

汽车整车

曙光股份 (600303. SH) / 15.89 元

新能源客车和乘用车成为公司业绩增长双动力

事 项

3 月 29 日，我们对曙光股份进行了调研。

主要观点

曙光股份与南车时代强强联合共同拓展新能源客车的大蛋糕，双方合作已签订基本协议，已经进入尽职调查阶段，预计下半年将开始产生效益。

新能源汽车将以客车为突破口，尤以公交车为重点。曙光股份是目前大中型公交车领域市场份额国内龙头公司，在制造技术和市场方面占据优势，南车时代在电控技术领域是国内少有的掌握自主核心技术的优势企业。

经过与南车时代的合资，曙光股份在东北的大连、沈阳、丹东，中部的江苏常州，南方的长株潭地区都布有生产企业，完成了新能源汽车时代的完整战略布局，有利于抢夺地方政府保护特征非常明显的新能源客车订单。

在行业启动初期，新能源客车以地方政府补贴刺激为主，政府为主要客户，各地政府普遍具有较强的当地采购生产的附加条件，曙光股份从北到南涉及四个主要省份都有投资完整的客车生产基地，在南车时代领先的新能源技术保障下将有很大把握拿下这四地的新能源客车订单。

以 SUV 越野车型和皮卡车型为主的乘用车战略在 09 年取得较大成功，实现利润 2000 万左右，公司在 2010 年仍有较大的市场拓展计划，我们预测这部分业务将实现 50% 以上的增长。

公司 09 年销售 SUV 和皮卡共 2 万辆左右，其中皮卡占 60% 左右，SUV 占 40% 左右，10 年公司计划生产销售 3 万辆以上。公司在这块儿市场奉行低成本扩张战略，在原材料采购方面严格控制成本，产品定价采取市场跟随战略，主打农村市场，保证了 20% 以上的毛利率。

车桥是公司盈利较大的传统支柱业务，10 年将有较大的投资进行升级改造，提高产品品质，这部分受益于国内自主品牌轿车市场的高速发展，市场需求将有稳定增长，但同时近几年受到的外部竞争压力也将逐步增大。

研究员：高利

联系人：王炎学

Tel: 010-59370865

Email: wangyanxue@hczq.com

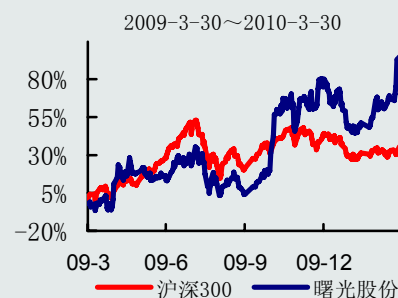
投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	22200
流通 A 股/B 股(万股)	19151/0
资产负债率(%)	71.69
每股净资产(元)	6.32
市盈率(倍)	21.97
市净率(倍)	2.51
12 个月内最高/最低价	16.16/7.22

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

公司车桥产品在轿车和卡车领域都有配套，09 年共销售 56 万支车桥，其中 70%是为轻型卡车配套，以福田为主要客户，另外 30%为轿车用车型，后者毛利率更高。从近几年来看，部分客户有改为自配车桥的趋势，如江淮、广汽长丰、长城皮卡，10 年来看这一趋势尚不影响公司的总体需求增长态势。

黄海客车是公司营业收入的主要支柱，盈利产品主要集中在大中城市优质客户需求的大中型公交车，10 年需求比较稳定。

公司客车销售的 90%以上为公交客车，09 年销量略有下滑，但附加值低的客户（如中小城市的以中小车型为主的公交产品）少了，盈利是向好的。公交客车客户的资质对公司盈利影响较大，回收货款是一大困难。BRT 市场是未来的市场亮点，目前主要还是国家在投入，包括国家对道路建设的投入，这两年受金融危机影响，各个城市投入力度小了。我们预测未来还会有较大发展。

我们预测公司 10/11/12 年 EPS 分别为 0.80、0.83、0.96 元，其中 10 年新能源客车将贡献净利润 3600 万左右，对应 EPS0.16 元，给予传统业务 20 倍 PE，新能源客车业务 30 倍 PE 计算，对应 10 年目标价在 17.6 元，离目前价格仍有 10%以上空间，给予推荐评级。

