

2009 年 11 月 10 日

市场数据

行业优化平均市盈率	13.07
市场优化平均市盈率	20.60
国金轿车指数	7367.98
沪深 300 指数	3495.79
上证指数	3175.59
深证成指	13036.30
中小板指数	5253.11


相关报告

- 1 《明年业绩增幅将超过 50%》，长安汽车公司研究简报，2009.10.31
- 2 《澎湃动力，厚积薄发》，东安动力公司投资价值分析报告，2009.10.20

李孟滔

 (8621)61038309
 limengtao@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

汽车行业研究简报

——新动力，新长安

减持

持有

增持

投资要点

- 2009 年 11 月 10 日，中航与兵装集团签署协议，中航工业将旗下昌河汽车、哈飞汽车、东安动力、昌河铃木、东安三菱的股权划拨兵装集团旗下的中国长安汽车集团。兵装集团旗下中国长安汽车集团 23% 股权划拨中航工业。
 - ◆ 两集团重组成立新中国长安汽车集团股份有限公司，兵装持股 77%、中航持股 23%。
 - ◆ 整合之后的新长安集团在全国有 9 大整车生产基地，有 21 个整车工厂和 27 家直属企业，整车及发动机年产能 220 万辆(台)。
- 对于此次双方的整合，我们持乐观态度，观点如下：
 - ◆ 同门整合具有先发优势。我们研究过全球范围内汽车行业的整合并购案例，多数都以失败告终，我们发现这些案例具有一个相同的特点，就是整合双方由于难以做到权力的集中与统一，导致整合低于预期。而兵装与中航同属军工企业，由长安集团接手中航旗下的汽车业务，双方在企业文化、新管理层权力集中、资产互补方面都有与其他案例完全不同的背景，尽管目前尚难判断双方的整合未来能否产生积极的效果，但已具备先发优势；
 - ◆ 东安动力对长安自主品牌轿车具有明显互补效应。此次合并方案中，长安集团将直接控制东安动力，后者是国内乘用车行业规模最大的独立发动机供应商，几乎占据国内自主品牌轿车发动机的半壁江山。而长安汽车的自主品牌轿车又正处于上升期，双方的整合能够明显提升长安轿车的竞争力，具有极强的互补性；
 - ◆ 微车业务的整合将受益于行业趋势和渠道资源。由于微车 09 年销售火爆，长安产能已接近满产，整合之后哈飞、昌河可贡献 30 万辆的产能。我们同样看好微车在 2010 年的销售形势。此外，微车行业的竞争力体现出“渠道为王”的态势，产品同质化的情况下，规模和渠道成为企业之间竞争的关键。整合哈飞、昌河可以极大丰富长安在全国范围内的微车销售渠道，尤其是东北地区。
- 我们继续看好长安汽车和东安动力两家上市公司，上调目标价位：
 - ◆ 双方的整合对于上市公司长安汽车而言，可以提升其自主品牌轿车业务的竞争力，我们预计 09-11 年 EPS 分别为 0.544、0.927 和 1.039 元，基于对整合的乐观预期，我们上调公司未来 6-12 个月目标价到 20 元，继续维持公司的“买入”建议；
 - ◆ 对于东安动力而言，背靠实力雄厚的长安集团，公司发动机业务的长期发展前景广阔。我们预测公司 09-11 年 EPS 分别为 0.598、0.795 和 0.917 元，上调公司未来 6-12 个月目标价至 20 元，继续维持公司的建议“买入”；

