

第四季度盈利低于预期，2011 年增长看郑州日产

——东风汽车盈利预增点评



事项

2010 年归属于上市公司股东的净利润预增 80%-90%。

点评

- 第四季度盈利低于预期。根据预增公告，公司 2010 年第四季度和全年实现归属于母公司所有者的净利润分别约 0.58 亿和 5.98 亿元。在整体销量保持平稳的情况下，公司第四季度盈利显著低于前三季度的平均水准，原因可能在于集中的新车投放以及新项目的转固加大了公司的费用压力。
- 东风康明斯仍是利润支柱，但 2011 年难有高增长。东风康明斯发动机销量同比增长 76.76%至 22.93 万台，预计实现净利润 11.46 亿元，贡献投资收益约 5.73 亿元。公司的 13L 重型发动机销售前景看好，但整体而言，公司收入与中重卡行业相关度极高，其 2011 年收入及盈利的增速都将随行业增速的显著回落而回落。
- 郑州日产步入快速扩张期。郑州日产二工厂已建成投产，公司 2011 年总产能超过 20 万辆。来自东风有限的代工订单不仅可以快速消化新增产能，还可以贡献一块稳定的收益。帅克、NV200 等新车已集中上市，未来两年将是郑州日产的快速成长期。
- 给予中性投资评级。东风汽车目前虽稳居轻卡行业前三，但利润主要来自对东风康明斯发动机的投资收益。2011 年，东风康明斯销量增速预计较低；郑州日产虽处快速扩张阶段，但短期对整体盈利的影响仍有限。预计公司 2011-2012 年净利增速为 3.4%和 23.4%，EPS 分别为 0.31 元和 0.38 元。

主要财务数据预测表 单位：百万元

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	12432	14311	19950	22400	25760
增长率	-7.2%	15.1%	39.4%	12.3%	15.0%
净利润	315	318	598	618	763
增长率	-35.5%	0.8%	88.1%	3.4%	23.4%
每股收益(元)	0.16	0.16	0.30	0.31	0.38
市盈率	30.43	30.19	16.05	15.53	12.59

风险提示：

- 1、东风康明斯发动机销量可能低于预期
- 2、郑州日产产能利用率可能低于预期

东风汽车 600006

2011-01-19

评级

中性(首次)

目标价格

暂无

当前价格(1 月 18 日收盘)

4.80

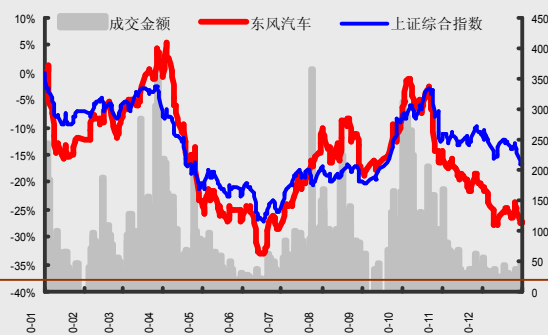
基础数据

总市值(百万)	9600
总股本/流通股本(百万)	2000/2000
流通市值(百万)	9600
每股净资产(元)	2.94
净资产收益率(%)	9.19

交易数据

52 周内股价区间(元)	7.09/4.22
市盈率(2010E)	13.02
市净率(MRQ)	1.63

52 周走势图



研究员 张志鹏

(执业证书 S0820209120024)

