

审慎推荐-A (维持)

东风汽车 600006.SH

目标估值: 7.2 元

当前股价: 5.82 元

2010 年 9 月 3 日

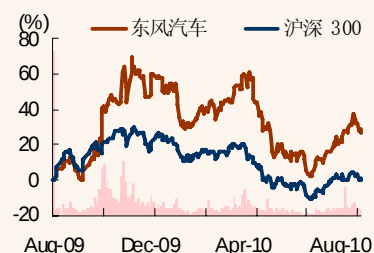
估值水平不高，未来仍有看点

基础数据

上证综指	2611
总股本(万股)	200000
已上市流通股(万股)	200000
总市值(亿元)	112
流通市值(亿元)	112
每股净资产(MRQ)	2.8
ROE(TTM)	10.1
资产负债率	59.5%
主要股东	东风汽车有限公司
主要股东持股比例	60.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	-9	13
相对表现	8	4	23



相关报告

- 1、《2010 年汽车行业投资策略报告》
2009/12/7
- 2、《汽车行业 2010 年中期投资策略-阶段性的回落、确定性的未来》
2010/6/8

汪刘胜

0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090208030186

范玉琢 (研究助理)

021-68407276
fanyz@cmschina.com.cn

我们近期对东风汽车进行了实地调研，公司上半年经营状况基本正常，目前从 PE 与 PB 估值角度来看，我们认为股价有一定安全边际。未来公司的看点主要为：1) 对轻型车的成本控制；2) 郑州日产的定位是否会有变化；3) 新能源客车的发展进程。首次给予“审慎推荐-A”投资评级，目标价 7.2 元。

- **上半年公司经营情况较好。**受益于汽车行业上半年的高景气度，公司 2010 年上半年实现营业收入 96.8 亿元，同比增长 46.9%，实现归属上市公司股东的净利润 3.82 亿元，同比增长 203%，对应 EPS 为 0.19 元，其中一季度 0.09 元，二季度 0.10 元。
- **上半年公司业绩主要来源于投资收益。**2010 年上半年公司 EPS0.19 元=0.20 元（投资收益）+0.05 元（本部盈利）-0.06 元（资产计提），投资收益 3.94 亿元主要来源于东风康明斯，上半年实现发动机销量 11.9 万台，实现营业收入 48.6 亿元，实现净利润 7.85 亿元，贡献投资收益 3.92 亿元。
- **公司在新能源客车领域具有技术积累。**公司已经具备生产纯电动客车的技术实力，积累了一定的运行经验，未来在东风集团对新能源汽车领域的投资布局中，公司将主要集中于新能源客车的开发与生产销售。
- **郑州日产定位有望逐步得到改变。**根据公司公告，郑州日产有望代工生产日产车型奇俊、逍客，短期看能有效利用郑州日产产能，长期看郑州有可能成为日产的重要生产基地。
- **预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.42、0.55 元。**2010 年资产减值计提影响 EPS0.06 元，扣除此因素影响，全年 EPS0.48 元，我们预计 2011 年公司 EPS0.55 元，同比增长 15%。
- **首次给予“审慎推荐-A”投资评级，给予目标价 7.2 元。**公司目前静态 PB 估值不到 2 倍，与其他整车企业比，估值相对较低，具有一定安全边际；我们认为按 2010 年正常经营实现 EPS0.48 元，给予 15 倍 PE 估值相对合理，目标价 7.2 元，建议未来重点关注郑州日产的发展方向。

□ **风险提示：**下半年汽车销量低于预期；原材料上涨影响公司盈利。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	12432	14311	18236	20800	23323
同比增长	-7%	15%	27%	14%	12%
营业利润(百万元)	392	328	930	1328	1558
同比增长	-42%	-16%	184%	43%	17%
净利润(百万元)	315	318	832	1104	1301
同比增长	-36%	1%	162%	33%	18%
每股收益(元)	0.16	0.16	0.42	0.55	0.65
PE	36.9	36.6	14.0	10.5	9.0
PB	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4

