

东风汽车 600006.SH

2010.9.3

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

在轻型商用车领域布局全面

——东风汽车（600006）调研报告

事件：

近日，我们调研了东风汽车（600006）。

投资要点：

1、东风康明斯贡献主要利润来源

上半年，东风康明斯销量同比大幅增长 138%至 11.8 万台，完成年初规划的 78%，实现净利润 7.85 亿元，为公司贡献投资收益 3.87 亿元。东风康明斯发动机首先满足集团内部配套，预计这一比重在 7 成左右，较前期提高了 10-15 个百分点。东风康明斯上半年已经处于产能利用的极限状态，未来产能扩张需要由东风汽车和康明斯公司共同决定，短期看，业绩增长依赖于产品结构调整，长期看，规模扩张必不可少。东风康明斯 ISZ13L 重型发动机项目是基于康明斯平台开发的最新一代产品，功率覆盖 400-545 马力，具备两大优势：一是满足国三、国四排放标准，并具备升级到国五的潜力，二是广泛的适用性。

2、郑州日产未来 3 年复合增长率有望超过 50%

郑州日产制定了“10 20”计划：2010 年销量目标是 10 万辆，2012 年是 20 万辆。随着 NV200 的上市，我们预计今年销量在 9 万辆左右，同比增长 60%左右。若完成 2012 年的销量目标，则意味着 3 年的复合增长率为 52.8%，较目前具有较大的提升空间。

3、轻卡市场占有率稳居第二，双品牌战略加速推进

公司在轻卡市场的占有率一直比较稳定，约为 11%，位居轻卡行业第二；1-7 月销量同比增长 47%，高于行业增幅。预计 2010 年公司的轻卡销量在 19-19.5 万辆，同比增长 30%-33%，高于年初规划；市场的占有率将比 2009 年提高 0.5-0.6 个百分点。

4、高端轻客将在明年下半年投向市场

公司早在 2007 年就启动了高端轻客 A08 项目，预计投产后形成 3 万辆产能，2011 年下半年推向市场，公司同时对现有 ZD30 发动机线进行改造，为 A08 提供发动机。A08 项目将改变合资品牌在高端轻卡市场的主导地位，2011 年以后有望成为公司一个新的利润增长点。

5、新能源汽车发展走在前列

8 月 18 日，公司新能源客车项目在襄樊奠基，标志着公司发展新能源客车开始进入产业化和市场化重要阶段。作为东风公司十六个新能源战略项目之一的新能源客车项目，规划投资 6.5 亿元，到明年上半年，先期形成 2000 辆整车、5000 辆底盘的产能。

6、投资建议

我们预计公司 10 年、11 年 EPS 为 0.38 元、0.49 元，对应目前股价下的动态 PE 为 15.7 倍、12.1 倍，首次给予“推荐”的投资评级。

汽车整车

评级：推荐（首次）

上次评级：

目标价格：¥6.80

上次预测：

当前价格：¥5.95

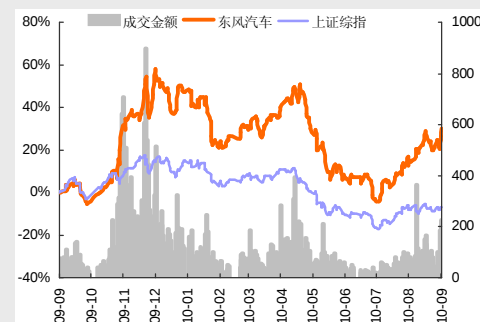
基础数据 2010.9.3

总股本/流通 A 股（亿股）	20/20
总市值（亿元）	119
流通市值（亿元）	119
每股净资产（元）	2.84
ROE（%）	6.52%

交易数据

52 周内股价区间（元）	4.16 ~ 7.68
PE（TTM，倍）	20.7
动态 PE（倍）	16.1
PB（倍）	2.1

52 周内股价走势



褚艳辉

行业研究员

执业证书编号：S0820210060002

电话：021-32229888*3507

邮箱：chuyanhuai@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

1、东风康明斯贡献主要利润来源

东风康明斯发动机有限公司是由东风汽车和康明斯各持股 50% 合资兴建的柴油发动机制造公司，主要生产康明斯 B、C、L 系列机械式和 ISDe、ISLe、ISZ 系列全电控柴油机，B 系列天然气发动机，排量为 3.9L、4.5L、5.9L、6.7L、8.3L、8.9L、13L，功率覆盖范围为 125-545HP。