联系人 张宇

电话 021-32229888-3502

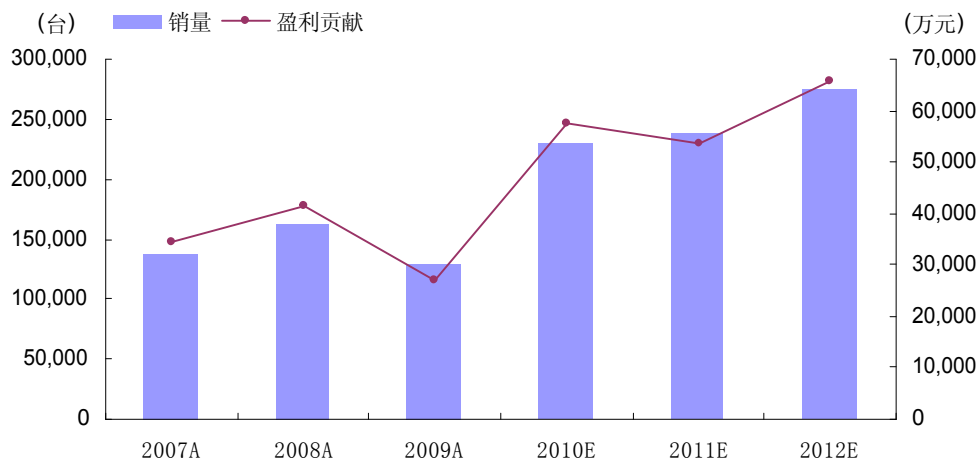
E-mail zhangyu@ajzq.com

相关报告

1、东风康明斯发动机仍是利润支柱

东风汽车持有东风康明斯50%的股权，其盈利贡献通过投资收益来体现，是公司最主要的利润来源。全年，东风康明斯发动机销量同比增长76.76%至22.93万台，预计实现净利润11.46亿元，贡献投资收益约5.73亿元。

图1 东风康明斯发动机年度销量及盈利贡献波动(2007-2012)

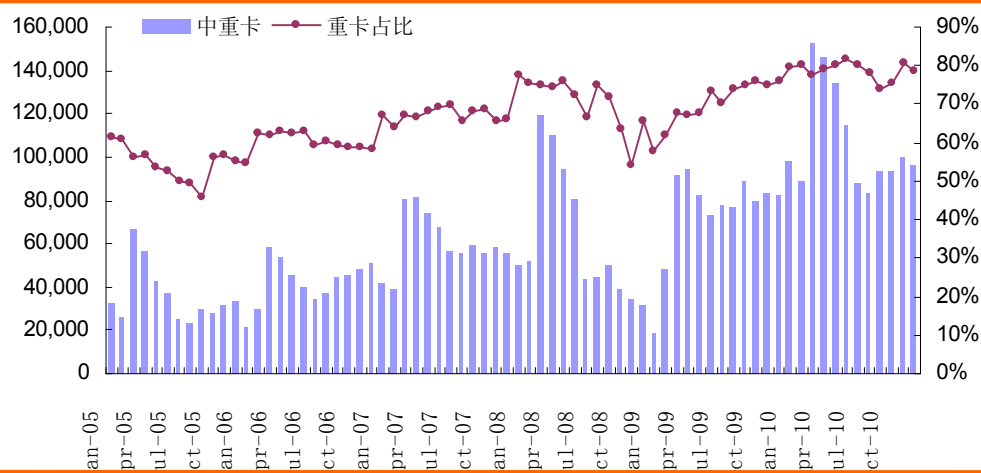


数据来源：爱建证券

东风康明斯发动机为集团内部配套销售占比较高，未来业务份额将逐步向集团外市场拓展。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。可应用于轻、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。

新产品顺应了卡车重型化趋势，市场前景可观。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。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。我们看好公司13L发动机的市场前景，因为它具有较广泛的适应性，可以有效平滑下游某一细分市场的需求波动；同时它不仅满足国三、国四排放标准，还具备升级至国五的潜力。

