

公司研究

汽车行业

评级：持有

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号
院 1 号楼 6 层

分析师：邢海芝

投资咨询执业证书编号：

S1500510120007

010-63081259

xinghaizhi@cindasc.com

联系人：张华

010-63081254

zhanghuac@cindasc.com

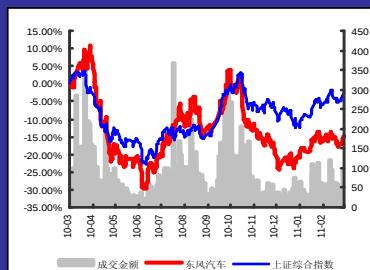
最新价：5.35 元

目标价：元

基本数据

52 周内股价波动区间(元)	7.15-4.22
最近一月涨跌幅(%)	-0.5
总股本(万股)	200000
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	107.00
每股净资产	2.95
总资产(亿元)	188.24
第一大流通股东(%)	60.10

最近一年市场表现



东风汽车(600006):

估值安全，但业绩增长不确定性较大

公司年报点评

2011 年 03 月 26 日

投资要点：

- 受益于行业持续性增长，公司 10 年实现各类汽车销量 30.1 万辆，同比增长 44.8%，其中轻卡向中低端继续延伸，同比增长 34.2%，MPV 受新产品拉动增长 672.7%，发动机向非车用市场拓展增长 75.5%，SUV 方面无新投入，增长与上年基本持平。营业收入实现 198 亿元，同比增长 38.35%。
- 归属于母公司净利润实现 5.71 亿元，同比增长 79.54%。利润的大幅增长主要依赖于东风康明斯的业绩由 09 年的 5.36 亿元大幅度恢复性增长到 13.87 亿元，但同时公司轻卡等自身业务亏损呈加大趋势，由 09 年的 -0.54 亿元降低到 10 年的 -2.04 亿元。
- 公司现金储备依然丰厚，未来大规模的资本性支出减少，投资主要在 A08 和微车项目等方面。
- 公司未来业绩增长主要依赖于郑州日产二期产能投放后带来的销量增长，东风康明斯发动机业务受行业景气影响增速将下滑，而其自身业务赢利尚存不确定性，轻型发动机预计可盈亏平衡，总体其 11 年业绩看点不多。
- 公司股价依然具有较大安全边际，但业绩增长的不确定性以及业绩爆发力不足是给予其“持有”评级的原因。

受益于行业持续性增长，公司 10 年实现各类汽车销量 30.1 万辆，同比增长 44.8%，其中轻卡向中低端继续延伸，同比增长 34.2%，MPV 受新产品拉动增长 672.7%，发动机向非车用市场拓展增长 75.5%，SUV 方面无新投入，增长与上年基本持平。营业收入实现 198 亿元，同比增长 38.35%。

10 年，公司累计销售汽车 30.07 万辆，同比增长 44.8%，高于汽车行业总体 32.37% 的增长水平。

增长的主力还是来自于轻卡的快速增长，10 年轻卡销售达 22.22 万辆（不含微卡），同比增长 34.2%，高于轻卡行业增幅 8.1 个百分点。增长的原因一方面是行业增长的大背景，另一方面，与公司近年上规模的发展战略有关，公司 10 年分品系营销战略得以全力推进，卡普特、多利卡、福瑞卡产品换型基本完成，通过细分市场精准定位，产品竞争力得到明显提升。另外，公司 10 年全力推进了网络下沉工作，大力提升空白网络覆盖率，二三线市场销量快速提升。同时，主要竞争对手如福田、江淮等 10 年新产品推出也相对乏力。10 年，公司日产高端轻卡凯普斯达 09 年 11 月上市后，10 年大约销售了 1510 辆，整体贡献尚未体现。

另外，尽管绝对规模不大，但增速最快的 MPV 10 年销量达到 3.34 万辆，而 08 年、09 年其销量分别为 0.17 万辆和 0.43 万辆。MPV 的增长主要是近年新产品逐步成熟并推出。其中帅客（东风品牌）和 NV200（NISSAN 品牌）销量分别达到 1.93 万辆和 1.17 万辆，而帅客 09 年销量只有 1712 辆，NV200 是 10 年新推出产品。但是，作为 08 年即推出的御轩（东风品牌）产品，10 年销量只有 2352 辆，相比 09 年的 2606 辆还有所减少。我们认为，公司尽管抓住了 MPV 行业增长的机遇，但就产品定位来说存在一定的重叠，导致了自身产品本身的相互替代性较强，存在一定的资源投入浪费。