产品下游分布广泛，应用于轻、中、重型载重汽车、中高级城际客车、大中型公交客车、工程机械、船用主辅机、发电机组等领域。

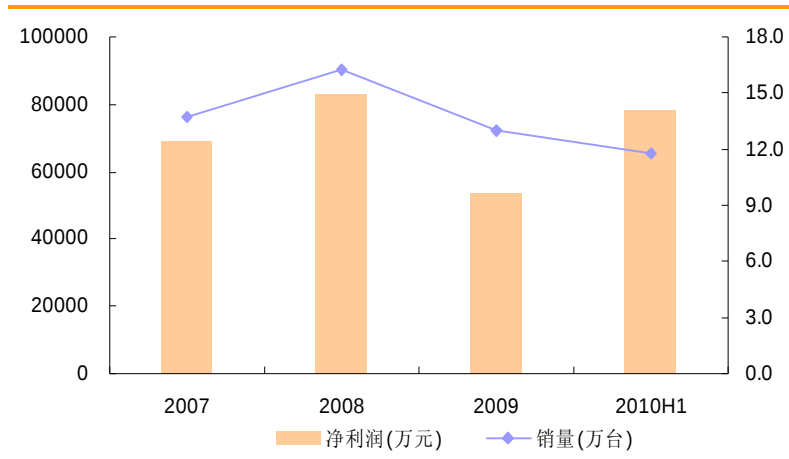
表 1：康明斯在国内拥有 4 个发动机整机企业

合资公司	股权结构	主导产品
东风康明斯	东风汽车和康明斯各持股 50%	4-13L 系列中马力和重型柴油机与天然气发动机
重庆康明斯	重庆机电和康明斯各持股 50%	11-50L 系列重型和大马力柴油机
西安康明斯	陕汽集团和康明斯各持股 50%	11L 重型柴油机
福田康明斯	福田汽车和康明斯各持股 50%	2.8 和 3.8L 轻型柴油机

（数据来源：康明斯 爱建证券）

上半年，受中重卡、大中型客车及东风集团销量大幅增长影响，东风康明斯销量同比大幅增长 138% 至 11.8 万台，完成年初规划的 78%，实现净利润 7.85 亿元，为公司贡献投资收益 3.87 亿元。

图 1：东风康明斯净利润将创出历史最高



（数据来源：公司公告 爱建证券）

上半年，东风集团销量大幅增长，东风康明斯发动机首先满足集团内部配套，我们预计这一比重在 7 成左右，较前期提高了 10-15 个百分点。东风康明斯上半年已经处于产能利用的极限状态，未来产能扩张需要由东风汽车和康明斯公司共同决定，我们分析，短期看，业绩增长依赖于产品结构调整，长期看，规模扩张必不可少。

13L 重卡发动机成为一大看点

重卡行业重型化、高端化的发展趋势已经显现，目前华菱星凯马、解放 J6、欧曼 GTL、重汽 A7 等少量高端车型上已经搭载应用 13L 发动机。

东风康明斯 ISZ13L 重型发动机项目于 07 年投入开发，是基于康明斯平台开发的最新一代产品，功率覆盖 400-545 马力，拥有全部自主知识产权，具备两大优势：一是满足国三、国四排放标准，并具备升级到国五的潜力，二是广泛的适用性。