图2 中重卡月度销量及重卡销售占比一览(2005.1-2010.12) 单位：辆



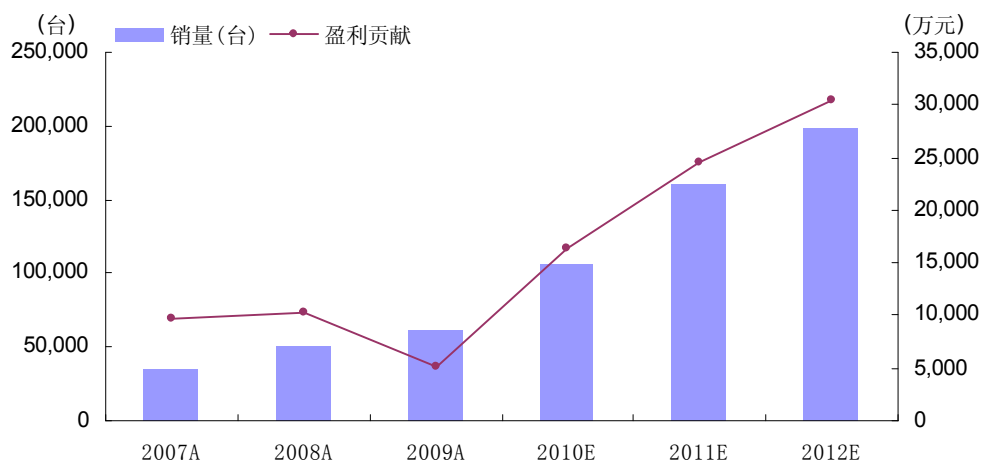
数据来源：中汽协 爱建证券整理

2、郑州日产新产能快速消化是看点

郑州日产的二工厂已经于2010年四季度建成投产，该厂计划产能12万辆，极限产能15万辆。加上一工厂超过8万辆的产能，公司在2011年的总产能超过20万辆。

代工协议将快速消化富余产能，驱动盈利快速增长。公司于2010年10月公告将代工生产“奇骏”、“逍客”等产品，委托生产加工费为5,000元/台，产量为12.2万辆。代工协议一方面可以有效消化新工厂的富余产能，大幅提升新工厂的QCD水平，另一方面也可迅速贡献利润以抵御项目转固带来的费用压力。帅克、NV200等新车集中投放之后，郑州日产车型谱系进一步完善，未来两年销量和盈利均有望较快增长。

图3 郑州日产年度销量及盈利贡献波动(2007-2012)

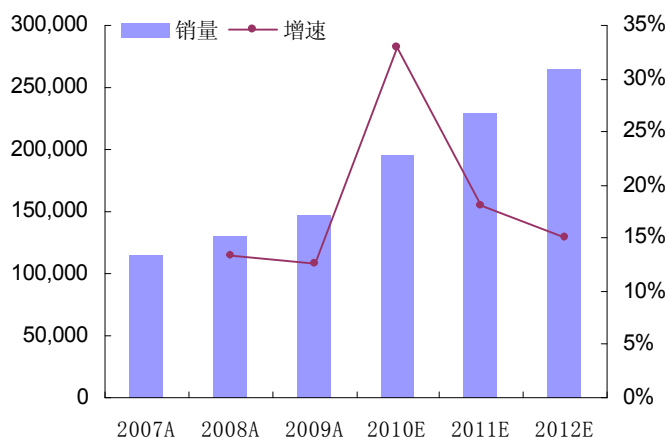


数据来源：爱建证券

3、本部轻卡2010年增速超行业

公司轻卡的生产基地分布在襄樊和常州，全年公司轻型车销售19.44万辆，同比增长33%，同期轻卡行业增速为25%，超越行业的增长表明2010年公司加大产品结构调整以及加强县级以下销售网络的下沉策略的成功。随着“汽车下乡”、“以旧换新”等政策的退出，未来两年轻卡行业增速将有所回落，轻卡产品结构也将有所上移，公司也将加大高端轻卡产品的投放力度，在稳固目前约11%市场份额的同时，提升轻卡产品整体的盈利能力。

