

重庆资本市场研究

黄仕川

023-63725713

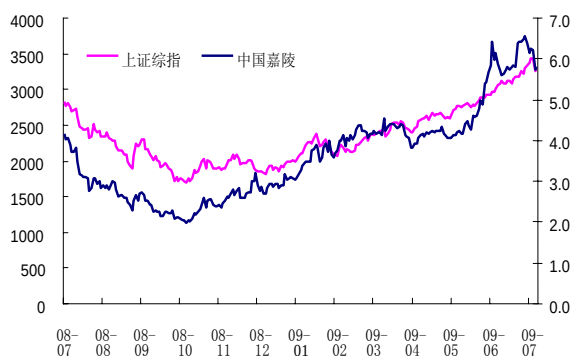
hsc@swsc.com.cn

中国嘉陵（600877）：业绩启稳回升，行业整合想像空间大

2009 年 7 月 31 日

中性（首次）

市场表现（08.07-09.07）



来源：西南证券研发中心

市场数据

总市值（亿元）	40.62
流通市值（亿元）	29.65
总股本（亿股）	6.87
流通股本（亿股）	5.01
52 周最高价/最低价	6.88/1.95

来源：西南证券研发中心

财务指标预测（百万元）

	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	3539.15	4101.18	4538.21	5030.78
+/- (%)	-13.98	15.88	10.66	10.86
净利润	13.28	13.90	15.75	25.03
+/- (%)	-1.35	4.67	13.35	58.92
EPS（元）	0.019	0.019	0.022	0.035

来源：西南证券研发中心

事件描述：

公司报告期内，实现营业收入 17.86 亿元，同比增长 6.81%；实现归属母公司净利润 491.58 万元，同比增长 27%，基本每股收益 0.007 元。

主要观点：

1、行业景气度回升，出口受阻，内需获支撑。国内摩托车五大排量出口额在 2 月份触底反弹，步入逐步增长趋势。2009 年上半年出口业务萎缩，同比减少 56%，预计全年出口业务营业收入 3.46 亿元，占全部营业收入的 12%。在出口受阻的情况下，国内市场对公司业绩形成重要支撑，2009 年上半年实现国内营业收入 15.37 亿元，同比增长 39.3%，营业利润率比上年提高 0.89 个百分点，全年国内营业收入预计突破 38 亿元。

2、营业收入逐季回升，下半年主营业务有望扭亏为盈。公司营业收入呈现季节性波动，下半年处于营业收入的波峰。2009 年第二季度，公司营业收入达到 101365.39 万元，环比增长 31.2%，同比增长 19.7%，恢复至 2007 年同期水平。

3、品牌价值提升，行业影响力扩大。中国嘉陵的品牌价值增至 81.35 亿元，在摩托车制造行业名列第二，行业影响力不断提升。

4、行业整合想像空间大。重庆市政府提出建设中国摩托车之都，拟把重庆创建成为中国最大的摩托车生产基地。拟到 2011 年完成汽摩行业投资 1000 亿元，实现年产摩托车 1500 万辆。整合预期下的中国嘉陵影响力将大大提升，研发和采购成本会大大降低，同业竞争减少、销售渠道拓宽。

5、公司盈利预测。在 2009 年全球经济衰退的情况下，我们预计公司全年国内外营业收入达 41 亿元，营业利润达到 1517.2 万元，每股收益（EPS）较 2008 年有所下降，为 0.019 元。结合行业整合预期与重庆产业发展规划，未来 6 个月目标价位区间为 5.5-6.8 元，给予“中性”评级。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

一、行业景气度回升，出口受阻，内需获支撑

摩托车行业受国际金融危机的影响较为突出，从 2008 年第二季度开始，摩托车产销开始大幅下滑。2009 年上半年，随着国内消费需求刺激、工业经济复苏，以及全球经济的回暖，摩托车行业开始逐步走出低谷。预计 2009 年全年五大排量摩托车产销将达到 2113.24 万辆和 2085.87 万辆。

表 1 摩托车五大排量产值情况

	生产（万辆）				销售（万辆）			
	2008	2009（1-5）	同比（%）	2009E	2008	2009（1-5）	同比（%）	2009E
50ML	249.7	88.63	-22.13	199.76	248.99	88.58	-22.39	199.19
100ML	328.33	94.68	-32.43	229.83	328.4	94.15	-33.11	229.88
110ML	415.03	160.11	-7.32	373.53	416.35	160.06	-22.39	320.59
125ML	1173.53	423.76	-14.78	1056.18	1172.95	427.21	-14.39	1020.47
150ML	306.54	118.07	5.36	321.87	306.55	116.31	3.50	315.75
合计	2473.13	885.25	-14.55	2113.24	2473.24	886.31	-17.36	2085.87