同门合并对整合效果有积极影响

- 此次合并方案中，中航工业将旗下昌河汽车、哈飞汽车、东安动力、昌河铃木、东安三菱的股权划拨兵装集团旗下的中国长安汽车集团。兵装集团旗下中国长安汽车集团 23% 股权划拨中航工业。
 - ◆ 两集团重组成立新中国长安汽车集团股份有限公司，兵装持股 77%、中航持股 23%。
 - ◆ 整合之后的新长安集团在全国有 9 大整车生产基地，有 21 个整车工厂和 27 家直属企业，整车及发动机年产能 220 万辆(台)。
- 我们曾经研究过全球范围内较为著名的汽车产业兼并重组案例，例如宝马-罗孚、戴姆勒-克莱斯勒、日产-雷诺、通用-菲亚特、福特-沃尔沃等等，除去日产-雷诺较为成功以外，其余都以失败而告终；通过研究这些案例，我们发现失败的关键原因主要在于：
 - ◆ 企业联合后的权力难以集中；
 - ◆ 不同背景下的文化难以融合；
 - ◆ 兼并重组双方的下游市场难以相互补充；
- 我们认为，兵装与中航同属军工企业，由长安集团接手中航旗下的汽车业务，双方在企业文化、新管理层权力集中、资产互补方面都有与其他案例完全不同的背景，尽管目前尚难判断双方的整合未来能否产生积极的效果，但已具备先发优势；

图表1：合并之后的中国长安汽车集团股份有限公司

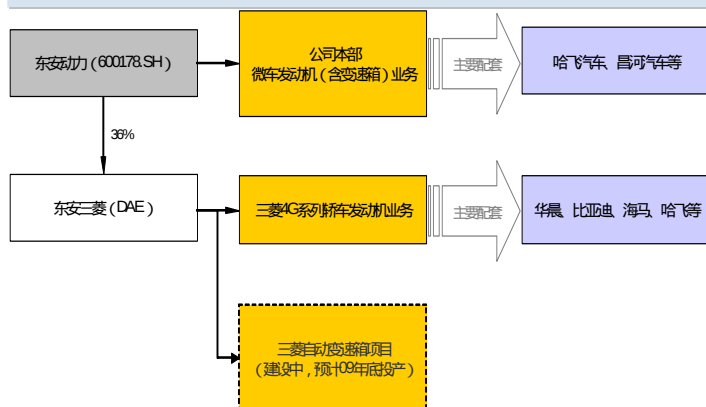


来源：国金证券研究所

轿车业务：东安动力对长安自主品牌轿车具有明显互补效应

- 我们认为此次双方合并对长安汽车产生的最直接影响是东安动力与长安自主品牌轿车的互补效应非常明显；
- 东安动力：国内乘用车市场最大的独立发动机企业
 - ◆ 东安动力本部的主营业务包括微型汽车发动机、变速箱、零部件及相关产品的研发、生产、销售，产品包括 DA465、DA468、DA471 等微型车发动机及配套变速箱，排量涵盖 1.0L-1.3L；目前，公司已形成年产微型车发动机 40 万台、变速箱 50 万台的能力，主要配套中航工业集团内部的哈飞汽车、昌河汽车两家整车厂，同时也向其它外部厂商供货，客户包括一汽佳宝、奇瑞、江淮、海马等；
 - ◆ 东安动力持股 36% 的东安三菱是国内最大的、独立轿车动力总成生产企业，其发动机排量覆盖 1.3-2.0L，总产能 40 万台，主要配套自主品牌轿车。例如华晨骏捷、比亚迪 F3、江淮同悦等自主品牌轿车都搭载东安三菱的发动机，公司发动机几乎占据国内自主品牌轿车发动机市场的半壁江山；
 - ◆ 2008 年，东安三菱从三菱汽车引入成熟技术，投资 20 亿元建设自动变速箱生产线，一期 15 万台产能预计于 09 年底建成投产，该项目有望成为公司未来新的增长点；

