



9 August 2011 | 35 pages

东风汽车 (600006)

值得期待的增长

——公司深度研究报告

研究员: 马春霞 执业证书编号: 1230511010009
 86-21-64718888-1270
 machunxia@stocke.com.cn

本报告导读:

- 东风康明斯的多元化及独立第三方战略将是驱动盈利增长的关键因素;
- 轻卡业务在城市物流业的兴起中再拾增长动力;
- 新产品、新项目增强了企业发展后劲。

投资要点:

公司主营东风系列、东风日产系列商用车、东风康明斯发动机, 产品主要有轻卡、皮卡、SUV、MPV、客车底盘等车型。

■ 东风康明斯的多元化及独立第三方战略将是驱动盈利增长的最关键因素;

东风康明斯发动机主要生产机械式和全电控柴油机, 发动机排量涵盖了3.9L~13L。公司产品可广泛应用于轻、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、发电机组等领域。未来东风康明斯将加强产品多元化、客户多元化和应用市场的多元化的布局。

■ 轻卡业务在城市物流业的兴起中再拾增长动力;

轻卡在城市物流、城乡短距离运输市场有明显优势。公司轻卡在拓展产品线的同时将轻卡分品系营销和网络下沉, 以提高市场竞争力。

■ 新产品、新项目增强了企业发展后劲;

在战略性产品研发方面: 2011 年, 东风品牌高端轻卡 T01、高端轻客 A08、第一代微车 W03 等多款战略性产品进入研发和试制阶段, 公司轻型发动机的配套能力提升将轻卡和轻客的盈利能力, 增强企业发展后劲。

■ 投资建议“买入”。

根据估值结果, 我们认为公司合理的估计为 4.8-6.0 元, 估值区间中值为 5.4 元, 对应 2011-2013 年的 PE 为 14 倍、11 倍和 9 倍。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标 (单位: 百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	19800	23721	29319	35622
收入同比	38.35%	19.80%	23.60%	21.50%
归属母公司净利润	571	803	970	1144
净利润同比	79.54%	40.62%	20.88%	17.85%
毛利率	11.72%	11.79%	11.87%	11.98%
ROE	8.31%	11.74%	12.46%	13.24%
每股收益(元)	0.29	0.40	0.49	0.57

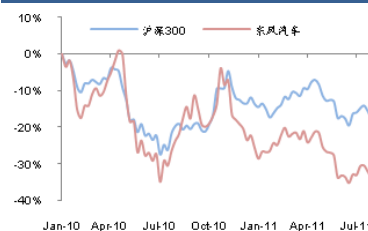
评级: 增持

当前价格: 3.95 元

单季度业绩 元/股

2Q/2010	0.10
3Q/2010	0.08
4Q/2010	0.02
1Q/2011	0.10

2010 年以来公司股价走势图



相关报告

《近看东风康明斯, 远看新产品放量》——东风汽车调研报告_2011-5-9

报告撰写人: 马春霞





正文目录

一、国内大型的轻型商用车生产基地	4
1、公司主要业务和产品	4
2、公司收入及产品毛利状况	5
3、公司主要资产结构	6
4、公司发展战略	7
二、公司主营业务分析	7
1、东风康明斯发动机保证了公司稳定的收入来源	8
1.1 柴油机行业的发展取决于相关终端产品市场情况	8
1.2 东风康明斯属于大功率高速柴油机	9
1.3 运输强度高为商用车带来长期发展机遇	9
1.4 我国柴油机行业的竞争格局	11
1.5 客户多元化降低经营风险	14
1.6 应用市场多元化	15
2、轻型车——业绩弹性最大	15
2.1 轻卡市场行业竞争格局稳定	15
2.2 公司是技术领先的大型轻卡制造基地	17
2.3 丰富的产品系列	17
2.4 公司轻卡高中低品系划分明确，营销策略走向成熟	18
2.5、产品技术升级拭目以待	19
3、郑州日产——受益 MPV 和 SUV 细分行业的快速增长	19
4、襄樊旅行车，又一受益快速增长细分市场	21
5、山东凯马	21
6、东风轻型发动机	22
7、关注公司中高端产品市场开拓	22
8、新能源汽车业务	23
三、公司财务分析	24
1、盈利能力分析	24
2、偿债能力分析	25
3、资产周转能力	25
4、期间费用率分析	26
四、盈利预测与估值	27
1、盈利预测	27
2、相对估值	28
五、股票投资风险	29
附 1: 公司股权结构和股东背景	30
附 2: 东风汽车集团在 A 股整体上市是大势所趋	31





表目录

表 1: 公司主营产品	4
表 2: 公司主要控股和参股公司	6
表 3: 2010 年公司各业务单元净利润贡献	7
表 4: 康明斯在国内的主要合资企业	9
表 5: 2010 年可比公司偿债能力对比 (%)	25
表 6: 2010 年可比公司资产周转能力对比 (%)	25
表 7: 公司在投资项目进展 (截止 2010 年底末)	27
表 8: 公司分业务业绩预测情况	28
表 9: 商用载货车类上市公司估值情况	28
表 10: 动力类上市公司估值情况	29
表 11: 公司日常经营相关的关联交易	29
表 12: 国内前六大汽车集团主要 A 股资本运作平台	31
表 13: 4 大集团 2011 年累计销量构成分析 1	32
表 14: 4 大集团 2011 年累计销量构成分析 2	32

图目录

图 1: 公司轻卡产品	4
图 2: 公司皮卡产品	4
图 3: 公司客车产品	5
图 4: 公司发动机	5
图 5: 公司主营收入构成情况	5
图 6: 公司各产品毛利率状况	5
图 7: 2010 年公司各产品毛利贡献	5
图 8: 公司主要生产基地	6
图 9: 公司发动机销量及增长率 (%)	8
图 10: 货物周转量各运输方式同比增长情况 (%)	10
图 11: 货物周转量各运输方式占比	10
图 12: 旅客周转量各运输方式同比增长情况 (%)	10
图 13: 旅客周转量各运输方式占比	10
图 14: 2011 年 1—6 我国轻卡企业市场份额	16
图 15: 国内轻卡销量及增长率 (%)	17
图 16: 公司轻卡销量及增长率	17
图 17: 公司 SUV,MPV 与皮卡销量及增长率 (%)	20
图 18: 公司客车产品	21
图 19: 公司客车底盘	21
图 20: 公司在上海车展展出的纯电动微轿	23
图 21: 2010 年可比公司盈利能力对比 (%)	24
图 22: 公司盈利能力变化趋势	24
图 23: 公司偿债能力变化趋势	25
图 24: 公司资产周转能力	26
图 25: 2010 年可比公司期间费用率对比 (%)	26
图 26: 公司期间费用率变化趋势	26
图 27: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图	30
图 28: 公司实际控制人股权结构	30





一、国内大型的轻型商用车生产基地

1、公司主要业务和产品

公司是一家设计、制造和销售东风系列轻型商用车、东风康明斯发动机及相关零部件的公司。

东风轻型商用车产品结构覆盖轻型卡车、轻客、客车底盘、皮卡、SUV 等车型，是中国最大的轻型商用车生产基地，已形成东风小霸王、东风金霸、东风多利卡、东风之星、东风金刚、东风皮卡、东风快车等多系列上千个品种。

公司持有 50%股份的东风康明斯发动机有限公司，主要生产康明斯 B、C、D/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，D 系列船用发电机，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。

表 1：公司主营产品

产品	品牌	产品系列
轻卡	东风	东风小霸王、东风多利卡、东风金霸、东风康霸、东风之星、东风金刚、东风劲诺等
MPV、SUV	东风、NISSAN	东风御轩、奥丁、NISSAN 帕拉丁
皮卡	东风、NISSAN	东风、NISSAN 双品牌下的汽油、柴油皮卡
客车及其客车底盘	东风	东风莲花、东风快车等
发动机	东风康明斯	东风康明斯 B、C、D/L 系列发动机
	东风	东风轻型发动机
梅花铸件	东风	东风梅花铸件

资料来源：WIND 资讯、浙商证券研究所

图 1：公司轻卡产品



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

图 2：公司皮卡产品



资料来源：公司资料、浙商证券研究所





图 3: 公司客车产品



资料来源: 浙商证券研究所

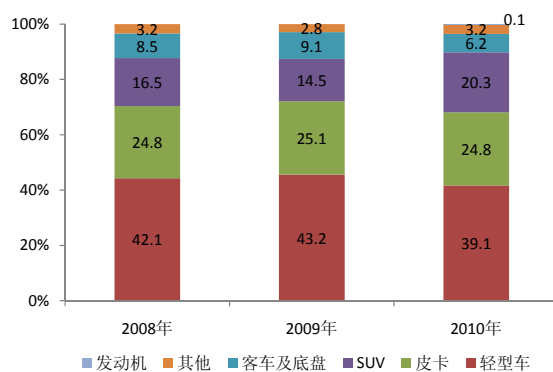
图 4: 公司发动机



资料来源: 浙商证券研究所

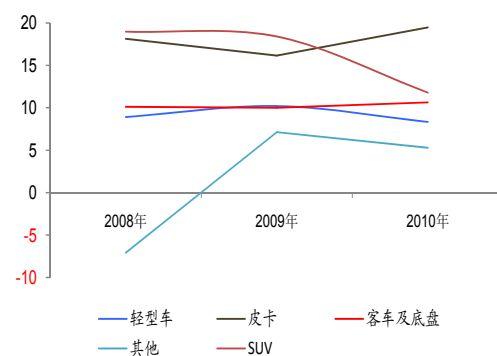
2、公司收入及产品毛利状况

图 5: 公司主营收入构成情况



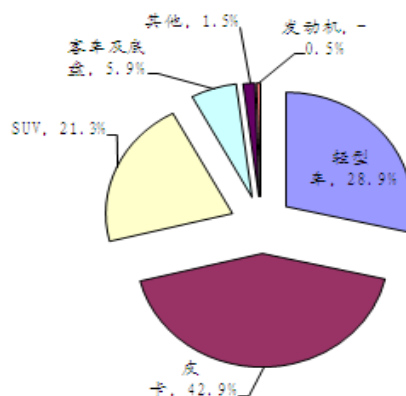
资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 6: 公司各产品毛利率状况