来源：中国汽车工业协会，西南证券研发中心

目前，国内摩托车出口以 50ML、100ML、110ML、125ML 和 150ML 为主，五大排量的出口额均在 2 月份触底反弹，而后步入逐步增长趋势，其中以 125ML 和 150ML 的大排量型号增长较为强劲。中国嘉陵 2009 年的主打产品狼系列、悍系列均属于 125—150ML 大排量类型，预测下半年公司的出口业绩将有所回升。

图 1 摩托车≤50ML 月出口量

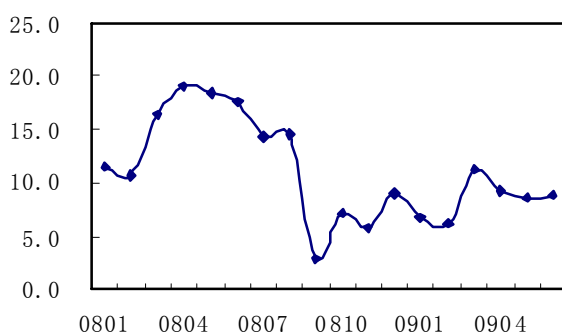
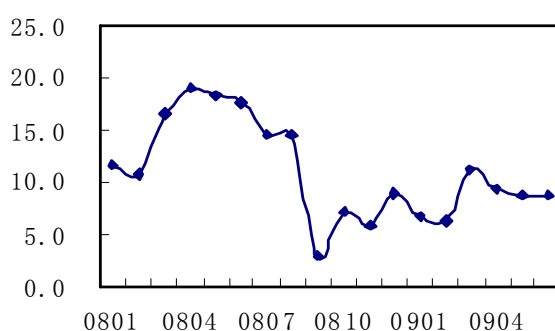


图 2 摩托车 100ML 月出口量



来源：西南证券研发中心

图3 摩托车 110ML 月出口量

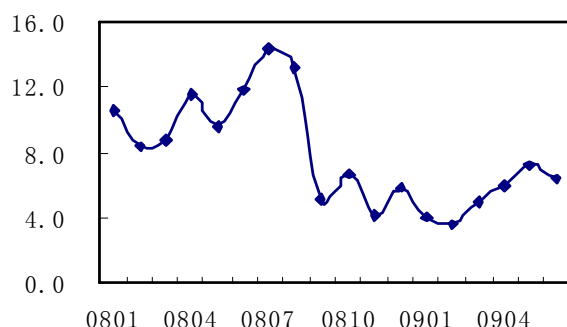
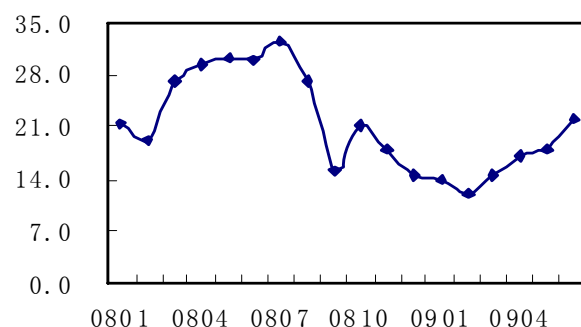


图4 摩托车 125ML 月出口量



来源：西南证券研发中心

图5 摩托车 150ML 排量月出口量

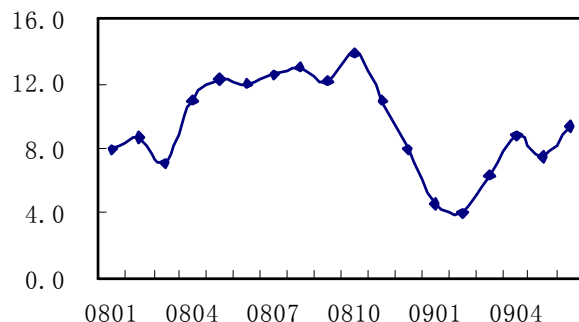
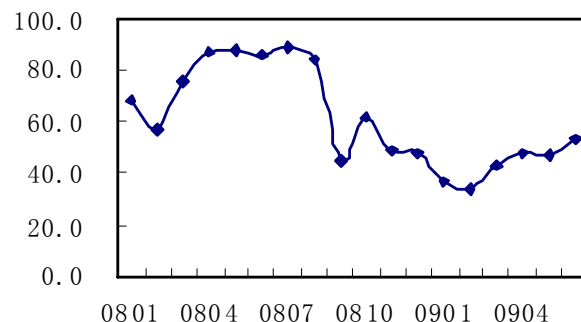