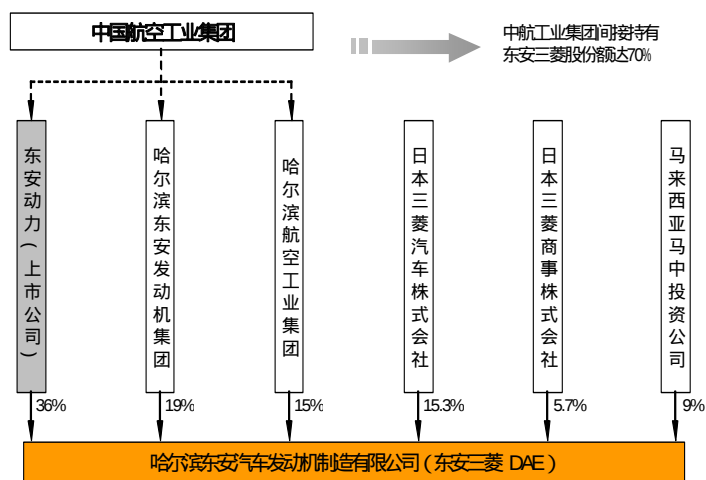
图表2：东安动力的业务构架



图表3：东安三菱的主要客户

发动机型号	配套厂商	配套车型
三菱4G1 1.3L、1.6L	华晨中华	骏捷、骏捷FRV
	比亚迪汽车	F3、F3R
	东南汽车	菱帅、菱绅、蓝瑟
	一汽海马	福美来心动版、海福星
	哈飞汽车	赛豹III、赛豹V
三菱4G9 1.8L、2.0L	其它厂商	长丰三菱、江淮同悦
	华晨中华	尊驰、骏捷、骏捷Wagon
	东南汽车	菱悦、菱利、菱动
	哈飞汽车	赛豹V
	众泰汽车	5008、2008
	其它厂商	长丰猎豹飞腾、柳汽风行

图表4：东安三菱原有股权结构



图表5：东安三菱发动机产品配套车型销量增长迅速

整车厂商	车型	2008年		2009年1-8月	
		累计销量	同比增幅	累计销量	同比增幅
华晨中华	骏捷	73092	-11.2%	62611	46.9%
	尊驰1.8L	10676	95.8%	5795	42.0%
比亚迪汽车	F3	131146	41.0%	165780	110.6%
	F3-R	5636	3.6%	--	--
东南汽车	菱帅	10097	127.8%	2	-99.8%
	蓝瑟	15479	-37.2%	4206	-64.1%
	菱绅	1209	-46.9%	--	--
哈飞汽车	赛豹	6475	12.7%	3026	-38.6%
	赛马	6812	-6.3%	4391	-21.4%
众泰汽车	5008	4872	--	631	709.0%
	2008	48619	54.0%	2853	-1.1%
一汽海马	福美来	85427	-24.8%	49805	-13.8%
江淮汽车	同悦	3392	--	36550	--
东风柳汽	风行	14108	-44.7%	9947	-6.9%
长丰汽车	三菱	826	--	44	-88.4%
合计		417866	4.1%	377431	71.3%

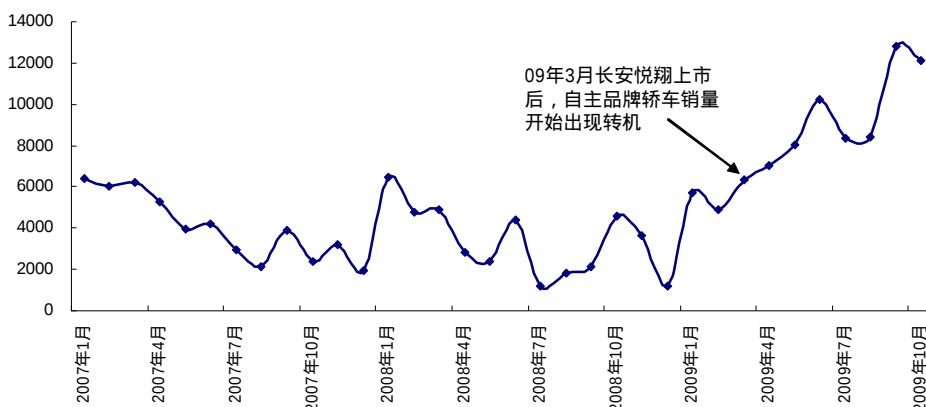
来源：汽协，公司公告，国金证券研究所

■ 长安汽车——自主品牌轿车刚有起色

- ◆ 长安汽车的自主品牌轿车目前具备 20 万辆整车及发动机生产能力，主要产品包括奔奔、志翔、悦翔等等，排量覆盖 1.3L、1.5L、2.0L，价格区间覆盖 4-12 万元；
- ◆ 由于前两款产品投放市场反响一般，公司近年来一直受到轿车业务的拖累，直到 09 年 3 月第三款轿车悦翔上市才得到改变，目前长安悦翔的月销量达到 1 万辆以上，明年有望大幅减亏；