13L 发动机是东风康明斯进攻重型发动机市场的战略产品，主要采用订单生产，目前销量以工程机械为主，在重卡领域的应用正逐步展开。

东风康明斯还是发改委公布的全国首批 14 家汽车零部件再制造试点企业之一，现已具备再制造 3000 台发动机的年产能，可根据需求扩大到最高为 10000 台。

2、郑州日产未来3年复合增长率有望超过50%

公司持有郑州日产51%的股份，郑州日产的经营范围包括日产皮卡、SUV、东风皮卡/SUV、MPV。1-7月，郑州日产实现销量约为5万辆，同比增长近7成。

郑州日产拥有2个工厂：一工厂位于郑州中牟，年产能8.9万辆，在建中的二工厂，计划产能为12万辆，最高可达15万，预计在4季度建成投产。

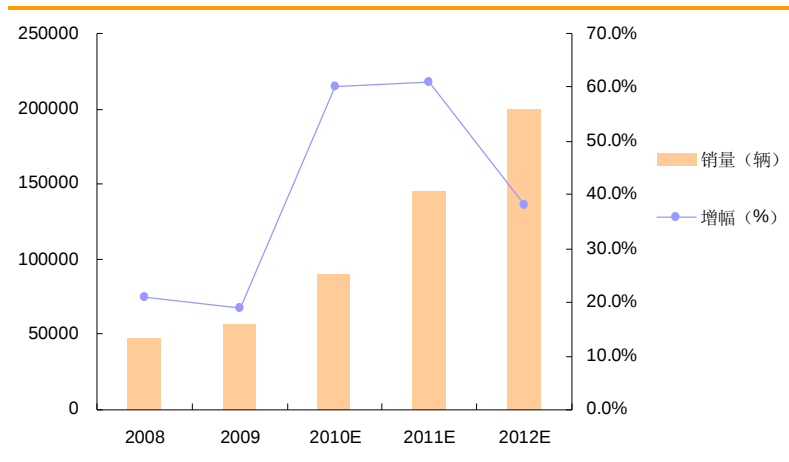
表 2：郑州日产现有产品线

	NISSAN 品牌	DF 品牌
皮卡	皮卡、多功能商务车	锐骐皮卡、锐骐多功能商用
SUV	帕拉丁	奥丁
MPV	-	御轩
CDV	NV200	帅客
轻卡	凯普斯达	-
进口车	碧莲	-
特装车	各类警用、电力、运钞等专用车	

（数据来源：郑州日产 爱建证券）

郑州日产制定了“10 20”计划：2010年销量目标是10万辆，2012年是20万辆。随着NV200的上市，我们预计今年销量在9万辆左右，同比增长60%左右。若完成2012年的销量目标，则意味着3年的复合增长率为52.8%，较目前具有较大的提升空间。

图 2：郑州日产迎来高速增长



（数据来源：郑州日产 爱建证券）

我们认为，郑州日产未来的看点主要体现在以下3点：（1）东风汽车正考虑委托其生产奇骏、逍客，这将有助于消化二工厂的富余产能、提高产能利用率和盈利能力；（2）在强化帕拉丁、锐骐等现有产品优势的同时，加大高档轻卡凯普斯达的开拓力度，适时引进日产新品；（3）正在进行中的网络建设以及成本控制。

3、轻卡市场占有率稳居第二，双品牌战略加速推进

公司在轻卡市场的占有率一直比较稳定，约为11%，位居轻卡行业第二；1-7月销量同比增长47%，高于行业增幅。

公司制定了更为贴近市场的销售战略，实施市场精准定位及网络下沉，受益于“汽车下乡”与“以旧换新”政策的推动，我们预计，2010年公司的轻卡销量在19-19.5万辆，同比增长30%-33%，高于年初规划；市场的占有率将比2009年提高0.5-0.6个百分点。

另一方面，轻卡销量的快速增长带动销售收入提升，占营业收入的比重已由 08、09 年的 44.3%、45.6% 提高至今年上半年的 47.6%。

图 2：上半年轻卡销量增长 39%

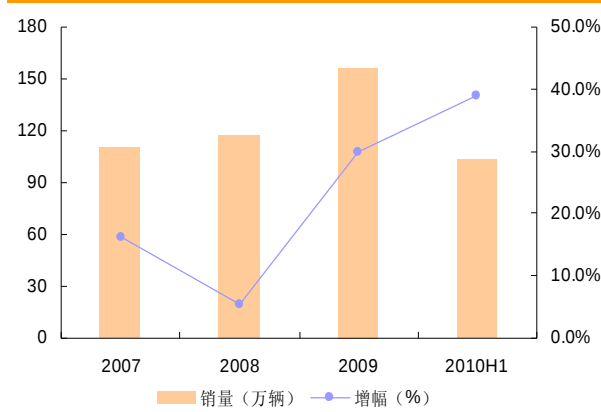
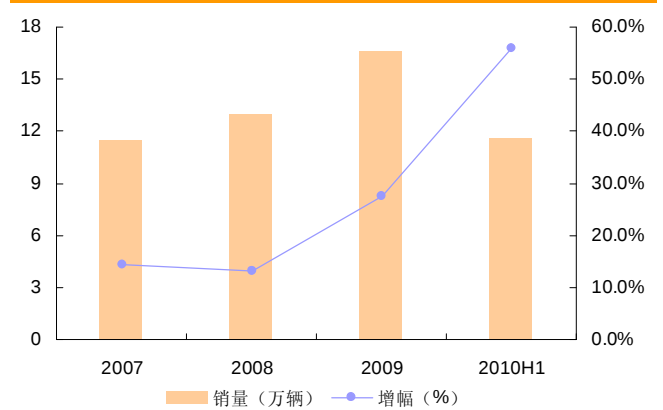


图 3：上半年公司轻卡销量增长 55.8%



（数据来源：公司公告 爱建证券）

公司看好高端轻卡的发展，凯普斯达（CABSTAR）是瞄准这一市场的旗舰产品，搭载 ZD30 发动机，09 年底上市，销售价格在 13-15 万元，主要竞争对手是庆铃 600P。