图6 摩托车五大排量月出口量



来源：西南证券研发中心

中国嘉陵的摩托车及零部件业务营业收入占全部营业收入比重的 98%，而 2008 年摩托车及零部件业务国内外收入比重约为 4 比 1，2009 年上半年出口业务萎缩，出口营业收入为 24463.06 万元，同比减少 56%，国外营业收入比重降至 13.7%，下半年出口形势有所缓和。预计全年出口业务营业收入 3.46 亿元，占全部营业收入的 12%。

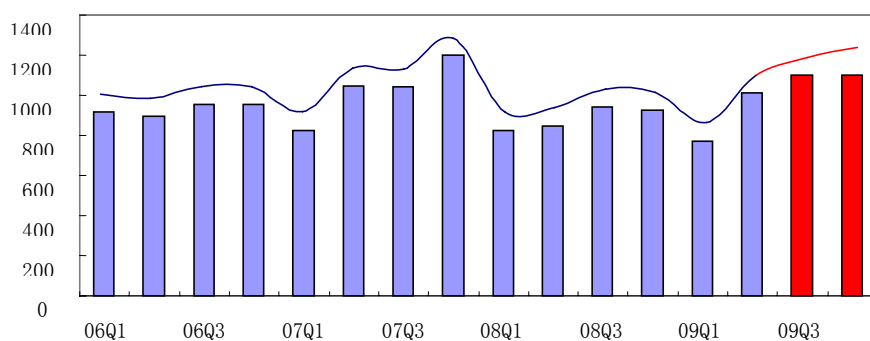
在出口受阻的情况下，国内市场对公司业绩形成重要支撑，2009 年上半年实现国内营业收入 15.37 亿元，同比增长 39.3%，营业利润率比上年提高 0.89 个百分点。公司在应对金融危机冲击中，重点在产品结构调整、成本控制及营销提升方面下功夫，在国家刺激内需的宏观政策作用配合下，下半年国内业务仍将保持较高增长，营业收入预计突破 38 亿元。

二、营业收入逐季回升，下半年主营业务有望扭亏为盈

2009 年第二季度，公司营业收入达到 101365.39 万元，环比增长 31.2%，同比增长 19.7%，恢复至 2007 年同期水平。营业收入增长、财务费用大幅下降与投资收益增加使得公司营业利润的亏损得到控制。营业外收入对净利润的贡献率下降，营业外收入同比减少 93%的原因是 2008 年上半期公司出售土地收益较大。

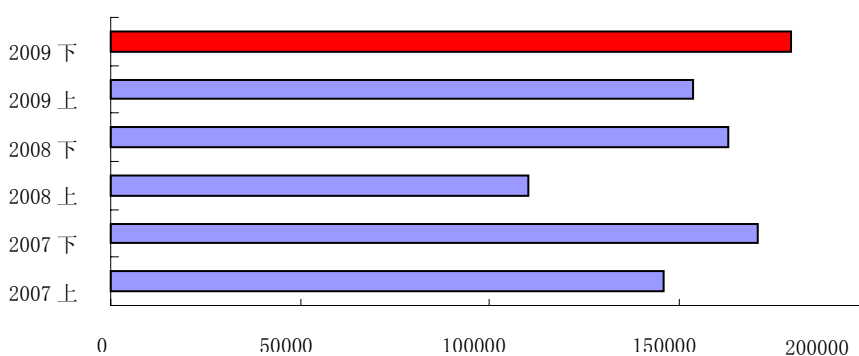
通过公司季度营业收入比较发现，公司营业收入呈现季节性波动，下半年处于营业收入的波峰。随着金融危机影响程度的减弱和行业基本面的恢复，预计下半年能够实现营业收入 23 亿元，公司有望实现全年营业利润扭亏为盈。