图表6：长安汽车自主品牌轿车情况

单位：辆



	排量	价格区间	09年1-9月销量	同比增长
	L	万元/辆	辆	%
长安奔奔	1.3	3.98-5.88	36,539	22%
长安志翔	2.0	7.98-11.58	3,151	278%
长安悦翔	1.5	5.39-6.09	32,137	N/A

来源：汽协，国金证券研究所

- 我们认为，中航旗下的东安动力划归长安集团之后，双方在轿车业务方面有极强的互补性，长安自主品牌轿车未来可以大批量搭载东安三菱的发动机和自动变速箱，其产品竞争力有望大幅提升，而长安集团未来也有望成为东安动力最大、最稳定的下游客户，这将是两家上市公司未来业绩的主要增长点；

PSA，长安第三个外资合作伙伴？

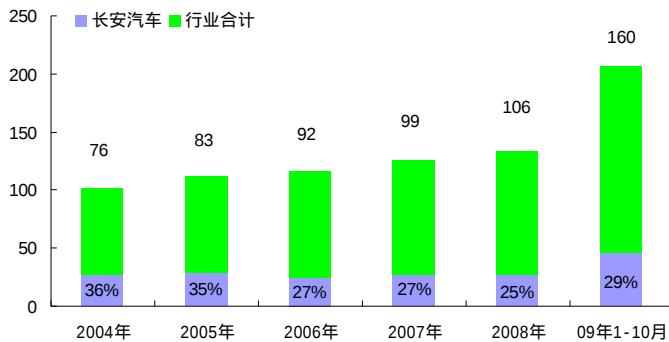
- 长安汽车目前拥有长安福特马自达、长安铃木两个合资公司。但长安铃木近年来发展有限，公私合营企业中仅有长福马贡献主要投资收益；
- 哈飞目前正处于和法国 PSA（标致-雪铁龙集团）合作谈判过程中，哈飞汽车在业内实力较弱正是 PSA 犹豫不前的主要原因。我们认为随着哈飞划归长安所有，长安集团在汽车行业更为强大的实力背景增加了中方与法方的谈判筹码，双方的合作进程有望加速，届时长安汽车将拥有 3 家外资合作伙伴；

微车业务：整合将受益于行业趋势和渠道资源

- 农村市场对于微型汽车的需求一直是今年我们研究的重点，我们认为其需求具有可持续性，此次整合将充分收益于未来行业的持续增长：
 - ◆ 09 年 1-10 月，国内微车销量合计 160 万辆，同比增长 77%，是增速最快的细分市场；我们认为农民收入提高、农村道路建设不断完善、汽车替代农用车等综合因素影响下，未来微车行业仍有望保持 15-20% 的增长；
 - ◆ 截至 10 月底，长安汽车（含南京长安）销售微车 46 万辆，同比增长 96%，市场份额较 08 年上升 4 个百分点，到 29%，并且已接近满产状态；