资料来源：招商证券

表 1: 东风汽车单季度业绩回顾

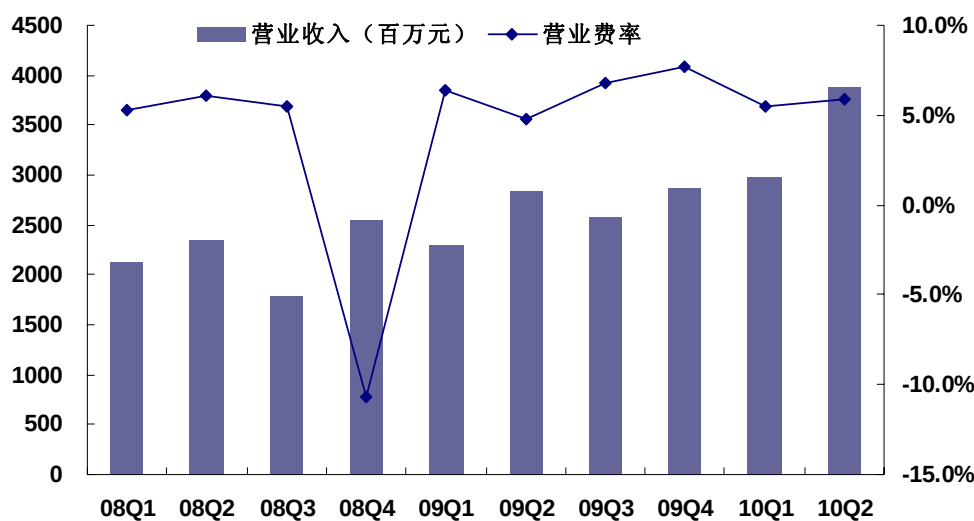
单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
一、营业总收入	4435	4789	3456	-250	2867	3724	3765	3955	4537	5143
二、营业总成本	4255	4502	3320	342	2880	3619	3726	4027	4503	5161
其中: 营业成本	3778	4064	2944	63	2588	3213	3227	3419	3995	4523
营业税金及附加	61	59	50	45	29	61	53	53	62	68
营业费用	236	291	188	27	182	179	255	304	249	305
管理费用	124	136	134	116	106	180	145	246	180	187
财务费用	29	-56	5	61	-30	-9	7	-28	-16	-3
资产减值损失	27	9	-1	30	5	-5	40	32	34	81
三、其他经营收益	-18	-7	2	403	14	57	99	98	181	211
公允价值变动收益	-16	-7	-3	13	0	0	0	0	0	-2
投资收益	-2	0	5	390	14	58	99	98	181	214
四、营业利润	162	281	138	-188	1	162	138	27	216	193
加: 营业外收入	7	3	8	36	15	18	28	45	4	17
减: 营业外支出	2	6	6	4	1	3	1	6	0	1
五、利润总额	167	278	140	-156	15	177	164	65	220	210
减: 所得税	19	74	48	-126	7	16	34	-1	4	-7
六、净利润	149	204	92	-30	8	161	130	66	216	217
减: 少数股东损益	16	30	26	27	5	37	0	4	29	21
七、归属母公司所有者净利润	133	173	66	-57	2	124	130	62	186	196
EPS (元)	0.07	0.09	0.03	-0.03	0.00	0.06	0.07	0.03	0.09	0.10
主要比率										
毛利率	14.8%	15.1%	14.8%	125%	9.7%	13.7%	14.3%	13.6%	12.0%	12.1%
营业利润率	3.7%	5.9%	4.0%	75.5%	0.0%	4.4%	3.7%	0.7%	4.8%	3.8%
净利率	3.4%	4.3%	2.7%	12.0%	0.3%	4.3%	3.5%	1.7%	4.8%	4.2%
营业费率	5.3%	6.1%	5.4%	-11%	6.3%	4.8%	6.8%	7.7%	5.5%	5.9%
管理费费率	2.8%	2.8%	3.9%	-47%	3.7%	4.8%	3.8%	6.2%	4.0%	3.6%
实际税率	11.2%	26.7%	34.2%	80.7%	45.7%	9.2%	20.6%	-0.9%	1.7%	-3.1%

资料来源: 公司报表, 招商证券

1、上半年销售费用及管理费用绝对值增加较多。

上半年公司盈利能力相对较好, 半年净利润达到 3.82 亿元 (主要来源于投资收益, 半年投资收益达到 3.94 亿元)。营销费用管理费用绝对值增加较多, 其中销售费用增加 1.93 亿元, 管理费用增加 0.81 亿元。但实际上半年轻型车市场销售处于一个相对较好状况, 管理费用及营销费用绝对值的大幅度增加我们可以理解为在整个上半年盈利较好的情况下, 对销售网络进行一定下沉所产生的费用。目前公司的销售网络基本在地级市, 比较竞争对手的县级及乡镇级销售网络, 公司在销售能力显得力度不够, 从长远发展及市场的占有提升情况上来分析, 公司存在着销售网络下沉的必要性。费用的增加短期内负面影响公司的业绩, 看远一些应该还是能带给公司未来销量的增长及市场占有率的提高。