附：盈利百万以上主要子公司及 09 年盈利和资产情况汇总表（单位：万元）

	净利润	注册资本	股权占比	总资产
丹东黄海汽车有限责任公司	4285	67,971	96.76%	287,044
丹东傲龙汽车销售有限责任公司	2573	1,000	100%	44,832
丹东黄海汽车销售有限责任公司	-409	1,000	100%	25,244
丹东曙光专用车有限责任公司	2395	4,533	100%	23,074
诸城市曙光车桥有限责任公司	1481	2,400	100%	19,108
凤城市曙光汽车半轴有限责任公司	2075	5,400	100%	17,540
辽宁曙光汽车制动系统有限公司	28	6,000	100%	11,678
丹东曙光汽车贸易有限责任公司	246	2,280	100%	9,415
山东荣成曙光齿轮有限责任公司	878	3,460	67%	7,618
安徽安凯福田曙光车桥有限公司	2171	8,600	30%	

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3008	3223	3642	4029
现金	1540	1769	2183	2572
应收账款	521	522	522	522
其它应收款	38	31	33	32
预付账款	172	155	161	159
存货	492	469	477	474
其他	244	277	266	269
非流动资产	2122	2167	2183	2208
长期投资	116	90	99	96
固定资产	1003	934	865	796
无形资产	713	838	916	1010
其他	290	305	302	306
资产总计	5130	5390	5825	6237
流动负债	2949	2857	2930	2954
短期借款	490	609	569	583
应付账款	1133	1068	1089	1082
其他	1326	1180	1271	1289
非流动负债	729	913	1106	1295
长期借款	533	715	908	1098
其他	196	198	197	198
负债合计	3678	3770	4036	4250
少数股东权益	50	57	65	74
股本	222	222	222	222
资本公积金	544	544	544	544
留存收益	637	798	959	1149
归属母公司股东权益	1402	1562	1724	1913
负债和股东权益	5130	5390	5825	6237

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	337	174	418	382
净利润	165	185	192	221
折旧摊销	94	90	91	90
财务费用	34	50	58	62
投资损失	-40	-10	-9	-8
营运资金变动	65	-143	87	16
其它	18	2	-1	0
投资活动现金流	-323	-122	-95	-105
资本支出	342	0	0	0
长期投资	8	-13	4	-1
其他	27	-135	-90	-107
筹资活动现金流	338	177	91	112
短期借款	-357	119	-40	13
长期借款	215	182	193	189
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-19	0	0	0
其他	499	-124	-62	-91
现金净增加额	351	229	414	389

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4047	5610	6667	7890
营业成本	3370	4674	5617	6693
营业税金及附加	48	53	58	64
营业费用	193	256	297	344
管理费用	248	337	391	442
财务费用	34	50	58	62
资产减值损失	8	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	40	10	9	8
营业利润	187	242	247	286
营业外收入	24	9	8	9
营业外支出	3	6	5	5
利润总额	207	245	250	289
所得税	42	60	58	68
净利润	165	185	192	221
少数股东损益	4	7	8	9
归属母公司净利润	161	178	184	212
EBITDA	315	382	396	438
EPS（元）	0.72	0.80	0.83	0.96

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-6.4%	38.6%	18.8%	18.3%
营业利润	80.3%	29.8%	2.1%	15.7%
归属母公司净利润	138.3%	10.9%	3.5%	15.2%
获利能力				
毛利率	16.7%	16.7%	15.7%	15.2%
净利率	4.0%	3.2%	2.8%	2.7%
ROE	11.4%	11.4%	10.7%	11.1%
ROIC	15.3%	16.3%	18.4%	20.6%
偿债能力				
资产负债率	71.7%	69.9%	69.3%	68.1%
净负债比率	33.54%	39.22%	40.90%	43.47%
流动比率	1.02	1.13	1.24	1.36
速动比率	0.85	0.96	1.08	1.20
营运能力				
总资产周转率	0.85	1.07	1.19	1.31
应收帐款周转率	8	11	13	15
应付帐款周转率	3.26	4.25	5.21	6.16
每股指标(元)				
每股收益	0.72	0.80	0.83	0.96
每股经营现金	1.52	0.78	1.88	1.72
每股净资产	6.32	7.04	7.76	8.62
估值比率				
P/E	13.50	12.17	11.76	10.21
P/B	1.55	1.39	1.26	1.13
EV/EBITDA	6	5	5	4

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801