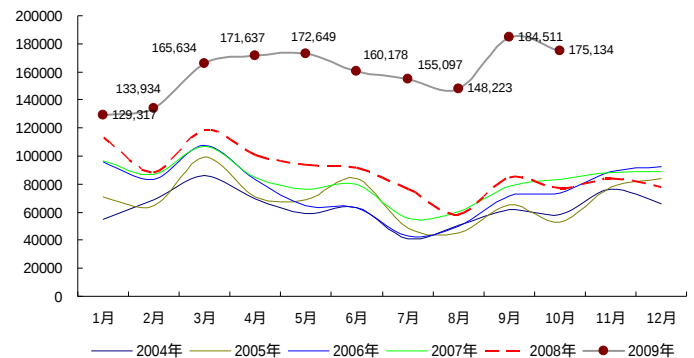
图表7：长安在微车市场份额变化

单位：万辆



图表8：微车月度销量走势

单位：辆



来源：汽协，国金证券研究所

- ◆ 哈飞和昌河的微车产能合计超过 30 万辆，然而 09 年前 10 月仅销售微车 16 万辆，仍有富余产能；

图表9：微车行业主要企业产销量

单位：辆

企业名称	生产量			销售量		
	09年1-10月	08年1-10月	累计增长%	09年1-10月	08年1-10月	累计增长%
微车行业合计	1,594,175	909,391	75.3	1,598,482	902,065	77.2
上汽通用五菱汽车股份有限公司	772,950	463,847	66.64	765,934	452,369	69.32
重庆长安汽车股份有限公司	335,856	199,442	68.4	349,533	198,190	76.36
哈飞汽车股份有限公司	130,527	93,935	38.95	124,188	94,151	31.9
东风汽车公司	111,872	59,709	87.36	114,438	61,025	87.53
南京长安汽车有限公司	111,632	41,696	167.73	115,319	38,665	198.25
江西昌河汽车股份有限公司	41,189	29,861	37.94	40,352	34,455	17.12
中国第一汽车集团公司	36,450	16,667	118.7	36,504	18,638	95.86

来源：汽协，国金证券研究所

- 微车行业具有产品同质性高、渠道和规模决定竞争力的特点。我们认为在微车业务方面，长安-昌河-哈飞的整合将提升新长安全国范围内的销售渠道，尤其在东北地和西南地区的销售网络存在明显互补性。如果该行业明年如我们预期般继续保持 15-20% 的增速，则此次整合将充分受益于行业的发展和销售渠道的丰富；

维持长安汽车、东安动力的买入评级

长安汽车：明年业绩增长将超过 50%

- 我们认为长安汽车明年业绩仍然具有较高的弹性，有望继续保持 50%以上增长，原因如下：
 - ◆ 截至 3 季度末，公司非经常性减值影响公司业绩约 0.13 元，公司现金流情况远远好于其披露的实际业绩，我们认为明年即使在行业不增长的情况下，公司业绩也存在 20%以上的增厚可能，这为公司明年提供了足够的安全边际；
 - ◆ 2) 受轿车业务拖累，公司 09 年微车业务的盈利水平低于竞争对手。然而 9 月份长安自主品牌轿车销量达到 12,813 辆，一举超过海马、上汽、江淮，进入自主品牌销量前 5 名。我们认为 2010 年公司轿车销量有望超过 15 万辆，未来 2 年将成为公司业绩新的增长点；
 - ◆ 3) 农村市场对微车的需求是我们对明年较为看好的增长点之一，我们认为 2010 年长安的微车业务仍然有望保持 15%以上的增长，由于产能利用率保持在高位，公司的单车盈利能力还有望继续提高；
- 我们预计 09-11 年 EPS 分别为 0.544、0.927 和 1.039 元，其中 2010 年的盈利预测高出目前市场平均预期约 30%。我们上调公司未来 6-12 个月目标价至 20 元，继续维持公司的“买入”建议；