图2：公司单季度收入及营业费率



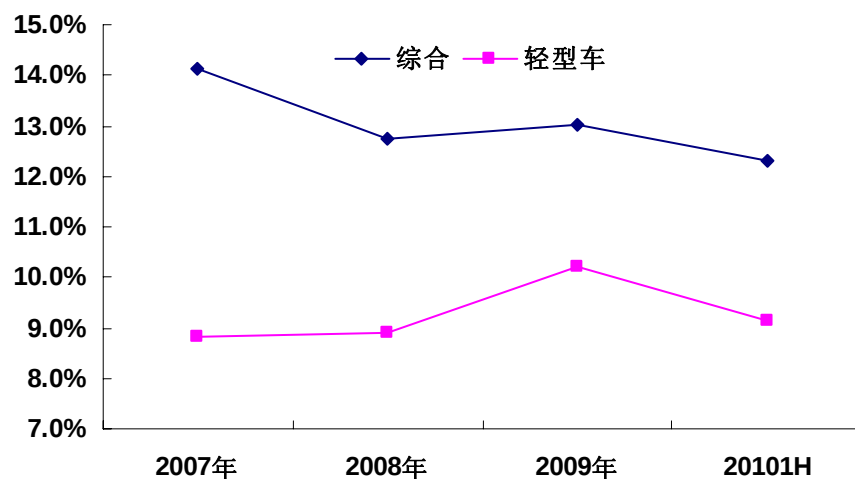
资料来源：公司公告，招商证券

2、毛利率水平依然偏低，对轻型车成本控制决定企业盈利水平的高低

由于行业竞争特性，轻型车毛利率普遍偏低，但公司与行业内其它生产轻型车为主的上市公司进行比较，公司的毛利率水平显得更低，公司上半年毛利率仅9%，

而其它一些类似的公司毛利率高出东风汽车大约3-4个百分点，按照目前公司轻型车上半年销售收入43亿元测算，在行业平均水平下，公司的净利润可以增加1.5亿元。

图2：公司产品综合毛利率及轻型车毛利率水平



资料来源：公司公告，招商证券

3、康明斯经营状况良好，是公司最主要的利润来源。

康明斯发动机上半年销量接近12万台，目前产能紧缺，75%产品供应给东风集团，在产能利用率较高水平下，盈利能力也大幅度提升，净利润率较去年全年提升近6个百分点。2010年上半年实现净利润7.85亿元，预计2010年全年产销量在18万台的水平，实现净利润接近11.8亿元。在目前产品结构中主要以9L排量发动机为主，13L排量产品刚刚投产，预计将逐渐成为另一个业绩增长点。

表2：康明斯近年生产与经营状况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	20101H	2010E
发动机销量	96300	136973	162576	129700	119215	180000
发动机单价	3.9	4.1	4.3	4.2	4.1	4.1
收入	3711	5627	7027	5387	4860	7338
营业利润率	17.8%	22.5%	13.6%	19.6%		
营业利润	660.0	1266.3	954.9	1057.4		
净利润率	9.9%	12.3%	11.8%	10.0%	16.1%	16.0%
净利润	367	692	828	537	785	1174

资料来源：公司公告，招商证券

4、郑州日产未来定位至关重要

郑州日产目前以生产 SUV、MPV 及皮卡为主，1-7 月份，销量累计为 5.32 万辆，同比增长 68%。郑州日产 2007、2008、2009 年三年盈利分别为 1.89、2、1.02 亿元，2010 年上半年盈利预计在 1 亿元水平，在目前的产品结构及产能利用率情况下（第一工厂产能 8 万辆，目前已经满产），很难出现较大的业绩增长。

