成系列化产品, 各方面性能指标均堪称优良。与此同时, 公司已确立了“节能与新能源客车领导品牌”的发展战略, 公司将加大新能源客车的宣传推广, 我们认为公司在新能源客车领域的领先优势将逐步得以彰显并获得更大认同, 这也终将转化为实际的批量订单, 从而有力带动公司的业绩增长。

图5. 公司新能源客车产品系列



资料来源: 东海证券研究所

- ◆ 研发新能源客车并非想象中的在传统客车车身里安上一套新能源动力系统那么简单。事实上，为了匹配新能源动力系统，整车底盘及车身都要进行重新设计，不少二三线企业连底盘生产资质都没有，根本不具备开发新能源客车的能力。
- ◆ 研发新能源客车的重点和难点在于新能源动力系统各部件的参数优化以及整车的控制策略，这不仅需要很强的技术开发能力，同时也需要较长时间的反复调试、测验，任何一家企业都难以短时间内在这一领域取得突破。公司较早就开始了相关研发，在这一领域也已有较长积累，目前公司已可独立开发新能源客车整车控制系统。
- ◆ 决定新能源客车性能优劣的关键指标在于节油率以及稳定性、可靠性。公司的混合动力客车节油率可达 30%，在全运会期间，公司新能源客车出勤率达 98%以上，最大行驶里程达 2 万公里且无故障，如此高可靠性已处于行业领先水平。

2.4 预计今年新能源客车订单量将超 800 台

山东省高度重视新能源汽车推广示范工作。2010 年 4 月 21 日，山东省政府在济南专门召开了加快推广新能源客车工作座谈会，会上王军民副省长明确表示将重点培育以中通客车为主的新能源客车生产骨干企业，将山东省打造成国内新能源客车生产与示范基地。也在这一天，公司同济南公交、山东交运、聊城公交、聊城交运集团等企业签订了 350 台新能源客车购买协议，这是公司今年已确定的第一笔新能源客车大订单。

除了济南、聊城外，青岛、烟台、潍坊、淄博、临沂、德州等城市也是山东省确定的节能与新能源汽车示范城市，作为省政府重点扶持的新能源客车骨干企业，公司也很有可能获得上述城市的新能源客车订单。除此之外，山东省外诸多城市乃至我国港澳台地区都已有明确的新能源客车采购需求，凭借公司

领先的技术和产品优势，公司有望获得更多的新能源客车订单。我们初步预测，公司今年的新能源客车订单将超过 800 台，明年则有望达 1500 台以上。

3. 出口业务：占比较大，正强劲复苏

3.1 海外市场客车需求强劲复苏

大中型客车是我国汽车行业中最早市场化也是最为成熟的细分领域，在国际市场已具有较强的竞争力，在 07-08 年，不少大中型客车公司出口比例都已达到 20% 左右，一时间客车公司纷纷将海外市场作为了战略发展重点。2009 年，受国际金融危机影响，客车出口急剧下滑，这也是造成 09 年大中客车行业复苏最为迟缓的重要原因之一。

尽管遭遇了 09 年的大幅下滑，但我国客车技术成熟、性价比高的突出优势并没有丧失，而且经过多年的持续摸索，我国企业的海外市场战略已趋于成熟，不少企业已建立了初步完善的海外营销和售后服务网络。一旦海外经济回暖，我国客车出口就有望强劲复苏，我们坚定看好我国客车出口的发展前景。今年一季度的客车出口数据也证实了这一点，今年一季度我国客车出口 4113 年，同比增长 142%，宇通、金龙、中通等重点企业出口增速也都颇为惊人。

表3. 主要大中型客车企业 09 年及今年一季度出口情况

	09 年出口量	09 年增速	10Q1 出口量	10Q1 出口增速
宇通	1088	-60.68%	733	1121.67%
厦门金龙	3554	15.09%	1266	205.06%
苏州金龙	1502	-54.77%	445	46.86%
厦门金旅	1045	-73.14%	500	49.25%
金龙合计	6101	-40.77%	2211	109.97%
中通	343	-83.41%	160	492.59%