图表10：长安汽车三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	25,675	13,722	13,375	23,079	27,359	30,631	货币资金	4,245	1,584	1,624	900	4,022	6,610
增长率		-46.6%	-2.5%	72.5%	18.5%	12.0%	应收账款	3,316	2,446	2,427	3,833	4,544	5,087
主营业务成本	-20,426	-11,619	-11,369	-18,388	-21,389	-23,947	存货	3,825	1,795	1,662	4,448	5,174	5,793
% 销售收入	79.6%	84.7%	85.0%	79.7%	78.2%	78.2%	其他流动资产	619	371	264	588	684	766
毛利	5,249	2,103	2,007	4,690	5,970	6,684	流动资产	12,005	6,195	5,978	9,770	14,425	18,256
% 销售收入	20.4%	15.3%	15.0%	20.3%	21.8%	21.8%	% 总资产	51.7%	43.2%	38.9%	47.8%	61.9%	68.1%
营业税金及附加	-950	-335	-323	-471	-558	-625	长期投资	1,526	4,141	4,625	4,625	4,625	4,625
% 销售收入	3.7%	2.4%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	固定资产	9,038	3,649	4,188	5,771	3,983	3,680
营业费用	-2,228	-1,246	-1,137	-2,331	-2,763	-3,094	% 总资产	38.9%	25.4%	27.2%	28.2%	17.1%	13.7%
% 销售收入	8.7%	9.1%	8.5%	10.1%	10.1%	10.1%	无形资产	664	240	438	124	123	122
管理费用	-1,365	-673	-853	-1,156	-1,341	-1,501	非流动资产	11,228	8,158	9,390	10,659	8,870	8,566
% 销售收入	5.3%	4.9%	6.4%	5.0%	4.9%	4.9%	% 总资产	48.3%	56.8%	61.1%	52.2%	38.1%	31.9%
息税前利润 (EBIT)	707	-152	-305	732	1,308	1,464	资产总计	23,232	14,353	15,368	20,429	23,296	26,823
% 销售收入	2.8%	n.a	n.a	3.2%	4.8%	4.8%	短期借款	1,479	176	1,094	893	0	0
财务费用	-125	-47	-50	-9	2	10	应付款项	8,607	5,270	5,749	10,083	11,759	13,165
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动负债	2,588	1,150	740	639	951	1,065
资产减值损失	0	-46	-151	-387	-72	-55	流动负债	12,674	6,596	7,583	11,615	12,709	14,230
公允价值变动收益	0	0	-10	0	0	0	长期贷款	1,509	0	0	0	0	1
投资收益	241	932	561	863	971	1,055	其他长期负债	47	70	76	0	0	0
% 税前利润	28.0%	142.5%	164.2%	72.3%	44.1%	42.7%	负债	14,230	6,665	7,659	11,615	12,709	14,231
营业利润	822	687	46	1,199	2,209	2,475	普通股股东权益	7,307	7,573	7,597	8,694	10,458	12,456
营业利润率	3.2%	5.0%	0.3%	5.2%	8.1%	8.1%	少数股东权益	1,695	115	112	120	128	136
营业外收支	39	-33	-12	-5	-5	-5	负债股东权益合计	23,232	14,353	15,368	20,429	23,296	26,823
税前利润	861	654	34	1,194	2,204	2,470	比率分析						
利润率	3.4%	4.8%	0.3%	5.2%	8.1%	8.1%		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
所得税	-167	-20	-16	84	-33	-37	每股指标						
所得税率	19.4%	3.1%	47.3%	-7.0%	1.5%	1.5%	每股收益	0.399	0.411	0.013	0.544	0.927	1.039
净利润	694	634	18	1,278	2,171	2,433	每股净资产	4.508	3.894	3.255	3.725	4.481	5.337
少数股东损益	47	-33	-6	8	8	8	每股经营现金净流	1.304	0.275	0.208	0.062	0.757	0.829
归属于母公司的净利润	647	667	24	1,270	2,163	2,425	每股股利	0.320	0.060	0.060	0.163	0.278	0.312
净利率	1.9%	2.6%	2.3%	4.8%	5.4%	6.0%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	8.85%	8.81%	0.32%	14.61%	20.68%	19.47%
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	总资产收益率	2.78%	4.65%	0.16%	6.22%	9.28%	9.04%
净利润	647	634	18	1,278	2,171	2,433	投入资本收益率	5.47%	-1.87%	-1.83%	8.07%	12.17%	11.45%
少数股东损益	47	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	761	490	639	701	419	409	主营业务收入增长率	33.95%	-46.55%	-2.53%	72.55%	18.55%	11.96%
非经营收益	-129	-825	-459	-793	-937	-1,050	EBIT增长率	199.50%	-118.66%	100.85%	-340.09%	78.55%	11.96%
营运资金变动	788	236	286	-1,041	115	143	净利润增长率	173.18%	3.11%	-96.34%	5108.25%	70.31%	12.12%
经营活动现金净流	2,114	534	485	145	1,768	1,934	总资产增长率	24.56%	-38.22%	7.07%	32.94%	14.03%	15.14%
资本开支	-2,888	-341	-928	-1,588	1,437	-55	资产管理能力						
投资	141	17	-714	0	0	0	应收账款周转天数	10.2	20.4	15.0	20.4	20.4	20.4
其他	94	688	860	863	971	1,055	存货周转天数	68.9	88.3	55.5	88.3	88.3	88.3
投资活动现金净流	-2,653	364	-783	-726	2,408	1,000	应付账款周转天数	74.9	120.3	81.3	120.3	120.3	120.3
股权募资	2,543	0	10	209	250	300	固定资产周转天数	98.8	90.3	94.0	66.9	54.6	45.2
债权募资	-1,149	-933	420	-287	-893	1	偿债能力						
其他	-117	-136	-66	-65	-410	-649	净负债/股东权益	-15.62%	-18.32%	-6.88%	-0.08%	-38.00%	-52.48%
筹资活动现金净流	1,277	-1,069	364	-144	-1,053	-347	EBIT利息保障倍数	6.5	-3.2	-6.2	80.1	-812.0	-146.3
现金净流量	738	-170	66	-724	3,122	2,587	资产负债率	61.25%	46.44%	49.84%	56.86%	54.56%	53.06%