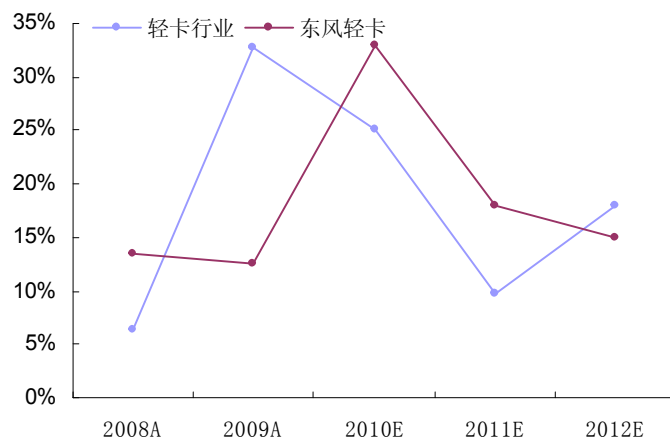
图4 东风轻卡年度销量及增速(2007-2012) 单位：辆



数据来源：爱建证券整理

请务必阅读正文之后的重要声明

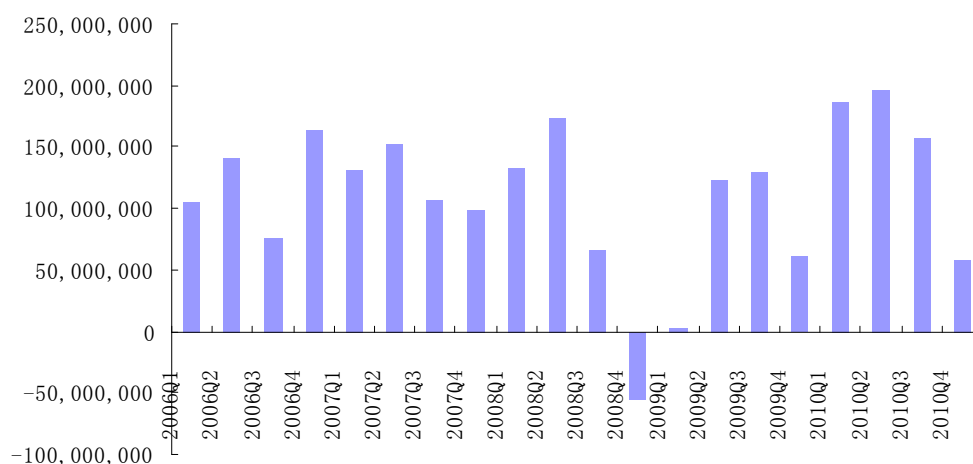
图5 东风轻卡与行业年度增速比较(2007-2012)



数据来源：爱建证券整理

4、盈利测算

图6 公司单季度净利润一览(2006. Q1-2010. Q4) 单位：元



数据来源：WIND 爱建证券

表1 主要的盈利假设

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
公司主要产品销量 单位：辆/台						
本部轻卡	114606	130000	146274	194400	229392	263801
郑州日产	35432	50872	61384	106358	160000	198800
发动机	137000	162576	129707	229272	238443	274209
毛利率						
本部轻卡	8.6%	8.9%	11.5%	10.6%	11.0%	11.0%
郑州日产	21.3%	18.5%	16.0%	18.0%	16.0%	16.0%
发动机	24.7%	22.0%	24.0%	25.0%	24.5%	25.0%

数据来源：爱建证券

表2 公司盈利预测简表 单位：百万元

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	12432	14311	19950	22400	25760
营业费用	741	920	1300	1500	1715
管理费用	511	676	1220	1300	1410
财务费用	40	60	100	109	105
资产减值损失	65	72	0	0	0
营业利润	392	59	49	200	250
投资收益	394	269	573	536	658
利润总额	430	421	712	736	908
所得税	15	56	53	54	67
少数股东权益	99	47	61	63	78
归属于母公司股东净利润	315	318	598	618	763
摊薄每股收益(元)	0.16	0.16	0.30	0.31	0.38

数据来源：爱建证券

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,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映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。

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;

● 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

● 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

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，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“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。