资料来源：中国客车网、东海证券研究所

3.2 中通出口占比较大

公司从 2003 年开始逐步加大海外市场开拓力度，2005 年开始实现较大批量的出口，当年出口量为 222 台，到 2008 年公司出口量已达 2061 台，短短 3 年间增长逾 8 倍。不仅如此，公司的出口比重也提高很快，到 2008 年公司出口比例已达 27.71%，位居客车行业第一。由于公司出口客车普遍档次较高，单价较国内客车高出一大截，在公司的收入结构中，出口占比则更高，2008 年出口收入占比为 34.49%，纵使在出口量大幅下滑的 09 年，公司出口收入比重也仍超过 10%。由此可见，出口业务对公司业绩有着很大影响，若出口强劲复苏，公司业绩将有望明显增厚。

表4. 公司历年出口销量及占比（辆）

	2005	2006	2007	2008	2009
国内销量	4482	5162	5309	5378	6864
出口销量	222	461	1199	2061	342
总销量	4704	5623	6508	7439	7206
出口比例	4.72%	8.20%	18.42%	27.71%	4.75%

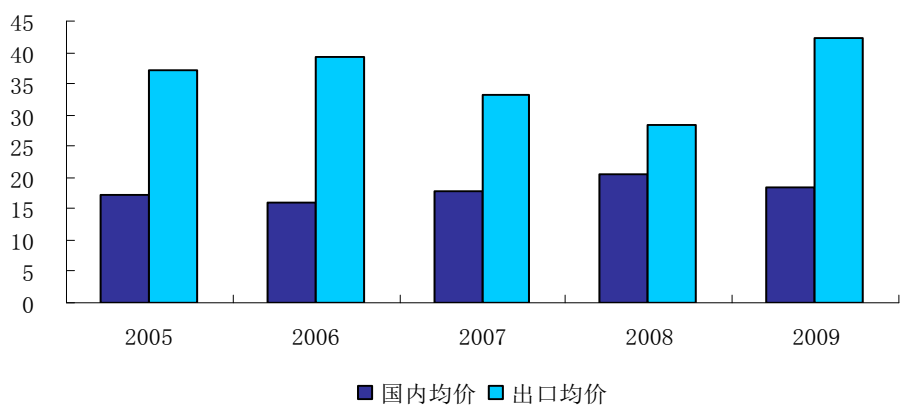
资料来源: 东海证券研究所

表5. 公司历年出口收入及占比（万元）

	2005	2006	2007	2008	2009
国内收入	77324	82819	94118	110639	127175
出口收入	8243	18086	39844	58252	14478
总收入	85567	100905	133962	168891	141653
出口占比	9.63%	17.92%	29.74%	34.49%	10.22%