来源：国金证券研究所

东安动力：背靠大树好乘凉

- 作为一家独立的乘用车发动机供应商，东安动力的长期发展前景并不清晰，因为动力总成是乘用车产业的核心零部件，通常都掌控在整车厂手中，同时也是轿车产品相互竞争的焦点；
- 然而此次东安划转长安集团解决了公司长期发展的关键问题，我们认为今后东安动力将成为长安集团发动机的核心平台，由于长安集团整车的研发和销售实力都强于中航，因此东安动力在长安集团的控制下，拥有了更加广阔的发展前景；
- 东安动力的主要投资要点包括：1、具有极其稳定盈利能力的东安三菱轿车发动机制造板块。2、具有明确增长预期的自动变速箱板块。3、具有较大业绩弹性的本部微车发动机板块。
- 我们预测公司 09-11 年 EPS 分别为 0.598、0.795 和 0.917 元，我们上调公司未来 6-12 个月目标价至 20 元，维持公司的“买入”建议；

图表11：东安动力三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,137	1,853	1,754	2,074	2,338	2,387	货币资金	563	135	456	485	531	620
增长率		-13.3%	-5.3%	18.2%	12.8%	2.1%	应收账款	1,137	1,575	1,236	1,294	1,472	1,515
主营业务成本	-1,958	-1,682	-1,685	-1,840	-2,070	-2,117	存货	326	277	217	227	255	261
% 销售收入	91.6%	90.8%	96.0%	88.7%	88.5%	88.7%	其他流动资产	22	2	1	4	4	4
毛利	179	170	69	234	268	270	流动资产	2,048	1,990	1,910	2,009	2,263	2,401
% 销售收入	8.4%	9.2%	4.0%	11.3%	11.5%	11.3%	% 总资产	65.1%	60.4%	56.5%	53.6%	53.5%	51.7%
营业税金及附加	-6	-7	-5	-8	-9	-9	长期投资	311	605	784	1,034	1,335	1,680
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	785	702	690	707	634	566
营业费用	-53	-44	-22	-27	-30	-33	% 总资产	25.0%	21.3%	20.4%	18.8%	15.0%	12.2%
% 销售收入	2.5%	2.4%	1.3%	1.3%	1.3%	1.4%	无形资产	0	0	0	0	0	0
管理费用	-145	-121	-144	-147	-187	-191	非流动资产	1,097	1,307	1,474	1,741	1,969	2,247
% 销售收入	6.8%	6.5%	8.2%	7.1%	8.0%	8.0%	% 总资产	34.9%	39.6%	43.5%	46.4%	46.5%	48.3%
息税前利润 (EBIT)	-25	-1	-102	52	41	36	资产总计	3,144	3,297	3,384	3,750	4,232	4,647
% 销售收入	n.a	n.a	n.a	2.5%	1.8%	1.5%	短期借款	380	239	375	345	315	285
财务费用	-13	-30	-40	-22	-17	-13	应付账款	1,087	1,151	964	1,138	1,274	1,293
% 销售收入	0.6%	1.6%	2.3%	1.0%	0.7%	0.6%	其他流动负债	75	134	75	81	90	92
资产减值损失	0	-92	17	-38	8	12	流动负债	1,542	1,524	1,414	1,564	1,678	1,670
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	60	0	0	0
投资收益	72	269	284	295	354	406	其他长期负债	0	3	0	0	0	0
% 税前利润	194.1%	178.4%	177.3%	102.4%	91.4%	92.1%	负债	1,542	1,528	1,474	1,564	1,678	1,670
营业利润	35	146	159	287	386	441	普通股股东权益	1,602	1,769	1,910	2,183	2,550	2,974