凯普斯达在欧洲和日本均有着不俗的销售业绩，引入中国市场已经超过半年。我们认为，若进行适当的配置调整、更优惠的价格策略，同时加大市场培育、引领消费观念升级，凯普斯达有望在未来一段时间进入放量阶段。

东风品牌高档轻卡 T01 即将面世，更加显示公司对高端轻卡的重视。在吸收凯普斯达的部分特点之后，公司采取了提高国产化率、下调价格等措施，预计在年底前推出自主品牌高档轻卡 T01，对于销量突破、提高市场占有率影响积极。日本品牌与东风品牌的共同推进，将大大加快公司对于高端轻卡市场的覆盖。

4、高端轻客将在明年下半年投向市场

公司在轻客及底盘产品多年销量名列行业第一，2009 年客车底盘的销量为 2.43 万辆，保持了客车底盘行业第一的市场地位；今年上半年，受市场竞争加剧的影响，客车及客车底盘销售 1.1 万辆，同比下降 12.4%。

图 4：2011 年客车及底盘营收有望重回增长



（数据来源：公司公告 爱建证券）

公司早在 2007 年就启动了高端轻客 A08 项目，预计投产后形成 3 万辆产能，2011 年下半年推向市场，公司同时对现有 ZD30 发动机线进行改造，为 A08 提供发动机。

A08 是公司自行研发的一款轻型商务客车，采用全承载式车身，轿车化底盘，具有 MPV 的品质及舒适性，整车排放达到欧 III 以上标准。A08 主要瞄准全顺新世代、依维柯等高端车型，这将使公司的 LCV 产品线更加

请务必阅读正文之后的重要声明

丰富，为轻客及底盘占领行业第一的目标奠定坚实的基础。因此，我们预计，A08 项目将改变合资品牌在高端轻卡市场的主导地位，2011 年以后有望成为公司一个新的利润增长点。

5、新能源汽车发展走在前列

公司于 2005 年开始布局新能源车的技术研发工作，成立了新能源汽车研发中心，协调襄樊旅行车、郑州日产进行具体项目的研发。2005 年-2009 年，公司已开发 12 款新能源车，包括新能源客车、纯电动厢式车、纯电动 SUV、纯电动 MPV、纯电动皮卡、纯电动代步车等。2009 年 10 月 10 日，公司首批 15 辆商品化纯电动客车在襄樊生产基地下线，标志着东风中轻型新能源客车实现产业化。上半年，共有 51 辆新能源车在襄樊、郑州、唐山开展示范运营，预计后续还将有数百辆新能源车交付使用。

8 月 18 日，公司新能源客车项目在襄樊奠基，标志着公司发展新能源客车开始进入产业化和市场化重要阶段。作为东风公司十六个新能源战略项目之一的新能源客车项目，规划投资 6.5 亿元，到明年上半年，先期形成 2000 辆整车、5000 辆底盘的产能。

公司新能源汽车发展的中期事业计划是：到 2012 年，新能源汽车年产量将从 1000 辆提升至 8500 辆；到 2014 年，年产量将超过 20000 辆，产值达到 10 个亿。

6、投资建议：首次给予“推荐”的投资评级

作为国内 LCV 行业龙头，公司布局完整，常州微客基地也正在建设之中，“N315 计划”指引未来发展方向，公司预计经过 5 年发展以后，到 2014 年，实现动力总成销售 30 万台，海外销售 10 万辆，汽车销售 50 万辆，确保在 LCV 市场占有率达到 15%。

我们预计公司 10 年、11 年 EPS 为 0.38 元、0.49 元，对应目前股价下的动态 PE 为 15.7 倍、12.1 倍，首次给予“推荐”的投资评级。

表 3：利润表预测（百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	13393	12431	14311	17860	21451
减：营业成本	11225	10849	12446	15405	18490
营业税金及附加	204	214	197	262	316
营业费用	795	741	920	1069	1216
管理费用	566	511	676	719	887
财务费用	-30	40	-60	-21	-25
资产减值损失	56	65	72	150	120
加：投资收益	127	394	269	708	848
公允价值变动损益	-31	-14	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	674	392	328	983	1296
加：其他非经营损益	4	37	93	0	0
利润总额	678	430	421	983	1296
减：所得税	96	15	56	111	146
净利润	582	415	365	872	1150
减：少数股东损益	93	99	47	134	173
归属母公司股东净利润	489	315	318	738	977

（数据来源：公司公告 爱建证券）

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。