图 7 中国嘉陵季度营业收入



来源：西南证券研发中心

图 8 中国嘉陵国内业务营业收入



来源：西南证券研发中心

三、品牌价值提升，行业影响力扩大

根据世界品牌实验室 2009 年中国最具价值品牌 500 强的评价结果，中国嘉陵的品牌价值从去年 76.85 亿元增至 81.35 亿元，在摩托车制造行业名列第二，仅次于豪爵，远高于行业第三名力帆，行业影响力不断提升，加上其军工背景，使得品牌优势尤为明显。2009 年积聚优势资源建立了国内最大最高端的摩托车示范店，先后推出“金悍”、“好帅”等新型产品，实现主力产品优化调整的目标。

表 2 摩托车品牌价值

品牌	价值（亿元）	地区
豪爵	92.38	广东板块
嘉陵	81.35	重庆板块
力帆	34.84	重庆板块
隆鑫	19.72	重庆板块
钱江	19.19	江浙板块
宗申	15.09	重庆板块

来源：世界品牌实验室，西南证券研发中心

四、行业整合想像空间大

2009 年 7 月 27 日，重庆市政府通过《重庆市贯彻落实九大产业调整和振兴规划的实施意见》，明确提出建设中国摩托车之都，拟把重庆创建成为中国最大的摩托车生产基地。计划到 2011 年完成汽摩行业投资 1000 亿元的目标，实现年产摩托车 1500 万辆。重庆打造全国最大的摩托车集团，使得整个摩托车行业整合的想像空间巨大，重庆板块与南方工业集团成为新的聚焦点。

南方工业集团现有的摩托车产业较为分散，整合意愿强烈，新成立的南方摩托车事业部被外界认为是整合行动的开始。从重庆市政府的产业规划来看，重庆建设“国家重要的现代制造业基地”，打造全国最大的摩托车生产基地，需要大型的摩托车生产企业作为支撑，现中国嘉陵和建设股份的注册地为重庆，而 ST 轻骑的注册地为济南，三者主营业务都是摩托车及零部件生产。如果南方工业集团摩托车资产整合付诸实践，那么将现有的中国嘉陵和建设股份划入 ST 轻骑的可能性不会太大；相反，如果把 ST 轻骑的资产注入中国嘉陵或者建设股份，则面临的阻力会更小。

无论最终结果如何，摩托车行业此次整合将诞生全国性甚至是世界级的摩托车航母，中国嘉陵的影响力也将大大提升，研发和采购成本会大大降低，同业竞争减少、销售渠道拓宽，这些都将带来投资机会。

表 3 中国南方工业集团旗下摩托车资产

单位名称	主营业务	地点	资产	持股数（万股）	控股比例
中国嘉陵	摩托车、光电	重庆	60 多亿	25427	37%
建设股份	摩托车	重庆	60 多亿	33963	71%
洛阳北方	摩托车	河南	20 多亿	——	——
济南轻骑	摩托车	济南	14 多亿	30548	31%

来源：西南证券研发中心

五、主要利润指标预测

在 2009 年全球经济衰退的情况下，我们预计公司全年营业收入达 41 亿元，营业利润达到 1517.2 万元，每股收益（EPS）与 2008 年持平，为 0.019 元。当前公司股票市盈率偏高，但结合重庆市产业发展规划，摩托车行业整合预期也日益增强，重庆建设全国最大摩托车生产基地的目标以及巨额投资将使公司业绩在未来三年有大幅增长，资产质量将有改善。因此，我们预测未来 6 个月目标价位区间为 5.5~6.8 元，给予“中性”评级。

表 4 利润表预测

单位：万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	411374	353915	410118	453821	503078
营业成本	362743	325804	369107	399363	442647
营业税金及附加	7156	11188	10644	11708	12773
销售费用	16798	15107	12279	13693	14789
管理费用	12149	18522	13634	15077	16355
财务费用	11409	9657	4833	10533	10006
资产减值损失	3813	16761	3342	5013	4056
投资收益	5053	2092	5237	4128	3508
营业利润	2320	-41032	1517	2562	5961
营业外收入	1525	46225	1918	1721	1463
营业外支出	336	193	83	344	366
利润总额	3509	5001	3352	3939	7058
所得税	2162	3673	1962	2363	4555
净利润	1346	1328	1390	1575	2503
归属于母公司净利润	1420	1309	1320	1497	2378
基本每股收益(元)	0.020	0.019	0.019	0.022	0.035

来源：西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

类别	级别	涵义
公司	买 入	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中 性	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回 避	未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

重要声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100032

电话：（010）88092288-3507、3217

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>

西南证券研发中心重庆研究所

重庆市渝中区临江支路 2 号合景大厦 4 楼

邮编：400010

电话：（023）63786048