营业利润率	1.6%	7.9%	9.0%	13.8%	16.5%	18.5%	少数股东权益	0	0	0	4	4	4
营业外收支	3	5	2	1	1	1	负债股东权益合计	3,144	3,297	3,384	3,750	4,232	4,647
税前利润	37	151	160	288	387	442	比率分析						
利润率	1.7%	8.1%	9.1%	13.9%	16.5%	18.5%		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
所得税	0	0	0	-12	-19	-18	每股指标						
所得税率	1.3%	0.0%	0.0%	4.0%	5.0%	4.0%	每股收益	0.080	0.326	0.347	0.598	0.795	0.917
净利润	37	151	160	276	367	424	每股净资产	3.467	3.829	4.133	4.723	5.519	6.436
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.637	-1.189	0.119	0.455	0.162	0.235
归属于母公司的净利	37	151	160	276	367	424	每股股利	0.100	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.7%	8.1%	9.1%	13.3%	15.7%	17.8%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	2.30%	8.52%	8.39%	12.67%	14.41%	14.25%
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	总资产收益率	1.17%	4.57%	4.73%	7.37%	8.68%	9.12%
净利润	37	151	160	276	367	424	投入资本收益率	-0.57%	-0.07%	-4.36%	1.97%	1.36%	1.05%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	122	206	98	132	94	86	主营业务收入增长率	-5.24%	-13.30%	-5.30%	18.21%	12.75%	2.07%
非经营收益	-66	-257	-264	-269	-332	-387	EBIT增长率	N/A	-86.87%	6727%	-150.8%	-20.58%	-13.04%
营运资金变动	-387	-650	61	71	-55	-15	净利润增长率	-56.46%	309.38%	6.30%	72.58%	32.89%	15.36%
经营活动现金净流	-295	-550	55	210	75	108	总资产增长率	13.94%	4.85%	2.65%	10.82%	12.84%	9.82%
资本开支	-24	-17	-99	-109	-29	-29	资产管理能力						
投资	-15	0	36	-251	-301	-345	应收账款周转天数	93.0	195.6	263.9	200.0	200.0	200.0
其他	18	19	37	295	354	406	存货周转天数	59.3	65.4	53.6	45.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-22	2	-26	-65	24	32	应付账款周转天数	85.1	94.5	82.4	100.0	99.0	98.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	121.0	121.3	116.7	99.8	85.1	77.5
其他	0	-9	-21	-27	-23	-21	偿债能力						
筹资活动现金净流	320	113	273	-117	-53	-51	净负债/股东权益	-11.42%	5.86%	-1.11%	-6.39%	-8.45%	-11.26%
现金净流量	4	-435	301	28	46	90	EBIT利息保障倍数	-0.9	-0.1	-2.6	2.4	2.4	2.7
							资产负债率	49.05%	46.34%	43.57%	41.70%	39.66%	35.93%

来源：国金证券研究所

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。