SUV 方面，10 年公司继续以老产品帕拉丁和奥丁主打市场，在行业整体增长 101% 的背景下，公司 SUV 销量甚至还下降了 3.10%，显示其在这方面目前的重视和投入还不足。

发动机方面，10 年实现销量 22.9 万台，同比增长 75.5%，高于 30.4% 的柴油发动机增速。10 年发动机产品的增长主要是 09 年销量基数较低所致，09 年公司在下游行业市场需求转换背景下，公司缺乏应对产品导致了其增速大幅下滑达 20% 多。同时，10 年，大中客车行业增速较快，公司在非车用市场方面的开拓也取得积极进展。

与销量增长相适应，公司 10 年实现营业收入 198.0 亿元，同比增长 38.35%，增速略低于销量增速，与 09 年一样，主要是公司近年在中低端轻卡方面的增长探

低了平均单车销售价格。

表 1：东风汽车各主要产品 09 年销量及增长比较

	08 年			09 年			10 年		
	销量, 万辆 (台)	增 长, %	行业 增长, %	销量, 万辆 (台)	增长, %	行业 增长, %	销量, 万辆(台)	增长, %	行业 增长, %
汽车整车	17.07	13.78	6.7	20.8	21.64	46.15	30.1	44.48	32.37
其中轻卡*	12.99	13.34	16.19	16.55	27.42	29.98	23.15	30.00	26.13
SUV	1.30	5.80	25.28	1.22	-6.37	65.88	1.18	-3.10	101.27
MPV	0.17	111.0	-12.56	0.43	156.72	26.12	3.34	672.70	78.92
客车底盘	2.44	19.94	-14.17	2.43	-1.67	-13.96	2.43	-5.20	4.93
发动机**	16.26	18.69	3.30	12.97	-20.22	29.91	22.9	75.5	30.36

* 含微卡；** 汽车用柴油机。

来源：公司公告，汽协。

公司 10 年归属于母公司净利润实现 5.71 亿元，同比增长 79.54%。利润的大幅增长主要依赖于东风康明斯的业绩由 09 年的 5.36 亿元大幅度恢复性增长到 13.87 亿元，但同时公司轻卡等自身业务亏损呈加大趋势，由 09 年的-0.54 亿元降低到 10 年的-2.04 亿元。

10 年，公司归属于母公司净利润来源中，来自东风康明斯的投资收益贡献依然是主要因素，而且是最大因素。10 年，东风康明斯共实现净利润 13.87 亿元，对上市公司贡献净利润达到 6.93 亿元，而 09 年只有 2.68 亿元贡献。东风康明斯的盈利增长主要是销量增长带来的规模化效益，另外，其新产品的附加值也有所提高。

公司合并报表业务中，郑州日产 10 年实现净利润 1.27 亿元，同比增长约 24.72%，低于我们的预期。郑州日常赢利的增长主要是其 MPV 产品销量增长所致，另外，10 年，公司为东风有限委托生产“奇骏”、“逍客”等产品，大约 4-5 万辆左右，每台加工费 5000 元，大约贡献了 2 亿元的毛收入，这也一定程度上对公司业绩有所贡献。但是，由于郑州日产二期 12 万辆产能于 10 年四季度开始逐步投产，本期转入固定资产金额达到 9 亿元左右，这带来一定的折旧摊销压力。

10 年，除东风康明斯和郑州日产赢利增长外，以及襄樊旅行车赢利略有增长外，公司其他业务板块如专用车、轻型发动机以及母公司轻卡、铸造业务赢利都有所下降。其中，轻型发动机在 09 年亏损 1828 万元基础上，10 年继续亏损 7478 万元，显示公司在此业务上进展缓慢，也尚待进一步探究。