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图 7: 2010 年公司各产品毛利贡献



资料来源: 公司资料、浙商证券研究所





3、公司主要资产结构

表 2：公司主要控股和参股公司

被参控股公司	被参控股公司主营业务	参股比例(%)	被参控股公司净利润(万元)
东风康明斯发动机有限公司	生产康明斯 B/C/L 系列发动机及零部件	50	138,678
郑州日产汽车有限公司	日产皮卡车,运动型多功能乘用车的生产与销售	51	12,701
东风襄樊旅行车有限公司	各类客车,客车底盘及其零部件的开发,设计制造,销售和技术咨询及自营进出口业务	90	4,873
山东凯马汽车制造有限公司	生产	10	30,647
武汉东浦信息技术有限公司	信息技术	29	2,306
常州东风汽车有限公司	轻型商用汽车及零部件的制造,加工,销售	83.33	653
襄樊邦乐车桥有限公司	生产	49	602
东风襄樊物流工贸有限公司	企业投资咨询,企业管理咨询;汽车,零部件及材料的仓储,运输和配送等	100	166
东风嘉实多油品有限公司	批发零售	30	549
郑州协欣金属工业有限公司	加工服务	40	120
天津博观顺远股权投资基金合伙企业投资,咨询		40	-44
东风襄樊专用汽车有限公司	改装,销售东风系列各吨位级专用汽车,特种厢式车等	100	-232
上海嘉华投资有限公司	投资咨询	100	-3,518
东风轻型发动机有限公司	制造和销售轻型发动机	51	-7,478

资料来源：WIND 资讯，浙商证券研究所

图 8：公司主要生产基地



资料来源：公司资料、浙商证券研究所





4、公司发展战略

2009 年末，公司正式对外发布第三个五年发展计划——“N315 计划”。

主要内容是：自 2010 年到 2014 年 5 年间，在第三个完整的五年计划收官之时，公司将完成第 3 次跨越。

主要标志是：到 2014 年，动力总成销售 30 万台，海外销售 10 万辆，整车销售 50 万辆；到 2014 年，以襄樊、郑州和常州 3 大基地协调发展为基础，确保在集团内销量贡献度超过 15%；到 2014 年，以拓展产品线、分品系营销和网络下沉 3 项举措为保障，确保在轻卡市场占有率达到 15%；到 2014 年，以发展新能源车、优质减排车和小排量车 3 项调整为支撑，确保每年最低增长率大于 15%。

2011 年，是公司实施“N315”计划的第二年，公司将继续围绕“N315”计划目标开展工作，确保到 2014 年，“N315”计划的各项目标如期达成。

二、公司主营业务分析

表 3：2010 年公司各业务单元净利润贡献

公司各业务单元	净利润	净利润贡献
东风康明斯发动机有限公司	138,678	114.9%
郑州日产汽车有限公司	12,701	10.7%
东风襄樊旅行车有限公司	4,873	7.3%
山东凯马汽车制造有限公司	30,647	-（注）
武汉东浦信息技术有限公司	2,306	1.1%
常州东风汽车有限公司	653	0.9%
襄樊邦乐车桥有限公司	602	0.5%
东风襄樊物流工贸有限公司	166	0.3%
东风嘉实多油品有限公司	549	0.3%
郑州协欣金属工业有限公司	120	0.1%
天津博观顺远股权投资基金合伙企业	-44	0.0%
东风襄樊专用汽车有限公司	-232	-0.4%
上海嘉华投资有限公司	-3,518	-5.8%
东风轻型发动机有限公司	-7,478	-6.3%
公司本部及其他	-17,208	-28.5%

资料来源：公司资料、浙商证券研究所

注：山东凯马 2010 年 12 月 28 日增资完成，项目刚投产，暂无收益。

从利润贡献度看，公司本部（轻卡）和东风康明斯发动机有限公司、郑州日产汽车有限公司是我们关注的重点。

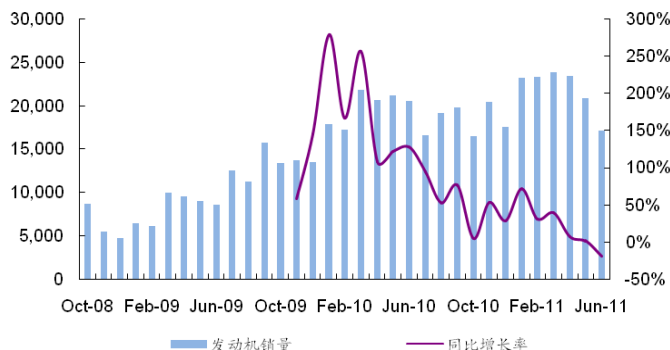




1、东风康明斯发动机保证了公司稳定的收入来源

东风康明斯发动机业务是公司业绩持续增长的保证，从 2000 年以来，发动机的毛利率一直保持在 30%以上，对公司的利润的贡献率保持在 80%以上。

图 9：公司发动机销量及增长率（%）



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

东风康明斯发动机业务 08、09 年和 10 年对公司的利润贡献为 4.14 亿元、2.68 亿元和 6.9 亿元，分别占公司合并利润的 131%和 84%和 121%，是公司利润的主要来源。由于原材料、人力成本的上升，公司本部 2011 年利润很难大幅度提升，2011 年利润的增长主要还看康明斯发动机公司。

1.1 柴油机行业的发展取决于相关终端产品市场情况

柴油机具有功率大、能源成本低等特点，主要用于重型汽车、工程机械、船舶以及发电设备等领域。随着柴油机技术的快速发展，目前柴油机的排放已经达到了较高的标准，因此在发达国家，部分汽油机已经被柴油机所取代。就汽车行业而言，柴油机行业处于汽车产业链的中端，行业上游是各零部件生产厂，下游是整车生产厂。

在分类统计方面，我国将柴油机大致分为 4 类：单缸柴油机、多缸小型柴油机（缸径 100 毫米以下）、中缸径多缸柴油机（缸径 100-160 毫米）和中低速柴油机。

单缸柴油机的功率通常在 13 千瓦以下，主要用于配套小型农用运输车辆、小型拖拉机等。多缸小型柴油机功率通常在 80 千瓦以下，主要用于配套中小型卡车、农用运输车和农用机械。中缸径多缸柴油机一般为大功率高速柴油机，功率通常在 80-370 千瓦之间，主要用于重型汽车、工程机械、大型客车等的配套。中低速柴油机主要用于内燃机车、船舶等。

柴油机主要用于最终配套产品，比如大功率高速柴油机主要配套重型汽车、大型客车、工程机械、船舶、发电机组等。因此，柴油机行业的发展在很大程度上取决于相关终端产品市场情况。





1.2 东风康明斯属于大功率高速柴油机

表 4: 康明斯在国内的主要合资企业

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

资料来源: WIND 资讯, 浙商证券研究所

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、D/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, D 系列船用发电机, 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, 公司产品满足国 II、国 III、国 IV 排放法规要求, 可广泛应用于轻、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, 目前主要为重型货车、大中型客车配套, 因此, 康明斯发动机的发展主要取决于中重型卡车和大中型客车行业的发展。

其中, 东风康明斯 ISZ 13L 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, 并具有升级到国 V 的潜力。

东风康明斯发动机以其先进的经济性、动力性、可靠性、耐久性和环境安全性受到国内外用户的普遍好评。公司产品主供东风市场; 近年来, 公司积极开拓东风外部市场, 安徽华菱、郑州宇通、厦门金龙、柳工机器等国内著名汽车和工程机械制造厂纷纷选用了东风康明斯发动机。

1.3 运输强度高为商用车带来长期发展机遇

近年来, 随着国民经济的持续增长、固定资产投资及公路码头的建设, 我国汽车行业特别是重卡行业持续快速发展。重卡的市场需求主要受经济活跃周期、交通运输管理政策、环保排放产业政策、公路网络建设情况、燃油价格波动、房地产投资、出口需求等因素影响。

(1) 工业化和城市化带动重卡需求处于高弹性区间

根据国家信息中心和国务院发展研究中心的研究, 2020 年以前, 我国处于重工业化和城市化的“双加速”阶段, 投资、消费需求旺盛。以住房和汽车为主的居民消费结构升级带动产业结构升级, 工业化和城市化拉动经济增长导致运输强度高。

2008-2020 年中国处于工业化发展阶段: 2000 年以后, 中国居民消费结构开始



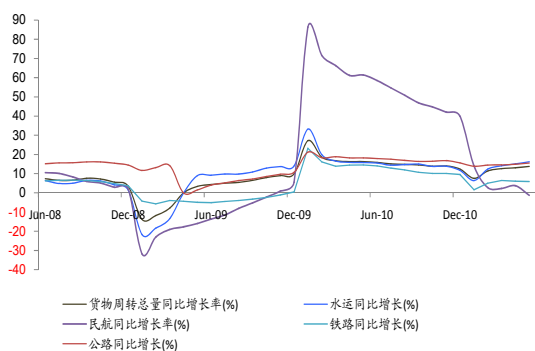


向往、行方面升级，主导产业开始集中于重化工业以及电子通信设备等方面，中国开始进入重化工业阶段，以装备制造业为龙头的重工业发展带动工业化进程加快。这一阶段投资规模大、产业链长、加工度高、中间产品多、增长持续时间长，因此经济增长率高。根据国际经验，重化工业过程大约要经历 20 年左右的时间。

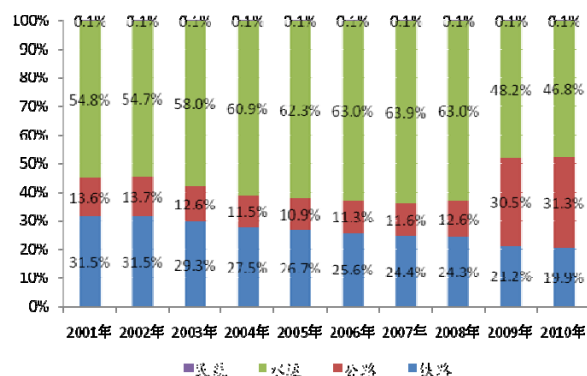
工业化时期投资率将保持高位，必将拉动重卡需求增长。2008-2020 年是中国城市化加速阶段：按照国际发达国家城市发展经验，工业化发展带动城市化，当城市化水平在 30%-70%，城市化进入加速时期。根据国务院发展研究中心的预测，未来我国的城市化率保持稳定增长，每年增加 1%，到 2015 年，中国城市化率达到 55% 左右。

发达国家的经验表明，城市化既带动投资增长，也促进消费的增长，使得经济保持高速发展。城市化带来同等人口产生的货运量增加，运输强度增加，将带动中重型卡车需求的较快增长。