公司 8 月 20 号董事会决议公告，董事会已经授权公司管理层与东风汽车有限公司商讨关于委托郑州日产有限公司代工生产奇俊、逍客等事宜。我们认为，从日产在中国的产能及布局来看，短期内委托郑州日产代工生产产品在情理之内，首先，花都日产经过近年的快速发展，产能已经出现不足，另外，目前日产乘用车生产基地分布在广州花都和湖北襄樊，如果能将部分产品安排在郑州生产，则可以更有效地覆盖北方市场，同时在物流等成本上也会有所节约。从这个角度上，我们认为短期内代工日产乘用车产品成功的可能性非常大。

代工日产部分乘用车对于郑州日产及东风汽车（600006）的影响，我们认为有短期的影响，也有长期的影响，对于公司来说都可以形成利好：

- 1) 短期内可以有效解决郑州日产第二工厂产能闲置的问题，第二工厂投资 8 亿多元，设计产能达到 10 万辆。如果能顺利代工，一方面能解决第二工厂折旧摊销的问题，同时还能产生部分盈利，假使按照每台车代工盈利 2000 元、总量 10 万辆计算，有望增加郑州日产盈利 2 亿元；
- 2) 从长期来说，我们认为，在初步代工合作成功以后，不排除上市公司与日产的合作程度与深度方面将得到全面升级的可能性，郑州日产有望打造成另一个花都日产。

5、新能源客车发展相对顺利，未来有望成为新的增长点

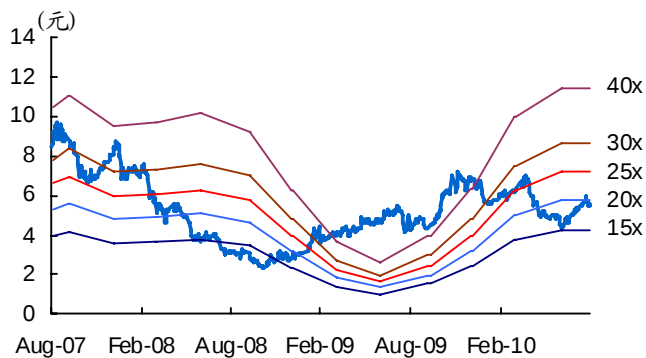
目前公司新能源客车已经在唐山顺利运行，全国已经有 50 多辆正常运营，主要是以锂电池为主的纯电动客车，随着市场的推广以及技术上的不断沉淀，未来将具有一定的发展空间。

6、投资建议与风险提示

我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.42、0.55 元，目前静态 PB 仅为 2 倍，是整车里面相对便宜的品种；同时我们也看到公司未来的发展方向，即成本的控制以及郑州日产的定位转变趋势，首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。东风集团的发展是以商用车起步再发展合资品牌的乘用车，在商用车发展到目前的较高水平下，对商用车的发展有望加大力度，从而使得东风汽车能获得更多的集团资源。

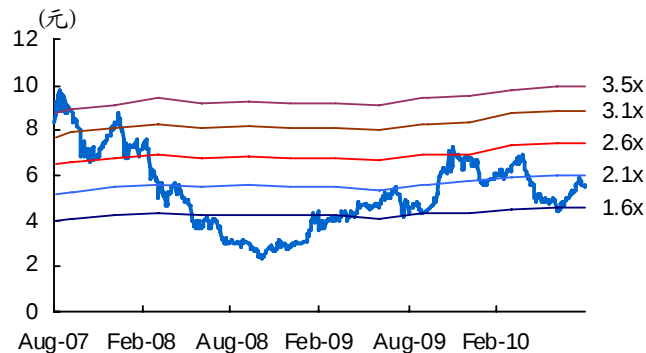
按 2010 年排除资产计提负面影响的 EPS0.48 元给予 15 倍 PE 估值（资产计提影响公司 EPS 约 0.057 元），合理目标价格 7.2 元，建议重点关注郑州日产的发展方向。

