

上市公司调研简报

非汽车交运制造业

投资收益支撑公司业绩

调研目的：了解公司投资收益情况

由于投资收益贡献了公司 80% 的净利润，因此我们调研的重点在公司 09 年投资收益情况，公司投资高速公路的收益情况，起亚汽车的销售状况，以及集团公司对上市公司未来发展的规划等等。

调研结论

传统拖拉机业务亏损减少

由于公司拖拉机厂工人改制基本完成，09 年上半年公司拖拉机业务与去年同期相比，亏损减少，下半年公司的大、中拖拉机有望产生一定的增长。公司与印度马恒达合资的年产能 6 万台的大型拖拉机生产线已经建成，有利于公司引进先进的技术与管理方式，提高拖拉机业务的毛利，但由于市场需求没有特别大的起色，因此 09 年拖拉机业务给公司贡献的利润有限，主要是减亏为主。

传统纺纱业务与去年持平，产业链往下游延伸

公司 09 年上半年的纺纱业务销量与去年相比基本持平，由于外部需求依旧疲软，纺织行业的萎靡状态没有得到改善，公司的纺纱业务变化不大。未来公司计划发展纺纱的延伸业务，对织布、印染等纱线的延伸应用逐步进行生产，有望扩大产业链，丰富公司产品，提高收入来源。

参股悦达起亚带来的利润增长幅度较大，为公司 09 年最大亮点

公司参股东风悦达起亚 09 年带来的回报有望超出预期，公司目前参股悦达起亚 25% 的股份，上半年汽车市场的火爆带来悦达起亚车型的畅销，悦达起亚的赛拉图与城市 SUV 狮跑的销量大增，截止上半年，悦达起亚共销售各类乘用车 9 万余辆，全年有望达到 20 万辆的公司销售目标，这与 08 年全年 14 万辆的销量相比，有 40% 的增长幅度，为公司 09 年利润增长的最大亮点。

高速公路投资收益稳中有升

公司目前投资的主要三条高速公路西铜（西安-铜川）（70% 股权），京沪江苏段（21% 股权），徐州三环路（55% 股权），由于西铜高速 08 年全面运营，流量基本上达到峰值，09 年上半年中西部经济形式较为脆弱，物流与大宗商品的运输与去年相比略有下降。京沪高速的收入与去年相比基本持平，徐州三环的收入变化不大。因此 09 年上半年公司从高速公路投资的来的收益与去年相比基本持平。随着下半年经济的回暖，物流与大宗商品的运输将会有一定的量的回升，我们预计全年公司投资高速公路所得收益会有一个小幅的增长，但幅度不会太大。

悦达投资（600805）

首次评级

增持

尹国辉

yinguohui@csc.com.cn
010-85130305

高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn
010-85130639

当前股价：6.62 元

目标价格 6 个月：8.00 元

调研日期：2009 年 07 月 21 日

分析日期：2009 年 07 月 21 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
8.7/-2.1	42.6/17.9	57.0/42.2
12 月最高/最低价（元）		6.93/0
总股本（万股）		54,545
流通 A 股（万股）		42,577
总市值（亿元）		35.62
流通市值（亿元）		27.80
近 3 月日均成交量（万）		2,445
主要股东		
盐城诚达投资有限责任公司		4.26%

股价表现



相关研究报告

财务费用大幅下降，增厚公司业绩

由于进入到 09 年以来信贷政策的调整，公司财务费用大幅下降。与去年同期相比，上半年公司减少财务费用达 2000 余万元，在信贷政策没有特别大调整的前提下，我们预计公司全年节省财务费用达 5000 万元左右，贡献每股收益 0.08 元。

盈利预测

公司 09 年拖拉机业务亏损减少，其他各项投资收入都是稳中有升，我们预计公司 09 年-11 年的净利润分别为 1.23 亿、1.81 亿、2.17 亿，同比分别增长 95.24%、47.15%、19.8%，每股收益分别为 0.21 元、0.30 元、0.36 元，给予增持评级。