图 10：货物周转量各运输方式同比增长情况（%） 图 11：货物周转量各运输方式占比

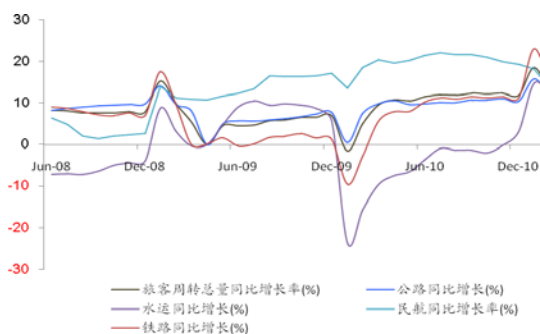


资料来源：wind、浙商证券研究所

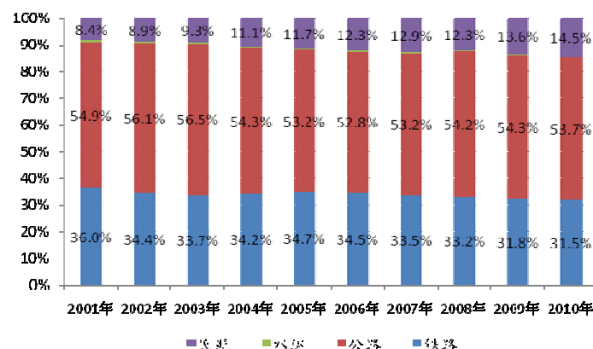


资料来源：wind、浙商证券研究所

图 12：旅客周转量各运输方式同比增长情况（%） 图 13：旅客周转量各运输方式占比



资料来源：wind、浙商证券研究所



资料来源：wind、浙商证券研究所





（2）资源分布越不均匀，运输强度越高

我国资源分布不均匀，东部地区需要大量资源，而资源主要分布在中西部地区，导致运输强度比较高。

（3）国产重型卡车国际市场需求潜力巨大

自 2002 年起，我国重型卡车开始批量出口，2007 年总出口超过 6 万辆，约占整个行业总销量的 12%，2008 年总出口达到 6.5 万辆，约占整个行业总销量的 12.4%，近几年出口年均复合增长 100%以上，出口已成为我国重型卡车行业需求增长的重要组成部分。

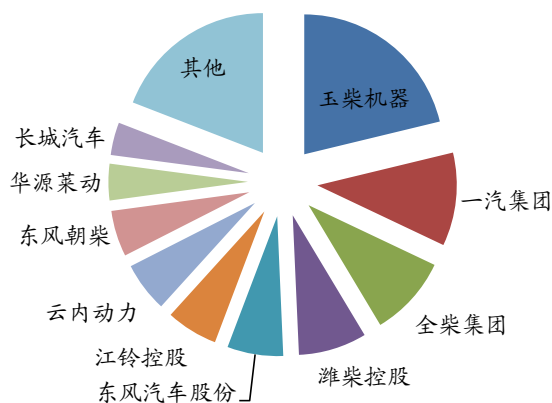
中国重型卡车在国际市场上价格优势非常明显，竞争力强劲，仅为奔驰、沃尔沃、MAN 等的 1/3-1/4。

虽然近几年我国重型卡车出口增长迅猛，但出口量占全球重型卡车需求的比重不到 2%，不具备重型卡车市场能力的这些地区对重型卡车的新增需求以及保有量的替代需求巨大，我国重型卡车出口市场增长空间广阔。

随着我国国民经济的持续健康快速发展和固定资产投资的不断增长，国家公路法规的日益完善、治理超载力度的不断加大、公路计重收费办法的深入实施以及长途物流的持续增长等因素，促使重型卡车加快向大功率、大吨位、高效率方向的快速发展。也相应的带来重型柴油机行业的快速发展。

1.4 我国柴油机行业的竞争格局

图 14：我国销量过万台的柴油机生产企业及市场占有率情况



资料来源：浙商证券研究所

我国柴油机行业的集中度相对比较高，呈现多头垄断的态势。三至五家柴油机生产厂组成了行业第一梯队，而在 15 吨以上商用车领域，更是由三至五家柴油机生产厂完全垄断。目前，我国重型柴油机市场集中度很高，潍柴、玉柴、锡柴、东风康明





斯和重汽五强的重机市场占有率之和占整个重机市场 85% 以上。

由于重型柴油机的附加值要比轻型柴油机高得多，再加上近年因重卡市场的火爆带来重型柴油机市场需求的快速增长，故国内骨干柴油机企业都把战略重点放在了重型机上。由于企业的高度重视，目前国产重型柴油机无论市场占有率，还是技术水平，都是国内发动机产业的强项。

一般来说，发动机与整车厂的关系，一直是影响整车厂与柴油机厂发展的大问题。国际上真正处于独立地位并且做得比较好的独立柴油机企业只剩下了康明斯。康明斯在华市场运作的主要策略就是与整车厂进行合资建立柴油机生产厂。

1) 东风康明斯

(1) 产品结构及特点

东风康明斯产品排量覆盖 3.9~8.9L 和 13L，在 8.9~13L 之间缺少产品，空档太大，是其型谱的主要缺憾。其产品主要为东风商用车公司配套，另还外配安徽华菱、郑州宇通、厦门金龙、柳工机器等汽车和工程机械制造厂。目前，公司的外配率已由 5 年前的 28% 提升到了 50% 左右。

(2) 目前的优势和面临的挑战

优势：极高的品牌知名度和市场影响力；产品性能和质量的美誉度在用户中评价极高。

2) 潍柴动力

(1) 产品结构及特点

潍柴产品以大排量为主，主要有 9.7L 和 11.6L 两大斯太尔系列，而其它排量的中、轻型机产品销售占比极低。

潍柴发动机国内配套客户较为广泛，主要有陕汽、北汽福田、华菱、北奔、宇通、金龙等。

(2) 目前的优势和面临的挑战

优势：国内品牌知名度高，国内第一的重型机产销量，产品附加值和利润率高；产品性价比和质量的美誉度在用户中评价较高。

挑战：其产品型谱少，9.7L 级以下产品市场占有率很低，基本没有打开市场；这是其与玉柴争夺国内发动机王位的主要瓶颈。

目前，潍柴的动力规划重点是完善车用柴油机产品链，在不断向社会大批量投放具备国际先进动力水平的蓝擎国III标准的 WP10、WP12 发动机的同时，潍柴还将以





10L、12L 发动机为基础，功率段向下延伸——全力推进并不断改进 WP5、WP7 柴油机，发展中型车市场。由于目前国内中、轻型柴油机竞争对手太多，因此怎样扩大这一块市场份额，将对潍柴构成重大挑战。

3) 一汽锡柴

(1) 产品结构及特点

锡柴产品排量覆盖 2.0~12.6L，中重型产品布局合理。其轻型机主要外供，而中、重型产品主要为母公司一汽解放配套。

锡柴的主打产品主要集中在 CA6DL 和 CA6DF 两款重机产品上，其中 8、9L 级的 CA6DL 在 2008 年不仅份额最大，而且增长最快。另其 12.53L CA6DN 柴油机至少在三年之内几乎没有需求量。

(2) 目前的优势和面临的挑战

依托母公司一汽解放，这既是优势，但又是挑战。如何通过技术升级提高产品竞争力，以扩大其中重型机的外供比例，是今后锡柴的研究课题。

4) 广西玉柴

(1) 产品结构及特点

玉柴产品排量覆盖 1.2~10L，满足国 II、国 III、国 IV(YC6L~40、YC4G 260~40) 和国 V(YC6L~50) 排放水平，其产品为东风、福田、宇通、一汽等国内整车厂配套，范围十分广泛。玉柴的主打产品主要集中在 7L 级及以下的轻、中和准重型机产品上。

(2) 目前的优势和面临的挑战

优势：国内品牌知名度高，国内第一的产销量；产品性价比和质量的美誉度在用户中评价较高。

挑战：其 8L 及以上产品市场占有率很低，且暂缺少 10L 以上机型(其 12L 机型现正在装车试运行阶段)；这是其与潍柴争夺国内发动机王位的主要瓶颈。

在目前国内中重型柴油机企业阵营，上柴已归属了上汽，潍柴实行反向运作，控股陕汽(整车)，实际上也不算是纯粹意义上的独立柴油机企业。我国真正的大型独立柴油机企业其实只有玉柴。目前玉柴与整车厂是市场战略合作伙伴，而不是资本上的合作伙伴。

5) 中国重汽(杭发、济南动力)

(1) 产品结构及特点

中国重汽(杭发、济南动力)产品以大排量为主，主要有 9.7L 和 11.6L 两大斯太尔





系列；其杭发 6.48L 的 WD415 发动机产销量极低。

产品主要为母公司配套，另近两年还外配安徽华菱、江淮、东风柳汽等。

（2）目前的优势和面临的挑战

优势：近年来，由于中国重汽研发部门对国家政策、市场的感知总是领先竞争对手一步，使其最先推出 EGR(至今仍是国家环保总局惟一认可产品)、AMT 等新产品、新技术，从而保证了在经济减速的大背景下，其重卡产品市场占有率遥遥领先于其它竞争对手。同时也保证了其发动机销量同比也下滑不多。

挑战：与锡柴一样，主要依托母公司，这既是优势，但更是挑战。目前，重汽发动机产品比较单一，如何拓宽型谱，并提升其产品的外供比例，是今后重汽的研究课题。

在 2007 年的中国中重型柴油机市场上，从中、重机型总销量上看，玉柴最高；从重型机销量上看，潍柴最高；一汽锡柴、东风康明斯和重汽的销量差别不显著。而从销售收入上看，潍柴最高；但人均销售收入是东风康明斯最高，且领先优势显著。此外，东风汽车铸造分公司主要承担康明斯柴油发动机缸体、缸盖、排气管、曲轴及变速箱壳体、离合器壳体、后桥主减速器壳等三十余种铸件的生产，相对上述企业，东风康明斯专一于发动机业务，有更为完整的产品线和更高的技术水平。

1.5 客户多元化降低经营风险

东风康明斯目前开始加大对集团外市场的开发和配套，主要市场方向有客车、工程机械、船舶、发电机等领域。公司计划今后产品 1/3 投放东风市场，1/3 供应非东风市场，1/3 销往国外。目前东风康明斯发动机为集团公司卡车配套比例已下降到 47%左右，外部销售比例提高到 53%左右，顺利实现了产品销售市场的战略性结构调整。同时，东风康明斯发动机并未给其他重卡厂商配套。