图 1: 东风汽车历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 东风汽车历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《汽车行业 2009 年投资策略报告》2008/12 看好乘用车，看空商用车。
- 2、《新能源汽车行业系列报告之一-新能源汽车是汽车工业的发展方向》2008/11 提出混合动力的发展是国内汽车工业发展的主要机会，对新能源汽车翔实的启蒙篇介绍。
- 3、《美国汽车公司的未来及对中国汽车工业的影响-短期难破产，长期生产转移为必然》2008/12 金融危机下长期对中国汽车工业的影响分析。
- 4、《汽车行业 2010 年度投资策略-上半年景气依旧，下半年压力渐显》2009/12/6。
- 5、《汽车行业 2010 年中期投资策略-阶段性的回落、确定性的未来》2010/6/8。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	7353	10363	10808	12879	15126
现金	2451	4592	4388	5558	6921
交易性投资	10	0	0	0	0
应收票据	1407	2453	2006	2288	2566
应收款项	716	470	821	936	1050
其它应收款	186	103	182	208	233
存货	2427	2526	3171	3615	4050
其他	156	220	240	274	307
非流动资产	3761	4604	4465	4482	4512
长期股权投资	956	848	900	950	1000
固定资产	1731	2130	2117	2122	2137
无形资产	355	430	387	348	314
其他	719	1195	1062	1061	1061
资产总计	11114	14967	15273	17361	19638
流动负债	5214	8111	7610	8584	9541
短期借款	243	181	200	200	200
应付账款	2203	3507	3203	3651	4091
预收账款	377	552	561	639	716
其他	2392	3871	3646	4094	4534
长期负债	75	90	85	85	85
长期借款	0	0	0	0	0
其他	75	90	85	85	85
负债合计	5289	8201	7695	8669	9626
股本	2000	2000	2000	2000	2000
资本公积金	638	685	685	685	685
留存收益	2595	2733	3456	4459	5660
少数股东权益	592	1348	1438	1548	1668
母公司所有者权益	5233	5418	6140	7144	8344
负债及权益合计	11114	14967	15273	17361	19638

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	(829)	2165	(698)	698	767
净利润		318	832	1104	1301
折旧摊销		0	257	253	250
财务费用		0	(41)	(46)	(58)
投资收益		0	(713)	(797)	(917)
营运资金变动		0	(1048)	57	55
其它		1847	15	127	137
投资活动现金流	226	(130)	(167)	(270)	(280)
资本支出		0	(210)	(220)	(230)
其他投资		(130)	43	(50)	(50)
筹资活动现金流	(467)	(763)	669	743	875
借款变动		0	19	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(100)	(100)	(100)
其他		(763)	750	843	975
现金净增加额	(1070)	1272	(195)	1171	1362

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	12432	14311	18236	20800	23323
营业成本	10849	12446	16016	18255	20454
营业税金及附加	214	197	255	291	327
营业费用	741	920	957	998	1120
管理费用	511	676	711	770	840
财务费用	40	(60)	(41)	(46)	(58)
资产减值损失	65	72	120	0	0
公允价值变动收益	(14)	(0)	10	0	0
投资收益	394	269	703	797	917
营业利润	392	328	930	1328	1558
营业外收入	55	105	30	30	30
营业外支出	17	11	10	10	10
利润总额	430	421	950	1348	1578
所得税	15	56	29	135	158
净利润	415	365	922	1214	1421
少数股东损益	99	47	90	110	120
母公司所有者净利润	315	318	832	1104	1301
EPS (元)	0.16	0.16	0.42	0.55	0.65

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-7%	15%	27%	14%	12%
营业利润	-42%	-16%	184%	43%	17%
净利润	-36%	1%	162%	33%	18%
获利能力					
毛利率	12.7%	13.0%	12.2%	12.2%	12.3%
净利率	2.5%	2.2%	4.6%	5.3%	5.6%
ROE	6.0%	5.9%	13.5%	15.4%	15.6%
ROIC	6.9%	3.3%	11.1%	13.0%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	47.6%	54.8%	50.4%	49.9%	49.0%
净负债比率	2.2%	1.2%	1.3%	1.2%	1.0%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	1.2	1.2	1.2
存货周转率	4.6	5.0	5.6	5.4	5.3
应收帐款周转率	15.1	24.1	28.3	23.7	23.5
应付帐款周转率	4.4	4.4	4.8	5.3	5.3
每股资料(元)					
每股收益	0.16	0.16	0.42	0.55	0.65
每股经营现金	-0.41	1.08	-0.35	0.35	0.38
每股净资产	2.62	2.71	3.07	3.58	4.18
每股股利	0.00	1.00	0.05	0.05	0.05
估值比率					
PE	36.9	36.6	14.0	10.5	9.0
PB	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	37.1	46.5	19.5	14.6	12.8

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；入围2008年新财富最佳分析师，2009年新财富最佳分析师上榜并获得水晶球奖项。现为新能源网行业顾问，并担任南方汽车都市报汽车研究院特聘顾问。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。