资料来源: 东海证券研究所

图6. 公司国内销售客车与出口客车均价对比（万元）

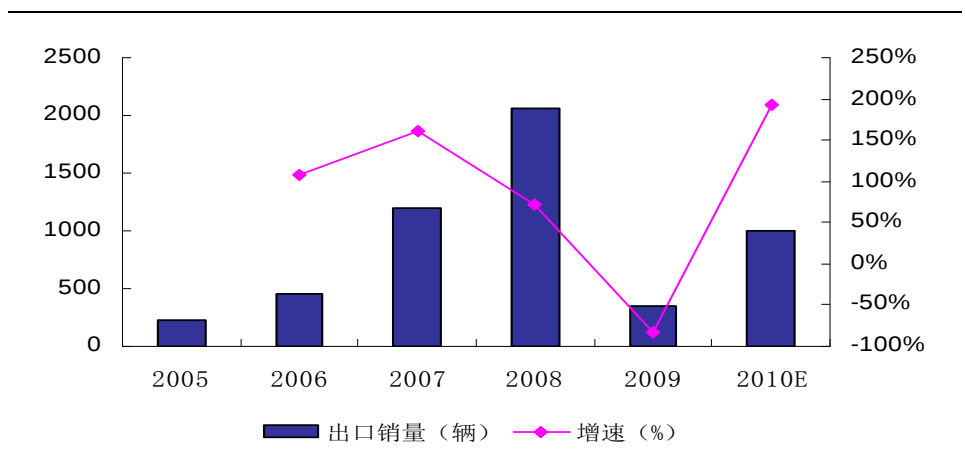


资料来源: 东海证券研究所

3.3 预计公司今年出口量将超 1000 辆

公司将海外市场定为公司发展的另一战略重点，近几年来对海外市场的重视程度始终有增无减，也正因此才取得了辉煌的出口业绩。在海外市场需求急剧下滑的 2009 年，公司也并未懈怠海外市场，而是进一步提出了变“机会导向”为“战略导向”的出口新策略，加强产品宣传和渠道建设，积极培育未来客户。今年以来，随着海外经济好转，公司的不懈努力已开始转化为实际成果，公司已同摩洛哥签订了 350 台高级客车出口合同，价值超过 3 亿元。此外，公司仍有不少大订单正在积极洽谈之中。我们预测公司今年出口量将至少可达 1000 台，而随着全球经济的进一步好转，2011 年公司出口即有可能恢复至 2008 年时的顶峰水平。

图7. 公司近年出口量及增速



资料来源：东海证券研究所

4. 盈利预测与估值

综合分析，我们认为随着出口复苏以及国内节能与新能源汽车示范推广的规模扩大，公司业绩有望实现大幅增长。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.28、0.46、0.72 元。参考新能源汽车类其它公司的估值情况，我们认为公司可按 2010 年 40 倍 PE 估值，合理价格为 11.2 元，我们首次给予其“买入”评级。

我们的盈利预测基于以下假设：

- ◆ 国内大中型客车行业平稳增长，公司未来三年国内销量（不含新能源客车）按 10% 速度增长。
- ◆ 海外市场需求加快复苏，未来三年大中型客车出口量分别为 1000、2000、3000 台。
- ◆ 新能源客车示范推广规模逐年扩大，未来三年公司新能源客车销量分别为 800、1500、2250 台。

表6. 公司销量预测表（辆）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
国内销量（不含新能源客车）	5309	5378	6784	6784	6784	6784
出口销量（不含新能源客车）	1199	2061	342	1000	2000	3000
新能源客车销量	-	-	80	800	1500	2250
销量合计	6508	7439	7206	8584	10284	12034
销量增速	15.74%	14.31%	-3.13%	29.76%	26.26%	21.86%