此外，随着我国汽车业在海外拓展方面取得长足的进步，柴油发动机企业也随整车厂商同步扩大其海外市场份额。在海外拓展方面，东风康明斯再一次感受到“背靠大树好乘凉”的便利，康明斯在全球的品牌影响力是帮助东风康明斯赢得海外订单的敲门砖。在康明斯的品牌影响力背后，真正吸引客户的深层次原因有二：一是东风康明斯与美国康明斯公司共享全球统一的产品技术研发平台，进而确保东风康明斯制造的发动机能够保持较高的技术水准和质量；二是康明斯全球统一的服务网络，保证了东风康明斯的客户能够在全世界各地享受到同样便利和高质量的服务。2006 年，东风康明斯的发动机出口占整车动力配套产品出口量的 90%以上，远销至南美、西亚、南亚、非洲等地区。





预计凭借较高的技术性能和良好的品牌形象，东风康明斯有望不断提升外部配套规模和企业盈利水平。

1.6 应用市场多元化

东风康明斯开始最主要的只有车用市场，后来开发了工程机械市场，发电市场，实现市场多元化的发展。当然到目前为止，卡车市场和客车市场，也就是车用市场仍然占到东风康明斯 70% 的市场，而这个比例以前是 90% 以上。

2010 年以来，东风康明斯加强与整车企业合作，进一步拓展国内市场，通过联手宇通客车开辟了郑州交运及商丘公交市场，携手厦门金龙客车开始进入旅游车和团体车市场。面对国内工程机械生产厂家，在确保关键厂家柳工集团、三一重工、中联重科等用户供货的同时，将产品向发电机组、机场设备、挖掘机等新领域推进。此外，随着更灵活服务政策的出台与服务资源的前置，有力拉动了区域市场销售。

在开拓国内市场的同时，东风康明斯的国际市场合作领域也逐步扩大。2010 年 8 月份，在首批 41 台批量订单发往俄罗斯最大的农用机械生产商 RSM 后，再次接到客户确认的 885 台订单。在卡车、工程机械等领域，与韩国、南非、澳大利亚等国家的企业建立了合作关系，卡车、工业用发动机销售驶入良性发展快车道。

目前来看，东风康明斯的产品多元化、客户多元化和应用市场的多元化的布局初见成效，比如，2011 年一季度中重卡市场还是增长的，但 4 月份同比下降 8% 左右，5 月份也是下降。但 1-5 月份东风康明斯是历史上销量最高的 5 个月，又创造了一个新的历史记录，与去年同期相比增长 17%，在车用市场确实是下降了，但工程机械市场和发电机市场不仅弥补了车用市场的降幅，另外还实现了增长。多元化最大的好处就是当某个市场产生了很大波动的时候，如果有很多的业务组合，或市场、产品的组合，企业的抗风险能力就很强，企业的业绩就不太会受到市场波动的影响。公司未来将继续加强这三大方面的布局优化。

2、轻型车——业绩弹性最大

2.1 轻卡市场行业竞争格局稳定

轻卡业是卡车产品中产销量和保有量最大的子类别，轻卡产品因车身小、使用灵活便利和价格低等特点而具有较广的使用范围，在国民经济生活中具有广泛用途，可用于城市、乡镇、农村物流运输或乡镇农村的交通工具，还可用于轻型工程作业，特别是在城市物流、城乡短距离运输市场有明显优势。





近年来轻卡市场发展较为平稳，近三年均增长幅度在 11.5% 左右。其增长幅度虽然小于同期重卡产品，但行业发展的稳定性更好。我们发现轻卡增长速度与同期 GDP 增幅相当，其内在原因在于轻卡与全社会物流周转量有关，而物流量与国民经济整体发展水平相关。此外，轻卡多为个人和企事业单位购买，受国家宏观调控和固定资产投资规模影较小，因而表现更为稳定。

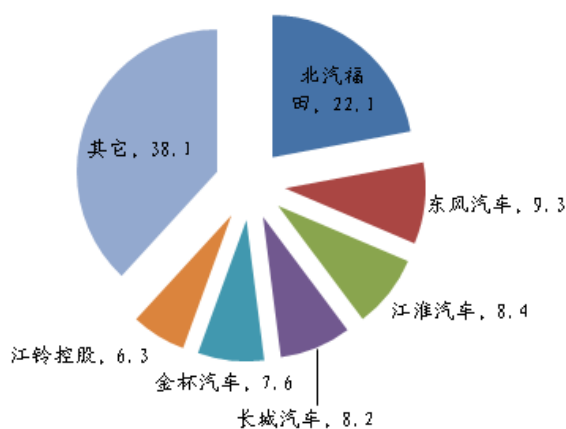
未来，广大农村地区以及小城镇用于个体使用的市场越来越大，农村和城市物流两大市场的迅猛发展成为轻卡生产企业增长的主要动力。另外，农用车与轻型货车并轨时间加快，将会给轻卡行业创造更多的机会。

经过多年的激烈竞争，目前主要轻卡企业产品毛利已降低到 10% 左右，较低的盈利水平对行业外来新进入者吸引力有限，因此轻卡行业竞争格局处于较为稳定的状态，各企业市场占有率较为稳固。

轻卡产品性能和价格差异较大，能够适应各种不同的用户需求。各企业也在市场上确立了自身的势力范围。

经过多年高度市场化的竞争，轻卡行业格局趋于稳定，福田汽车产销规模位居第一，领先优势明显。东风汽车与江淮汽车产销量目前居于行业第二梯队。

图 15：2011 年 1—6 我国轻卡企业市场份额



资料来源：浙商证券研究所

根据轻卡行业发展规律，年产销量 5 万辆是一个分水岭。达到该规模要求厂商具有全系列产品线和覆盖全国的营销网络。从目前情况看，只有福田、东风和江淮轻卡达到上述要求，其他企业产销量都面临突破 5 万辆大关的瓶颈。

福田汽车在轻卡行业领先优势明显，但其产品以中低档居多，销售区域以农村市场为主，从而制约了该公司盈利水平的提升。

江淮轻卡与东风市场定位较为接近。两者产品都以中档市场为主，产品在城乡市场均有销售。东风产品档次和质量略高于江淮，但江淮轻卡外形更有吸引力。

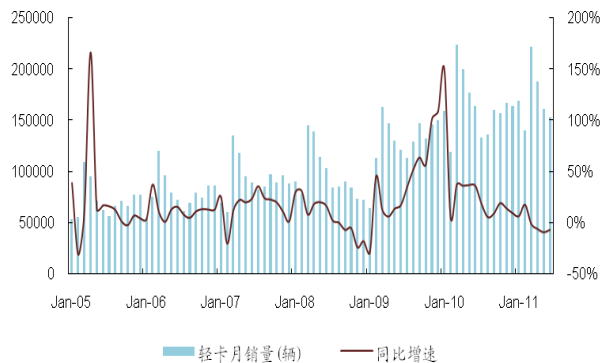




总体来看，东风和江淮是最为直接的竞争对手，双方都具有一定技术、质量水平和销售能力，都以甩开第三梯队、缩小与福田的差距为发展目标。但由于江淮汽车近期工作重点以开拓轿车业务为主，相对降低了对轻卡业务的重视度。而与此同时轻卡对东风汽车来说是其本部的主要业务，使得东风轻卡发展速度超过江淮。

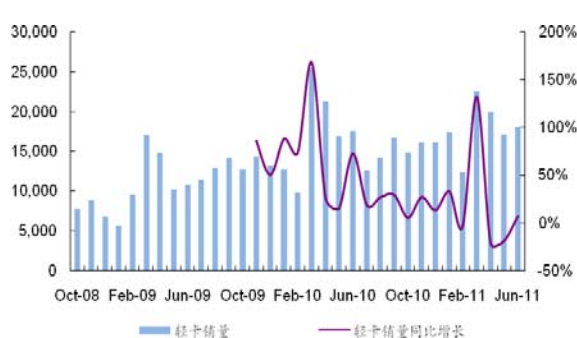
2.2 公司是技术领先的大型轻卡制造基地

图 16: 国内轻卡销量及增长率 (%)



资料来源: wind、浙商证券研究所

图 17: 公司轻卡销量及增长率



资料来源: wind、浙商证券研究所

公司轻卡产品在本部和常州东风生产。其中东风汽车下属汽车分公司占地面积 24 万平方米，工业建筑面积 12.2 万多平方米，拥有完整的冲压、焊装、油漆、总装等四大生产阵地。

常州东风位于中国最具活力的经济发展区域——长江三角洲，具备年产 5-7 万台轻型商用汽车的生产能力，是东风汽车的东部生产基地，主要产品为轻卡和微型卡车。

公司拥有先进的技术装备，确保了所装配的东风系列轻型商用车的高品质。冲压采用从日本引进的大型冲压线，车身焊接采用从美国 DCT 公司引进的由 33 台焊接机器人组成全自动焊接装配线，并在国内首次系统运用 PLP 车身定位技术；油漆全部采用阴极电泳工艺；车身涂装采用美国 GREACO 公司的输调漆系统和德国杜尔的高速静电旋杯工艺，确保涂装质量达到国内一流水平；整车装配线长 260m，为目前国内最长的混流装配线；整车检测线引进日本弥荣公司的检测线，为国内仅有的两条一级检测线之一。

2.3 丰富的产品系列

目前轻卡市场主要厂商间的渗透趋势较为明显。随着市场的竞争加剧，轻卡产品利润空间进一步压缩，但高端轻卡前景相对较好。以中低档产品为主的福田等企业推出中高档产品，将产品线向上延伸；而以江铃为代表的中高档厂商推出价格适中的产





品，进入规模和容量更大的中档车市场领域。以往那种较为单一的产品线策略将难以继续获得较好的成效，宽型谱、系列化、多档次将成为轻卡厂商主要的经营策略，而这种经营策略对企业的产品开发、质量控制和营销工作提出较高要求，即对厂商的综合实力提出考验。

目前，东风轻卡品牌有东风小霸王、东风金霸、东风多利卡、东风之星、东风金刚等。

东风轻卡产品覆盖面较广：载重量从 1 吨到 4 吨左右，驾驶室有普通和有和宽体，价格（含税）从 3 万元到 14 万元不等，产品档次从普通的东风小霸王延伸到高档的东风之星。丰富的产品系列较好地满足了各类客户的需求。

2.4 公司轻卡高中低品系划分明确，营销策略走向成熟

公司分品系营销，按照产品品系的不同，公司采用将产品分批次、有重点地向专营方向发展的一种销售模式。通俗地说，也就是对不同档次的产品实施分网销售。

高、中、低品系划分更明晰。2009 年开始，公司将轻卡划分为凯普特、多利卡、福瑞卡高、中、低 3 个品系，销量得到了大幅提升。产品结构的调整，明晰了公司轻卡的品牌传播方向和市场目标，让消费者很容易区分不同子品牌的价格区间和产品特点，提升了东风轻卡各子品牌在各个细分市场的竞争力，进一步扩大了市场份额。