另外，作为公司主营业务的轻卡、铸件业务等 10 年继续亏损 2.04 亿元，相

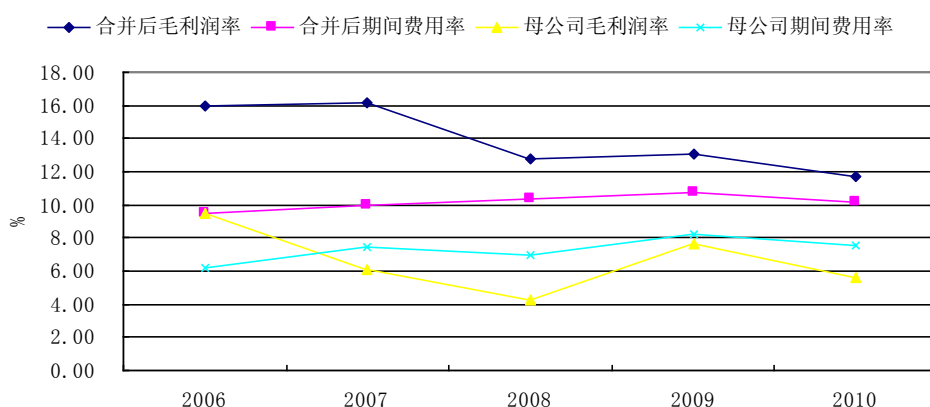
比 09 年的 0.54 亿元亏损大幅度提高，而且这是在其轻卡业务销量大幅提高基础之上的。母公司业务的进一步亏损我们认为其一是轻卡在 10 年大幅度向经济型以及二三线市场拓展过程中产品的附加值有所降低，10 年公司轻卡的毛利润率从 09 年的 7.89% 下降到 10 年的 6.5%。其二就是公司铸件业务（向东风康明斯销售发动机铸件）的亏损一直在加大。另外，公司投资建设的微卡项目约 10 万辆产能，目前正在建设和试生产阶段，对赢利也构成一定压力。

表 2：东风汽车各主要业务单元对公司净利润贡献对比

	08 年	09 年	10 年
东风康明斯	40211	26829	69339
郑州日产	10198	5194	6478
东风襄樊旅行车	2608	4251	4386
襄樊专用汽车	-346	1361	-232
其它（包含但不限于证券）投资收益	-1295	520	1367
东风轻型发动机		-933	-3814
合计	51376	37222	77524
归属于上市公司股东净利润	31548	31794	57082
推算公司轻卡和其它业务产生净利润	-19828	-5428	-20442

来源：公司公告，信达证券整理。

图 1：东风汽车母公司及合并后公司盈利能力情况对比



来源：公司公告，信达证券。

公司现金储备依然丰厚，未来大规模的资本性支出减少，投资主要在 A08 和微车项目等方面。

公司 10 年总的投资性支出为 13.04 亿元，相对 09 年的 8.58 亿元有所提高，其中主要是对郑州日产的二期产能建设支出约 6.56 亿元，加上机关项目支出等总计在建工程方面支出约 9.38 亿元。

目前，公司在建和刚刚完成的在建项目总投资约 29.38 亿元，截止到 10 年底，

大约已完成投入约 19 亿元，另有近 10 亿元后续投资预计在 11 年、12 年完成，主要是 A08 项目和 NV200 项目以及微车项目等，总体对公司压力不大，同时需要转为固定资产的金额每年大约也只有 5 亿元左右，相比 10 年会有所减少。

公司目前依然持有净现金约 32.52 亿元，折合每股约为 1.65 元，占公司当前股价（5.34 元）的 31%。

公司未来业绩增长主要依赖于郑州日产二期产能投放后带来的销量增长，东风康明斯发动机业务受行业景气影响增速将下滑，而其自身业务赢利尚存不确定性，轻型发动机预计可盈亏平衡，总体其 11 年业绩看点不多。

11 年，东风康明斯业务不可能如 10 年那样继续维持高增长，一是基数已较高，另外，下游特别是重汽车、大中客车行业的增长都会受到抑制，因此对公司净利润的贡献依然会较大，但增速显然会显著降低，我们乐观预计将与 10 年持平。

郑州日产随着 MPV 产品以及高档轻卡的规模化销售，加之二期产能的支撑，11 年预计会有不错的业绩表现。按销量增长一倍达 8 万辆左右，（加上委托生产约 7 万辆，总体产能利用率达 75%），其业绩也有望增长一倍以上。

公司轻卡及微卡业务由于 11 年行业增长预期只有 15% 左右，预计公司也会维持这一增长水平（二三线市场进一步挖掘的空间存在递减效应），赢利上亏损程度应当有一定减少。但微卡产能建设如销量不达预期，对业绩依然会有负面影响。总体，公司自身业务的赢利依然有很强的不确定性，这主要依赖于公司的经营政策倾向。

轻型发动机业务我们认为有望成为公司另一个利润增长点，预计其 10 年即可实现盈亏平衡，但不如预期，乐观预计 11 年应可实现盈亏平衡目标。

公司股价依然具有较大安全边际，但业绩增长的不确定性以及业绩爆发力不足是给予其“持有”评级的原因。

当前股价下公司基于 10 年业绩的 PE 约为 19 倍，扣除现金实际只有 12 倍，PB 也只有 1.8 倍，具有较大的安全边际。但由于公司 11 年业绩增长尚存较大不确定性，因此，未来估值水平基于业绩增长带来的降低并不具有确定性。建议持有为主。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102