资料来源：东海证券研究所

- ◆ 公司国内销售客车均价分别为 20 万元/台左右，公司出口客车以高档客车为主，均价为 50 万元/台左右，新能源客车均价则为 100 万

元/台。

- ◆ 出口客车及新能源客车盈利能力均高于国内销售传统客车，尤其新能源客车毛利率可达 20%甚至以上。随着出口及新能源客车占比的提高，公司综合毛利率逐步提升。

风险提示：公司出口及新能源客车销量低于预期，市场系统性风险释放使估值水平大幅下降。

附表：三大表预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	26899	27428	17744	20000	20000	20000
应收款项	21688	32888	35761	65300	95541	131063
存货净额	43436	42343	40430	71573	103580	141297
其他流动资产	5529	3511	3250	6169	9026	12382
流动资产合计	97830	106185	97726	163042	228147	304741
固定资产	23570	26656	26351	68254	130884	160410
无形资产及其他	11582	11607	11260	10134	9008	7882
投资性房地产	1780	2267	757	757	757	757
长期股权投资	1535	1109	1054	1004	974	974
资产总计	136297	147824	137148	243192	369771	474765
短期借款及交易性金融负债	20500	26600	18430	42768	85611	93225
应付款项	57202	60013	44381	84586	122413	166987
其他流动负债	7955	7010	6274	11129	16111	21961
流动负债合计	85657	93623	69085	138483	224135	282173
长期借款及应付债券	500	1300	13275	43275	73275	103275
其他长期负债	81	140	44	44	44	44
长期负债合计	581	1440	13319	43319	73319	103319
负债合计	86238	95063	82404	181802	297453	385491
少数股东权益	295	298	216	152	47	(115)
股东权益	49764	52462	54528	61238	72270	89389
负债和股东权益总计	136297	147824	137148	243192	369771	474765

利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	140539	171021	145251	280407	410264	562800
增长率	36.3%	21.7%	-15.1%	93.1%	46.3%	37.2%
营业成本	123953.35	151766.80	125445.67	240196.97	348724.45	476804.35
营业成本/营业收入	88.2%	88.7%	86.4%	85.7%	85.0%	84.7%
营业税金及附加	378	505	505	981	1436	1970
销售费用	7880	9501	10355	19629	28718	39396
销售费用/营业收入	5.6%	5.6%	7.1%	7.0%	7.0%	7.0%
管理费用	4171	5120	5568	8973	12308	15758
管理费用/营业收入	3.0%	3.0%	3.8%	3.2%	3.0%	2.8%

财务费用	1260	1173	801	3193	6710	9772
投资收益	400	46	8	10	10	10
资产减值及公允价值变动	266	634	739	1300	2000	3200
其他收入	(532)	(1268)	(1478)	(0)	(0)	0
营业利润	3031	2366	1844	8745	14377	22310
增长率	55.00%	-21.9%	-22.1%	374.1%	64.4%	55.2%
营业外净收支	613	1074	850	0	0	0
利润总额	3644	3440	2695	8745	14377	22310
增长率	408.6%	-5.6%	-21.7%	224.5%	64.4%	55.2%
所得税费用	985	739	661	2099	3451	5354
少数股东损益	14	4	(20)	(64)	(105)	(163)
归属于母公司净利润	2645	2698	2053	6710	11032	17119

现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	2645	2698	2053	6710	11032	17119
资产减值准备	(234)	368	105	(739)	0	0
折旧摊销	2090	2211	2270	3832	6153	9083
公允价值变动损失	(266)	(634)	(739)	(1300)	(2000)	(3200)
财务费用	1260	1173	801	3193	6710	9772
营运资本变动	(3986)	(6285)	(15547)	(19281)	(22295)	(26171)
其它	248	(365)	(125)	675	(105)	(163)
经营活动现金流	498	(2006)	(11983)	(10104)	(7216)	(3332)
资本开支	(2302)	(5809)	(2308)	(42570)	(65657)	(34282)
其它投资现金流	1287	264	(527)	541	0	0
投资活动现金流	(164)	(5119)	(2780)	(41979)	(65627)	(34282)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	(4500)	800	11975	30000	30000	30000
支付股利、利息	0	0	0	0	0	0
其它融资现金流	9697	6053	(18871)	24338	42842	7614
融资活动现金流	697	7653	5079	54338	72842	37614
现金净变动	1031	528	(9683)	2256	0	0
货币资金的期初余额	25869	26899	27428	17744	20000	20000
货币资金的期末余额	26899	27428	17744	20000	20000	20000
企业自由现金流	0	(5133)	(11481)	(48955)	(65781)	(26996)
权益自由现金流	0	0	(18377)	2957	1962	3192

资料来源: wind、东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

吴文钊, 汽车行业分析师, 江苏大学经济学硕士毕业。1 年汽车制造企业工作经验, 2 年证券公司汽车行业研究经验, 2010 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 长安汽车、江淮汽车、福田汽车、中国重汽、潍柴动力、宇通客车、星马汽车、万向钱潮、亚太股份。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122