分品系势在必行 效果明显。由于高、中、低端产品的配置、形象、宣传点都不相同，用户的消费习惯、使用方式都不一样，也使得企业必须进行划分。比如高端产品需要建设形象店，用户更喜欢通过电视获取信息，就需要电视广告多一些。如果把高端产品放在大卖场里，可能会影响产品在用户心中的品质。而如果把低端产品放在豪华的形象店里，可能用户根本就不敢登门去看。

另外，假如经销商可以销售全系列产品，且各种车型的宣传资料、备件、样车都要准备，导致了资源浪费和重复竞争。而且，经销商总量众多，同品牌经销商间的内耗也很严重，各家为了卖车无所不用其极，导致经销商和企业都没有赚到钱，用户的服务也受到影响。

销售网络继续下沉。2009 年和 2010 年，受益于“汽车下乡”，公司的经济型轻卡产品的销售网络顺势下延，也采用了“借鸡生蛋”的方式，大力提升空白网络覆盖率，以县级网络为主的“金字塔型”销售网络初步形成。目前，公司从销售网点的建设延续到了售后服务上。





2.5、产品技术升级拭目以待

公司的控股股东东风汽车有限公司为日本日产汽车参股 50%的合资企业，公司在产品研发、技术升级和生产管理等方面得到日产汽车的较大支持。

目前公司与日产公司联合开发新一代轻卡“F91A”，该车在适应中国市场使用环境方面有较多设计和改进。虽然目前没有该车的具体技术性能指标和上市时间信息，但我们相信新车型推出后将提升东风轻卡市场竞争力，增强企业发展后劲。

3、郑州日产——受益 MPV 和 SUV 细分行业的快速增长

郑州日产是日本日产汽车公司在中国大陆的第一个整车合资企业。企业定位是东风、日产双品牌 LCV 产品的主要发展基地。

公司本部位于郑州。第一工厂具备年产九万辆汽车的生产能力；第二工厂一期设计产能 12 万台。

按照双品牌发展战略，郑州日产目前共有 NISSAN、东风两个品牌、五大序列、八大车型，其中 NISSAN 品牌包括 D22 皮卡、帕拉丁 SUV、凯普斯达高端轻卡及 CDV 车型 NV200，东风品牌包括锐骐皮卡及其多功能车、奥丁 SUV、御轩 MPV、帅客城市多功能商用车。

NISSAN D22 皮卡以其高品质赢得广大用户的钟爱，用户忠诚度高达 85%以上。连续 10 年在高档皮卡车市场占有率持续保持在 55%以上。

PALADIN 投放市场以来，以时尚的外观、卓越的品质、超群的可靠性和较高的性价比，先后荣膺“最引领时尚车型奖”、“最受消费者欢迎真正 SUV 奖”、“最省油 SUV 车型”等诸多大奖。并连续 3 年成功征战被誉为车坛奥运会的达喀尔拉力赛，取得多项赛事第一，开创了中国汽车参与国际赛事的新纪元。

锐骐柴油皮卡作为郑州日产加入东风后的第一款东风商标的新产品，锐骐柴油皮卡，与 NISSAN D22 皮卡共享平台、共线生产，搭载原装日产柴技术的 QD32 型涡轮增压发动机，造型时尚、厚重，饱满雄健，秉承了 NISSAN D22 皮卡的优异品质和可靠性。

2007 年 9 月，东风品牌奥丁 SUV 和御轩 MPV 联袂上市。

2009 年 11 月 2 日，NISSAN 品牌高端轻卡凯普斯达在广州上市。

2009 年 11 月 12 日，东风品牌帅客城市多功能商用车成功上市，

2010 年 6 月 18 日，荣膺欧洲 2010 年度“CDV 国际大奖（IVOY）”的 NISSAN 全新 CDV 车型 NV200 在北京成功上市，进一步强化了郑州日产在大众车型领域的竞

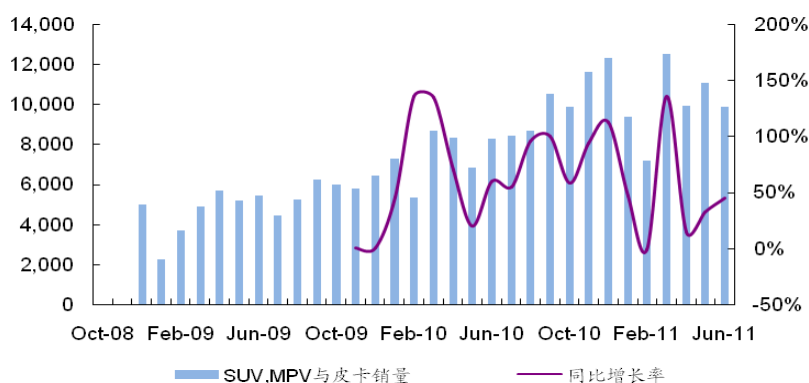




争力。

2010 年，郑州日产销量快速增长，共计实现整车销售 100100 台，同比增长 78.6%；销售收入跨入百亿行列，同比增长 65%。公司三款新品东风帅客、NV200 以及高档轻卡凯普斯达合计贡献销量 3.3 万辆。其中 2009 年 11 月上市东风品牌帅客（MPV）在 2010 年销售 19343 辆；2009 年 11 月上市的日产高端轻卡凯普斯达在 2010 年销售 1510 辆；2010 年 6 月上市的日产品牌 NV200 在 2010 年销售 11670 辆。

图 18：公司 SUV,MPV 与皮卡销量及增长率（%）



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

目前，郑州日产已在全国建立了三十一个办事处、五个行业处，一级经销商（4S 专营店、展厅等）二百多家，二级经销商六百多家，特约维修站三百七十多家，形成了集整车销售、配件销售、信息反馈、售后服务为一体的行之有效的销售服务网络，得到了市场的广泛认可和好评，显示出品牌和质量的多重竞争优势。

依托东风品牌，郑州日产海外事业发展步伐不断加快，共拥有海外网络 19 个，KD 工厂 3 个，其中安哥拉三万辆整车生产基地现已投入使用。

郑州日产重视发展电动汽车事业。2009 年 5 月郑州日产首批通过了国家“新能源汽车生产资质”审核，并顺利取得锐骐、奥丁两款纯电动车型的产品公告；2009 年 11 月，郑州日产“新能源汽车项目”分别被列为省、市“重大科技专项”，2009 年被认定为省级新能源轻型汽车工程实验室和院士工作站，纯电动汽车开发研制能力在同行业处于领先地位。2010 年 4 月 12 日，郑州日产汽车有限公司电动汽车批量交付 25 辆，标志着郑州日产电动汽车运营率先进入市场化阶段。

随着我国汽车消费结构的变化以及销量增长向二、三级市场的转移，MPV、SUV 将长期处于成长期。一是，SUV、MPV 本身的基数比较低；二是，汽车消费的普及和第二次购车比例增加，汽车消费的个性化需求提升。预计 MPV、SUV 在未来 5 年都将成为增幅超越行业均值的子行业，预计 2011 年 SUV、MPV 同比增幅分别为





35%、20%。在此汽车行业销量结构分化严重，整体销量增速放缓的背景下，郑州日产将受益汽车细分子行业 MPV 和 SUV 的结构化增长，郑州日产在 MPV、SUV 车型陆续放量后，未来两年有望步入盈利快速增长期。

郑州日产二工厂：郑州日产第二工厂已 2010 年四季度正式投产，该工厂设计产能 12 万辆，加上一工厂的产能，公司 2011 年的总产能将超过 20 万辆。目前郑州日产二工厂主要为日产代工，主要生产“奇骏”、“逍客”等产品，委托生产加工费 5000 元/台，纯利润大约 900 元/台，产量为 12.2 万辆，二工厂的代工业务有望带来 2011 年 1 个亿的利润。

4、襄樊旅行车，又一受益快速增长细分市场

公司控股 90% 的襄樊旅行车为公司盈利另一重要来源，目前襄樊旅行车为国内最大的轻客底盘生产商，占据底盘市场 37% 份额，目前，公司生产销售的客车底盘及系列客车也批量出口俄罗斯，乌克兰、埃及、越南等国家。

2011 年上半年东风旅行车实现汽车销售 12250 辆（含出口），同比增长 12.03%。其中客车底盘销售 11388 辆，流通底盘连续四个月市占率行业第一，创下了日订单 700 余辆的最高历史纪录；客车销售 862 辆，同比增长 65.13%。并在产品开发、营业利润、单位制造费用、降成本、节能减排指标等方面均完成了预定目标。

图 19：公司客车产品



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

图 20：公司客车底盘



资料来源：公司资料、浙商证券研究所

5、山东凯马

2010 年，公司积极落实国务院关于推动央企战略合作的精神，完成对山东凯马汽车制造有限公司增资，持其股份 10%。

山东凯马汽车制造有限公司是全国大型工业企业之一，主导产品有“凯马”“聚宝”“奥峰”牌载货汽车，经国家工业和信息化部公告的产品品种目前已达 700 个。





山东凯马汽车制造有限公司拥有先进的涂装线、焊装线、总装线等专业化生产线，现已形成了年产汽车 200000 台的生产能力。

山东凯马汽车制造有限公司在全国建立了 400 多个营销网点和 400 多个凯马服务站，形成了运作高效的销售服务网络。产品在进一步满足国内市场需求的同时，还出口到尼日利亚、埃及、伊朗、斯里兰卡、巴基斯坦、叙利亚、阿尔及利亚、南非、英国、法国等国家。

山东凯马汽车制造有限公司将以做强做大汽车产业为目标，争取到“十二五”末，把公司建设成为全国一流的载货汽车生产基地。

6、东风轻型发动机

公司持股 51% 的东风轻型发动机有限公司 2009 年投产，主要产 2.5~3L 的柴油发动机，年生产能力 10 万辆，二期将扩展到年产 15 万辆的生产能力，产值将达到 25-30 亿元。

公司集发动机产品开发、零部件采购、生产制造、销售及服务全价值链，主要生产 ZD30 系列发动机 3 升轻型柴油发动机和东风自主品牌 2.0~3.0 升轻型发动机，排放标准达到欧 III、欧 IV 标准，主要给东风品牌、东风有限日产品牌的轻卡、SUV 及轻型客车提供动力总成。