风险提示

原材料价格的上涨，外需的持续低迷。

表 1：预测与比率

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入（百万元）	1813.36	2015.00	2424.96	2992.24	3687.38
主营收入增长率	19.44%	11.12%	20.35%	23.39%	23.23%
EBITDA（百万元）	451.60	537.56	625.73	706.74	813.44
EBITDA 增长率	30.55%	19.03%	16.40%	12.95%	15.10%
净利润（百万元）	37.51	62.87	123.63	181.02	217.22
净利润增长率	-12.11%	62.34%	96.65%	46.42%	20.00%
ROE	2.24%	5.45%	8.87%	11.63%	12.39%
EPS（元）	0.07	0.12	0.21	0.30	0.36
P/E	97.14	56.67	33.06	22.58	18.81
P/B	2.22	3.22	2.93	2.62	2.33
EV/EBITDA	12.69	10.88	6.22	5.38	4.03

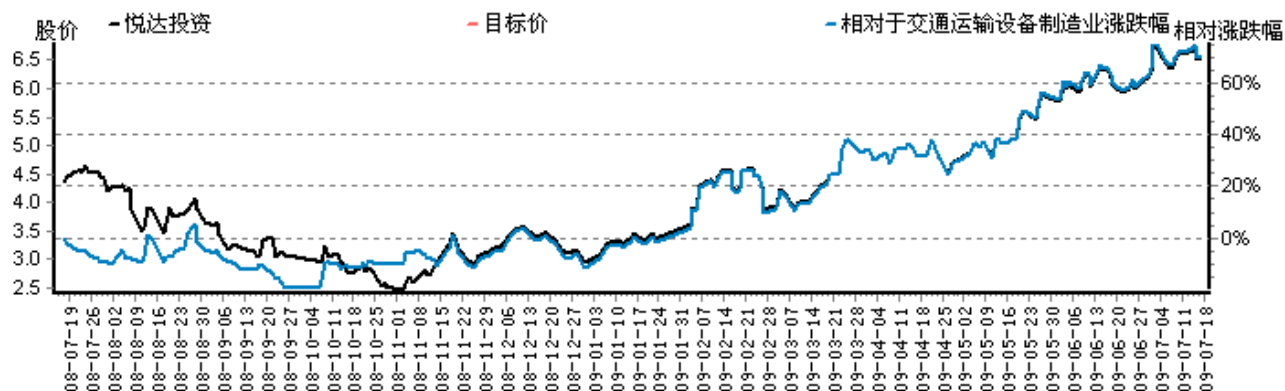
资料来源：公司公告，中信建投研发部

表 2：悦达投资盈利预测假设

名称	2007	2008	2009E	2010E	2011E
拖拉机					
产量（万台）	2.55	2.28	2.80	3.20	3.60
平均售价（元/台）	31,262.75	30,609.21	31,000.00	31,050.00	31,050.00
收入（百万元）	797.20	697.89	868.00	993.60	1,117.80
成本（百万）	724.94	662.86	811.58	914.11	1,028.38
毛利（百万）	72.26	35.03	56.42	79.49	89.42
毛利率	9.06%	5.02%	6.50%	8%	8.00%
纺纱					
产量（万吨）	1.39	1.89	1.90	1.95	2.10
平均售价（元/吨）	32,581.29	26,153.44	26,150.00	26,160.00	26,160.00
收入（百万元）	452.88	494.30	496.85	510.12	549.36
成本（百万）	407.01	447.08	448.90	460.89	496.35
毛利（百万）	45.87	47.22	47.95	49.23	53.01
毛利率	10.13%	9.55%	9.65%	9.65%	9.65%
参股高速公路所获得收入					
收入（百万元）	510.24	645.14	700.00	780.00	845.00
成本（百万）	159.19	217.93	238.00	269.10	291.53
毛利率	68.80%	66.22%	66.00%	65.50%	65.50%
参股东风悦达起亚所获得收入					
收入（百万元）	219.89	302.50	425.07	510.08	607.00
成本（百万）	195.70	272.25	374.06	448.87	534.16
毛利率	11.00%	10.00%	12.00%	12.00%	12.00%

资料来源：公司公告，中信建投研发部

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，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。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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、财务顾问或类似的金融服务。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翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

高晓春：机械行业研究员；尹国辉：机械行业研究员

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 2601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-2288
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-1551