装备上，公司拥有先进技术的缸体、缸盖、曲轴三条机加生产线和一条装配试验生产线。关键工序引进德国克劳斯毛瑟（KLAUSE MAUSSER）、德国 FEV、德国 GEHRING、德国 MTM、瑞典 ABB、意大利马波斯（MARPOSS）、意大利柯马（COMAU）、日本丰田工机（TOYODA）、日本 NTC 等国际顶级供应商的设备，采用了当今国际上最先进的制造和检测工艺，在发动机装配线上采用了先进的制造信息管理系统，可实现多品种混流生产。

但是在 2010 年，因为新产能投放初期，配套量少，2011 年东风轻型发动机有限公司亏损 7478 万元。目前，公司调整产品配套，销量有所起色，今年 1-4 月，公司生产轻型发动机 3000 台，预计 2011 年，东风轻型发动机有限公司亏损额将大幅减少。

7、关注公司中高端产品市场开拓

公司将有多项新产品新项目预计在 2011 年内完成。

在战略性产品研发方面：2011 年，东风品牌高端轻卡 T01、高端轻客 A08、第一代微车 W03 等多款战略性产品进入研发和试制阶段，预计 2011 年投放市场。





其中 T01 中高端轻卡，配置日产 ZD30 发动机，A08 东风品牌宽体轻客，同样配置日产 ZD30 发动机，公司未来将加大高端轻卡、轻客产品的投放力度，加速产品结构的上移，随着销量的增加，公司轻卡、轻客业务盈利能力有望提升。

8、新能源汽车业务

东风股份是东风公司新能源汽车事业的主要担当者，早在 2005 年就着手新能源汽车的自主研发，相继推出“东风天翼”纯电动客车、物流车，以及“帅客 MPV”、“奥丁 SUV”、微型客车、物流车、环卫车等 12 款纯电动车型。

公司新能源汽车建设稳步推进。公司新能源客车项目规划投资 6.5 亿元。2011 年，公司的襄樊新能源基地有望形成建成 2000 辆整车、5000 辆底盘的产能。公司新能源产品商业化走在国内前列，目前已经有较为成熟的纯电动产品东风天翼在唐山、襄樊等城市示范运营，后续公司将凭借自身优势加强新能源汽车商业化推进。

目前，公司在保持原有纯电动客车、SUV 和 MPV 产品优势同时，在上海车展上还展出了两座的纯电动微轿车，拓展了公司产品线，打开中长期的成长空间。

图 21：公司在上海车展展出的纯电动微轿



资料来源：浙商证券研究所

公司纯电动微轿 EJ02：是专为上班族量身打造的一款纯电动微型轿车，其最高时速可达 80 公里，百公里能耗只有 10KWh，按照生活用电 0.57 元/KWh/h 计算，其能耗仅为 6.0 元，如果是利用夜间谷电充电，则使用成本更低。

EJ02 动力能源完全由电池提供，续航里程可达 110—180 公里，采用高温充放电容量稳定，储存性能好，具有长循环寿命和良好安全性的磷酸铁锂电池，其循环寿命可达 1500 次。单车按照最低续航里程 110 公里，一年行驶 360 天，每天平均 50 公里计算，相当于 EJ02 搭载的电池可耐用 8 年。

另外，EJ02 采用满足碰撞安全技术要求的铝合金骨架，整车重量 770--850 千克，这样的设计在保证行驶安全的前提下，可最大限度的降低整车自重，有效节省了动力





源，延长了单次充电的续航里程。

EJ02 还采用了后置后驱设计，更加优化了车辆坡道性能，长 2695mm，宽 1520mm，其最小转弯直径 8.6 米。这样的设计不仅可以缓解城市交通拥堵的现状，还能让用户行动自如。

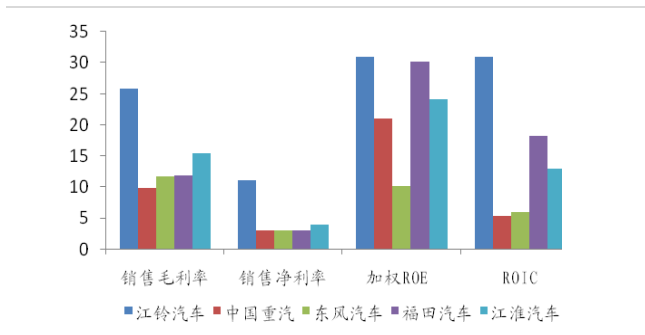
未来十年，在产品研发方面，公司将集成和完善混合动力汽车成果，推出混合动力商用车和中混、微混的混合动力轿车产品；推进纯电动和 PLUG-IN 插电式混合动力汽车的产品研发，通过示范运行尽快培育市场，同时加快产业化建设工作；认真研究和密切跟踪燃料电池汽车技术。

在核心技术方面，公司将逐步在整车电子控制和管理系统、电池成组技术、电机控制系统等方面形成行业领先的自主核心技术；积极介入主要总成产品的开发，掌握或拥有电池系统、电机系统研发和制造的核心技术；通过积极参加产业联盟等多种合作方式进入电池业务，强化电机制造业务。

三、 公司财务分析

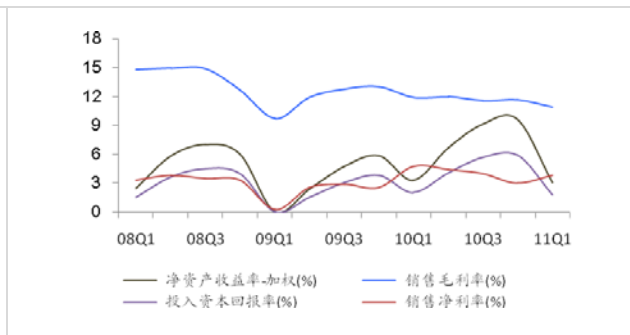
1、盈利能力分析

图 22：2010 年可比公司盈利能力对比（%）



资料来源：wind、浙商证券研究所

图 23：公司盈利能力变化趋势



资料来源：wind、浙商证券研究所

2010 年，公司销售净利率和毛利率处于行业同类公司的平均水平。未来，随着公司新产品不断推出及放量，公司能够保持产品平均售价和整体毛利率的稳定。





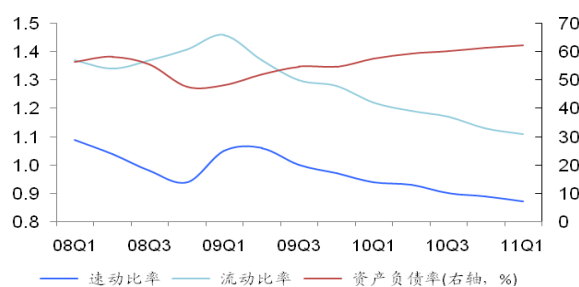
2、偿债能力分析

表 5: 2010 年可比公司偿债能力对比 (%)

证券代码	证券简称	流动比率	速动比率	资产负债率
000550.SZ	江铃汽车	1.70	1.39	44.45
000951.SZ	中国重汽	1.10	0.61	79.71
600006.SH	东风汽车	1.13	0.89	61.41
600166.SH	福田汽车	1.19	0.69	67.29
600418.SH	江淮汽车	0.89	0.68	64.64

资料来源: wind、浙商证券研究所

图 24: 公司偿债能力变化趋势



资料来源: wind、浙商证券研究所

公司流动比处于行业同类公司平均水平、速动比高于行业平均水平，资产负债率仍低于中国重汽、福田汽车和江淮汽车等主要可比公司以及 A 股同行业上市公司的平均水平，反映与 A 股同行业上市公司相比，公司具有较强的资产流动性和偿债能力，应对不确定性风险的能力较高。

3、资产周转能力

表 6: 2010 年可比公司资产周转能力对比 (%)

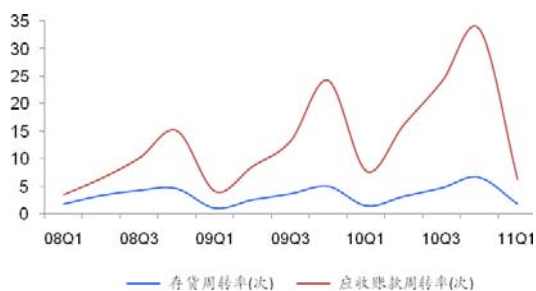
证券代码	证券简称	存货周转率	应收账款周转率
000550.SZ	江铃汽车	9.37	135.21
000951.SZ	中国重汽	5.01	19.86
600006.SH	东风汽车	6.66	33.63
600166.SH	福田汽车	8.17	62.18
600418.SH	江淮汽车	15.32	97.31

资料来源: wind、浙商证券研究所





图 25: 公司资产周转能力



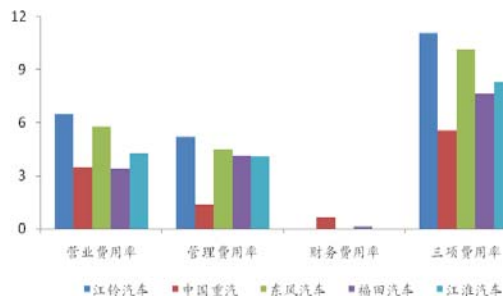
资料来源: wind、浙商证券研究所

2010 年, 公司应收账款周转率低于高于福田汽车、江铃汽车、江淮汽车等主要可比公司, 处于同行业中的较低水平。

2008~2010 年, 公司存货周转率和应收账款周转率逐年上升, 说明公司营运水平不断提高。

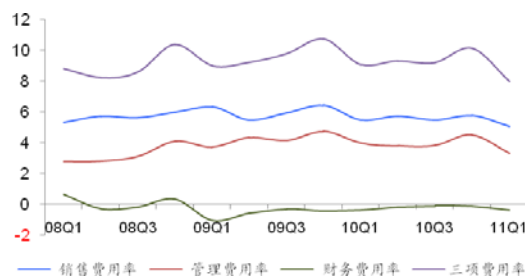
4、期间费用率分析

图 26: 2010 年可比公司期间费用率对比 (%)



资料来源: wind、浙商证券研究所

图 27: 公司期间费用率变化趋势



资料来源: wind、浙商证券研究所

公司的期间费用主要是销售费用和管理费用, 财务费用绝对金额较小, 占营业收入的比例较低。这主要是由于公司的货币资金较多, 付息债务较少。

总体而言, 跟同行业其他公司相比, 公司偿债能力、盈利能力较好。

近三年, 公司营运水平不断提高, 三项费用率不断下降, 成本控制能力不断加强。





四、 盈利预测与估值

1、盈利预测

表 7：公司在投资项目进展（截止 2010 年底末）

项目名称	项目金额	项目进度	项目收益情况
A08 项目	38,455	焊装、总装建安工程完成；涂装车间建安主体工程完成	整车收益率 7.13%，回收期 4.6 年
DFAC 冲压中心 阵地建设	13,203	已投资 7964.70 万元，厂房基础完成，厂房柱完成 90%，屋架吊装 50%，设备基础开挖	SPH 220 件/h，年产
C/L 缸体初加工车间	6,280	已投资 4800 万元，确定主要的加工中心供应商。	一期 3 万辆，二期增加三台主要设备后达到 5 万辆年产能；预留 8 万辆的发展空间。
微车能力建设项目 一期	39,500	已投资 14225.72 万元，冲压：主要设备、主厂房已发包完成；焊装：主要设备、主厂房在进行发包准备；涂装：涂装车间设计进行中；总装车间正调整设计方案。	2010-2012 年为项目一期，形成 10 万辆生产能力。
DFAC 研发中心二期建设	8,630	目前正在做方案调整工作。	项目收益无法测算。
P32E/L 车型移管	8,750	已投资 4268 万元，主体项目发包完成。	项目收益无法测算。
ZNA 新工厂 20JPH 能力提升	4,245	已投资 3576.9 万元，项目完成。	ZNA 新工厂能力提升到 20JPH。
NV200 项目	44,100	已投资 26356.98 万元，标准型、豪华型、舒适型已上市，基础型 PT 中。	项目整体收益率 5.5%，投资回收期目标 5 年。
东风 SUV 国产化 模具	5,270	已投资 3869.02 万元，已 SOP。	使用东风品牌的一款 SUV 车型，07 年 9 月份已上市。为降低采购成本，将生产该车型侧围、后背门等冲压件模具从日产移管到郑州日产。
ZNA 新工厂建设	96,900	已投资 84904.48 万元，9 月 20 日正式竣工投产。	项目总投资 9.69 亿元，2010 年 10 月 SOP，12 万辆/年。主要投资总装、涂装、焊接车间。
对山东凯马汽车制 造有限公司增资	12,291	已完成	项目刚投产，暂无收益
其它项目合计	16,179		
合计	293,803	/	/

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

考虑到东风康明斯长期持续的盈利能力以及郑州日产盈利能力的逐步增强，山东凯马的经营将对公司产生业绩贡献的情况下，以及公司新项目产能释放进度，我们预计公司 2011 年~2013 年每股收益为 0.40 元、0.49 元和 0.57 元。





表 8: 公司分业务业绩预测情况

产品类别		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
康明斯 发动机	销量 (台)	137,000	162,576	129,707	229,272	259,077	310,893	357,527
	收入 (万元)	563,070	702,328	583,682	1,031,724	1,165,848	1,399,018	1,608,870
	增速		24.73%	-16.89%	76.76%	13.00%	20.00%	15.00%
	毛利率	24.70%	22.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
轻卡	销量 (辆)	114,606	130,000	146,274	194,400	201,204	221,324	243,457
	收入 (万元)	529,480	523,900	585,096	699,840	704,214	752,503	827,753
	增速		-1.05%	11.68%	19.61%	0.62%	6.86%	10.00%
	毛利率	8.64%	8.91%	10.21%	8.33%	7.60%	7.80%	7.80%
郑州 日产	销量 (辆)	35,432	50,872	61,384	106,358	148,901	193,572	241,964
	收入 (万元)	446,798	513,807	583,148	957,222	1,310,331	1,664,715	2,056,698
	增速		15.00%	13.50%	64.15%	36.89%	27.05%	23.55%
	毛利率	21.30%	18.46%	16.97%	16.02%	16.00%	15.90%	15.80%
主营业 务小计	收入 (万元)	976,277	1,037,707	1,168,244	1,657,062	2,014,545	2,417,218	2,884,451
	增速		6.29%	12.58%	41.84%	21.57%	19.99%	19.33%
	毛利率	14.11%	12.73%	13.03%	11.72%	11.80%	11.80%	11.80%
其他业 务小计	收入 (万元)	106,645	205,442	262,900	322,956	357,517	514,650	677,769
	增速		92.64%	27.97%	22.84%	10.70%	43.95%	31.70%
	毛利率							
营业收 入小计	收入 (万元)	1,082,922	1,243,150	1,431,144	1,980,018	2,372,061	2,931,868	3,562,220
	增速		14.80%	15.12%	38.35%	19.80%	23.60%	21.50%

资料来源: 浙商证券研究所

2、相对估值

鉴于东风康明斯发动机业务对公司净利润贡献很大, 我们参考商用载货车和柴油机类公司作为估值的可比公司。

表 9: 商用载货车类上市公司估值情况

证券代码	证券名称	收盘价	EPS				PE	
		2011/8/5	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
000550.SZ	江铃汽车	24.30	1.98	2.46	2.94	12.26	9.86	8.26
000951.SZ	中国重汽	17.63	1.60	1.87	2.22	10.99	9.44	7.95
600166.SH	福田汽车	8.29	0.78	0.90	1.05	10.63	9.23	7.86
600418.SH	江淮汽车	9.63	0.90	1.20	1.54	10.67	8.05	6.27
000338.SZ	潍柴动力	42.11	4.07	4.71	5.45	10.34	8.94	7.73
	平均值					10.98	9.10	7.62

资料来源: WIND、浙商证券研究所





表 10: 动力类上市公司估值情况

证券代码	证券名称	收盘价		EPS		PE		
		2011/8/5	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
000570.SZ	苏常柴 A	7.300	0.21	0.25	0.41	34.00	29.20	17.80
000581.SZ	威孚高科	34.850	2.36	2.71	3.49	14.75	12.86	9.99
000880.SZ	潍柴重机	18.110	0.79	1.03	1.34	22.96	17.58	13.51
000903.SZ	云内动力	7.190	0.20	0.27	0.55	36.39	26.63	13.07
600178.SH	东安动力	8.450	0.29	0.83	1.02	29.09	10.18	8.28
600218.SH	全柴动力	16.560	0.33	0.51	0.8	50.70	32.47	20.70
600960.SH	渤海活塞	12.960	0.75	0.82	0.96	17.30	15.80	13.50
		平均值				29.31	20.68	13.84

资料来源: WIND、浙商证券研究所

参考商用载货车类和动力类上市公司 2011 年平均 PE 情况, 并综合考虑到公司的行业领先地位, 可以给予公司 2011 年 12-15 倍 PE, 对应公司股票的合理股价区间为 4.8-6.0 元, 估值区间中值为 5.4 元, 对应 2011-2013 年的 PE 为 14 倍、11 倍和 9 倍。

五、 股票投资风险

1) 宏观经济因素和政策调整;

2) 公司关联交易较多

表 11: 公司日常经营相关的关联交易

关联交易方	关联关系	关联交易内容	关联交易金额	占同类交易金额比例(%)
日本日产自动车株式会社	郑州日产的股东	原材料	99,617.47	5.7
东风朝阳柴油机有限责任公司	同属东风汽车公司	半成品	71,339.76	4.08
东风康明斯发动机有限公司	本公司的合营公司	原材料、半成品	32,458.08	1.86
东风汽车有限公司	控股股东	半成品、备件及发动机	29,313.97	1.68
神龙汽车有限公司	同属东风汽车集团	发动机、零部件	27,237.06	1.56
东风德纳车桥有限公司	同一母公司	半成品、备品及附件	16,137.44	0.92
东风汽车车轮有限公司	同一母公司	半成品、备件及发动机	15,538.15	0.89
东风伟世通(十堰)汽车饰件系统公司	同一母公司	半成品	10,614.09	0.61
东风钟祥汽车弹簧有限公司	同一母公司	半成品	10,424.10	0.6
东风康明斯发动机有限公司	合营企业	发动机铸件	29,735.28	1.5
合计			342,415.40	19.4

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3) 钢铁、有色金属、橡胶等原材料价格大幅上涨引起成本的上升;

4) 人民币升值引起出口压力的增加。





```

graph TD
    A[国务院国有资产监督管理委员会] -- 100% --> B[东风汽车公司]
    B -- 66.86% --> C[东风汽车集团股份有限公司]
    C -- 50% --> D[东风汽车有限公司]
    E[法国雷诺公司] -- 44.4% --> F[日产自动车株式会社]
    F -- 100% --> G[日产(中国)投资有限公司]
    G -- 50% --> D
    D -- 60.1% --> H[东风汽车股份有限公司]
  
```

公司属于东风汽车集团，而东风汽车集团作为我国汽车行业的重点企业，是国家重点扶持的三大汽车集团之一，也是我国规模最大的载货汽车、轿车和汽车柴油机生产企业之一。

```
graph TD
    DMC[东风汽车公司] --- DMC_PC[东风汽车公司党委]
    DMC --- FZ[职能部门]
    DMC --- FQJG[党群机构]
    FZ --- DMC_EG[东风汽车工程研究院]
    FZ --- DMC_TC[东风汽车技术中心]
    FZ --- DMC_JC[东风汽车集团乘用车公司]
    FZ --- DMC_NYC[东风南充汽车有限公司]
    FZ --- DMC_YNC[东风渝安车辆有限公司]
    FZ --- DMC_HTHK[东风悦达起亚汽车有限公司]
    FZ --- DMC_HTSK[东风鸿泰武汉控股集团有限公司]
    FZ --- DMC_CYSK[东风朝阳柴油机有限责任公司]
    FZ --- DMC_CYSK[东风朝阳思益有限责任公司]
    FZ --- DMC_CYSK[东风车城物流股份有限公司]
    FZ --- DMC_CYSK[十堰管理部]
    FZ --- DMC_CYSK[襄樊管理部]
    FZ --- DMC_CYSK[东风汽车公司电视台]
    FZ --- DMC_CYSK[东风嘉实多油品有限公司]
    FZ --- DMC_CYSK[东风李尔汽车座椅有限公司]
    FZ --- DMC_CYSK[东风设计研究院有限公司]
    FZ --- DMC_CYSK[其他参股企业]
    FZ --- DMC_CYSK[东风十堰实业公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_EG[东风汽车有限公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_JC[东风汽车集团股份有限公司乘用车公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_NYC[神龙汽车有限公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_YNC[东风本田汽车有限公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_HTHK[东风日产乘用车有限公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_HTSK[东风电动车辆股份有限公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_CYSK[东风汽车集团股份有限公司特种商用车公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_CYSK[东风本田发动机有限公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_CYSK[东风本田汽车零部件有限公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_CYSK[本田汽车中国有限公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_CYSK[中国东风汽车工业进出口有限公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_CYSK[东风汽车集团股份有限公司技术中心]
    DMC_PC --- DMC_PC_CYSK[东风汽车财务有限公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_CYSK[东风日产汽车金融有限公司]
    DMC_PC --- DMC_PC_CYSK[东风日产汽车武汉招标采购有限公司]
    DMC_PC_EG --- DMC_PC_EG_EG[东风日产乘用车公司]
    DMC_PC_EG --- DMC_PC_EG_JC[东风商用车公司]
    DMC_PC_EG --- DMC_PC_EG_TC[装备公司]
    DMC_PC_EG --- DMC_PC_EG_JC[零部件事业部]
    DMC_PC_EG --- DMC_PC_EG_JC[东风汽车股份有限公司]
    DMC_PC_EG --- DMC_PC_EG_JC[日产轻型商用车事业管理部]
```

资料来源：公司资料、浙商证券研究所



附 2：东风汽车集团在 A 股整体上市是大势所趋

汽车行业作为资金密集型行业，上市融资对公司的发展意义非常重大。加上在国家政策引导下，汽车行业的整体上市大戏不断上演。

首先，随着汽车市场的激烈竞争，各大集团新一轮的投资计划将陆续出炉，试图在未来的竞争中站稳脚跟的大型汽车集团将斥巨资与合作伙伴展开竞赛，无疑需要大笔的资金投入；另外，各大汽车集团的加快自主品牌建设，从公布自主品牌计划的各大汽车集团庞大的资金需求来看，这同样需要大笔的资金输入。而且，在政策层面上，对企业整体上市来说也是形势利好。

目前，随着一汽股份设立，一汽集团整体上市更进一步；广汽集团拟借力广汽长丰回归 A 股，长安集团的整体上市也如火如荼。虽然集团的整体上市是一个相当漫长的过程，不过东风集团作为央企，在 A 股的整体上市将是顺势而为。

目前，东风汽车集团拥有 14 家附属公司、共同控制实体及其它拥有直接股本权益公司。东风汽车集团主要从事商用车、乘用车及汽车发动机、零部件的生产和销售业务，装备制造业务，金融业务以及与汽车相关的其它业务。根据中国汽车工业协会的统计，按国内商用车和乘用车生产厂商销售总量计算，2010 年东风汽车集团拥有约 10.8% 的国内市场占有率。

目前，东风汽车公司除了香港上市的东风集团之外，目前在 A 股市场有东风科技（600081）和东风汽车（600006）两家上市公司，其中东风汽车（600006）主营东风轻型商用车，一旦东风集团回归 A 股实现整体上市，很可能将会以东风汽车作为平台，毕竟东风汽车主营构成更贴近东风集团。按照央企整合上市的改革思路，其整合上市的预期相当强烈，想象空间极大。

表 12：国内前六大汽车集团主要 A 股资本运作平台

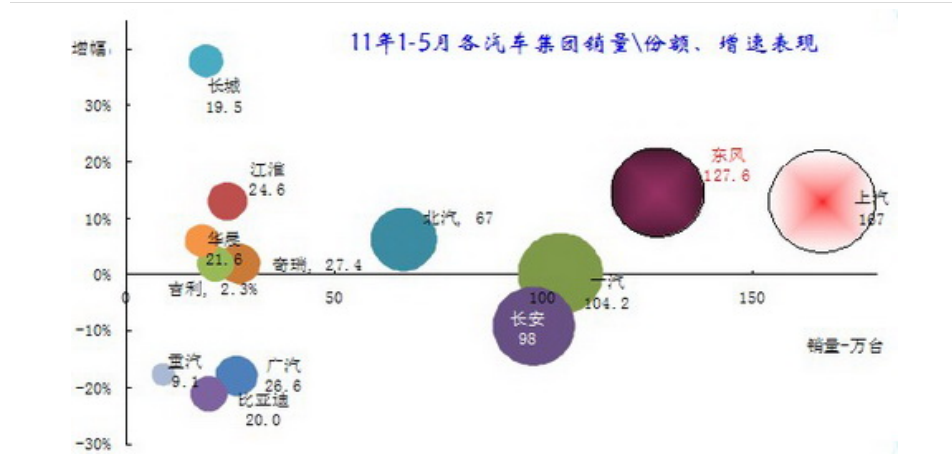
汽车集团	上汽集团	东风集团	一汽集团	长安集团	北汽集团	广汽集团
整车平台	上海汽车（60014）	东风汽车（600006）	一汽轿车（000800） 一汽夏利（000927）	长安汽车（000625） 江铃汽车（000550）	福田汽车（600166）	广汽长丰（600991）
零部件平台	华域汽车（600741） 上柴股份（600841）	东风科技（600081）	一汽富维（600742） 一汽富奥（000030） 启明信息（002232）	东安动力（600178） 云内动力（000903）		

资料来源：浙商证券研究所





图 9: 2011 年 1—5 月各汽车集团销量、份额、增速表现



资料来源: 浙商证券研究所

表 13: 4 大集团 2011 年累计销量构成分析 1

集团	1-5 月销量 年	狭义乘用车			狭义乘用车 车 汇总	重中轻卡			重中轻卡 汇总
		轿车	MPV	SUV		轻卡	中卡	重卡	
一汽	本期	780291	26765	68145	875201	27540	21550	76272	125362
	增幅	4%	-6%	32%	6%	-38%	13%	-31%	-28%
东风	本期	592105	59193	154394	805692	141713	41574	100213	283500
	增幅	6%	122%	29%	14%	40%	2%	3%	19%
上汽	本期	975209	40049	53701	1068959	31755	0	20268	52023
	增幅	20%	11%		24%	-9%		22%	1%
长安	本期	419128	2311	11016	432455	108117	0	1813	109930
	增幅	11%	-3%	37%	11%	-5%		18%	-5%

资料来源: WIND 资讯, 浙商证券研究所

表 14: 4 大集团 2011 年累计销量构成分析 2

集团	1-5 月销量 年	大中轻客			大中轻客 汇总	微车		微车 汇总	总计
		大客	轻客	中客		微卡	微客		
一汽	本期	1050	200	3459	4709	7776	29125	36901	1042173
	增幅	93%	-9%	112%	96%	-34%	12%	-2%	0%
东风	本期	987	9529	4296	14812	49620	122175	171795	1275799
	增幅	20%	-11%	0%	-6%	52%	69%	64%	20%
上汽	本期	793	20533	1236	22562	36740	490564	527304	1670848
	增幅	-43%	26%	-3%	19%	-15%	-2%	-3%	13%
长安	本期	0	25536	682	26218	78850	332746	411596	980199
	增幅		23%	-33%	20%	-18%	-27%	-26%	-9%

资料来源: WIND 资讯, 浙商证券研究所

2011 年, 东风集团的开局表现突出。在前 4 大汽车集团中, 销量排名第二的东风集团增速最高。因为东风集团在 2010 年后期销量较保守稳健, 在政策退出后的产品强势增长, 其微车的同比 64% 的高增长, 这与其他厂家的负增长成为鲜明的对比。





如果东风集团股份回归 A 股方案得以实施，集团下属的 A 股上市公司东风汽车（600006）和东风科技（600081）将面临选择：

- 1、维持现状与集团公司同时并存；
- 2、被集团公司吸收合并而退市。





资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	12880	14487	16286	18873
现金	4032	4360	5243	6208
应收账款	708	987	1107	1437
其它应收款	90	267	135	306
预付账款	276	345	406	504
存货	2725	3401	4180	5104
其他	5050	5127	5215	5314
非流动资产	5944	6403	7096	7694
长期投资	1440	1440	1440	1440
固定资产	2867	3319	3903	4446
无形资产	487	568	687	811
其他	1150	1077	1066	997
资产总计	18824	20890	23382	26567
流动负债	11396	12987	14987	16477
短期借款	17	15	15	15
应付账款	4686	5569	6758	7332
其他	6692	7403	8214	9130
非流动负债	163	110	121	131
长期借款	0	0	0	0
其他	163	110	121	131
负债合计	11559	13097	15108	16608
少数股东权益	1373	1504	1621	1750
归属母公司股东权益	5893	6455	7105	7860
负债和股东权益	18824	20890	23382	26567

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	553	854	1052	1284
净利润	604	934	1088	1272
折旧摊销	345	402	476	586
财务费用	-28	-98	-108	-127
投资损失	-708	-850	-977	-1124
营运资金变动	372	448	576	682
其它	-31	19	-2	-5
投资活动现金流	-940	-419	-473	-654
资本支出	606	634	677	582
长期投资	-591	0	0	0
其他	-925	-1053	-1150	-1236
筹资活动现金流	-165	-192	-204	-244
短期借款	-164	-2	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-1	-190	-204	-244
现金净增加额	-552	244	375	386

利润表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	19800	23721	29319	35622
营业成本	17480	20924	25839	31355
营业税金及附加	303	356	440	534
营业费用	1143	1328	1642	1995
管理费用	891	1020	1261	1532
财务费用	-28	-98	-108	-128
资产减值损失	127	123	152	185
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	708	850	977	1124
营业利润	591	918	1071	1274
营业外收入	64	75	81	73
营业外支出	26	18	18	21
利润总额	630	974	1134	1326
所得税	26	40	46	54
净利润	604	934	1088	1272
少数股东损益	33	131	117	128
归属母公司净利润	571	803	970	1144
EBITDA	835	1201	1443	1713
EPS (摊薄)	0.29	0.40	0.49	0.57

主要财务比率

成长能力

营业收入增长率	38.35%	19.80%	23.60%	21.50%
营业利润增长率	80.35%	55.20%	16.76%	18.89%
归属于母公司净利润增长	79.54%	40.62%	20.88%	17.85%

获利能力

毛利率	11.72%	11.79%	11.87%	11.98%
净利率	3.05%	3.94%	3.71%	3.57%
ROE	8.31%	11.74%	12.46%	13.24%
ROIC	7.83%	12.17%	12.92%	13.61%

偿债能力

资产负债率	61.40%	57.31%	65.79%	63.35%
净负债比率	0.23%	0.19%	0.17%	0.16%
流动比率	1.13	1.16	1.11	1.12
速动比率	0.89	0.70	0.85	0.74

营运能力

总资产周转率	1.17	1.27	1.33	1.38
应收账款周转率	33.63	28.00	28.00	28.00
应付账款周转率	4.27	4.40	4.40	4.40

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.29	0.40	0.49	0.57
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.26	0.64	0.63
每股净资产(最新摊薄)	3.63	3.98	4.36	4.80

资料来源: 浙商证券研究所





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

