

曙光股份(600303.sh)

有望构筑新能源汽车电传动总成供应平台

杨华超 研究员
电话: 021-68815881
eMail: yhc2@gf.com.cn

汤俊 研究员
020-87555888-628
eMail: tj5@gf.com.cn

南车株洲所的电动传动技术具有领先优势

南车株洲电力机车研究所是国家863项目电机和传动控制方面的承担者,经过了10多年的技术积累,南车株洲所已经与多个企业合作,为其相关车型匹配电机及电控系统,因此我们有理由认为从目前电机电控技术方面,南车株洲所处于国内领先水平。同时,由于不同的电池具有不同的充电特性,智能充电机将是充电站必备的设备之一,我们认为在南车株洲所开发的智能充电及产品有望在未来电动汽车充电站的建设项目中获得订单。

曙光与南车优势互补,构筑绿色动力新平台

曙光股份旗下的丹东黄海客车是我国北方公交企业中的龙头,在产品的生产资质、工艺、渠道等方面均有自己的优势。而南车株洲所则在电传动技术上领先,并且地处中部地区,两者结合不仅是技术与制造工艺的结合,也是地区辐射相互补充的结合。基于双方优势资源的互相补充,未来双方有望联手打造一个具备整车产品以及电传动技术总成的新能源动力平台。

曙光传统业务已夯实基础,估值由市场决定

我们认为公司本部随着客车产品结构的逐步调整,以及乘用车销售规模的扩大,传统业务已经夯实基础。我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.68元、0.86元、1.10元。目前公司本部基本面在不断的改善,但是未来的看点在于双方合作的深度以及新能源产业化的进程。我们将继续关注双方合作的进展状况。

风险提示: 合作进程低于预期,传统产品成本敏感性超出预期。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	4,322.54	4,046.99	5197.86	6049.15	6765.75
EBITDA(百万元)	234.46	333.11	335.53	406.31	480.03
净利润(百万元)	67.38	160.53	150.37	191.83	244.32
净利润增长率	-36.26%	138.26%	-6.33%	27.57%	27.36%
每股收益(元)	0.304	0.723	0.677	0.864	1.101
市盈率	14.70	19.89	25.66	20.11	15.79
市净率	0.78	2.28	2.75	2.55	2.32
EV/EBITDA	4.70	8.81	11.50	9.50	8.04
每股红利(元)	0.05	0.08	0.10	0.10	0.10
股息率(%)	1.12	0.56	0.58	0.58	0.58

来源: 辽宁曙光汽车集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

无评级

当前价格(元)	17.38
目标价格(元)	20.00
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	32.57%	29.99%	126.93%
沪深300	4.91%	-0.86%	27.68%

股票数据

总股本(万股)	22,200.00
流通A股(万股)	19,151.25
主要股东:	
辽宁曙光集团有限责任公司	
主要股东持股比例	21.03%
流通A股比例	86.27%

财务比率

ROE	11.45%
ROA	5.04%
资产负债率	71.69%
每股净资产(元)	6.32

2009 年报数据。

投资亮点与逻辑

曙光股份与南车株洲电力机车研究所签订战略合作协议，未来有望形成国内新能源汽车电传动总成供应平台。主要产品将包括新能源汽车和电传动相关的电机、电池管理系统、智能充电机以及整车控制总成等。

由于目前在新能源电池等方面存在着技术与成本等难点，新能源产业的发展将需要一个渐进的过程，但是我们认为，在低碳经济的要求下，新能源动力的发展是未来的方向。那么我们应该前瞻性的关注在相关绿色动力技术方面具有技术和产品优势的相关企业。

南车株洲所的电动传动技术具有领先优势

根据我国2009年2月9日出台的“汽车振兴规划”，到2011年将形成50万辆新能源汽车产能。其销量占当年乘用车总销量的5%左右。“十二五”期间，新能源汽车销量还将大幅增增加。预计到2012年，我国混合动力汽车保有量约为50万辆，纯电动汽车为10万辆。而到2020年，这两种车型的保有量将分别达到1800万辆和400万辆。

鉴于目前新能源汽车动力切换带来的成本提升，要发展新能源汽车必须由政府推动，那么我们认为从资源的最优利用的角度出发，率先推广新能源公共交通工具最具带动意义。预计后续政府对“十城千辆”的城市数量将由之前的13个增加到20个。因此，在全球低碳经济的扶持力大的背景下，新能源汽车相关技术等是未来发展的热点。

新能源汽车发展的关键在于动力系统的切换。主要包括电池、电机、电控等方面。南车株洲电力机车研究所是国家863项目电机和传动控制方面的承担者，经过了10多年的技术积累，南车株洲所已经与多个企业合作，为其相关车型匹配电机及电控系统，因此我们有理由认为从目前电机电控技术的成熟程度以及成本控制的情况来看，南车株洲所处于国内领先水平。

根据发改委已经公布的节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录中车型中匹配电机及电机控制器的情况，南车株洲所给予匹配车型包括南京汽车集团有限公司的依维柯纯电动服务车、中通客车控股股份有限公司的纯电动客车、南车时代电动的混合动力城市客车、东风汽车的纯电动城市客车、丹东黄海（曙光的控股子公司）的混合动力城市客车、上海申沃的纯电动城市客车、北汽福田的纯电动城市客车。而其中南车时代电动汽车的混合动力车型节油效果达到了30%，达到了中度混合的标准，可以得到示范推广补贴的额度是25万元。我们预计2010年南车时代电动汽车的混合动力客车的销量有望达到1000台，除了长株潭地区的订单之外，还会有世博会等订单的需求。

表 1: 节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录中使用南车株洲所电机电控的车型情况

公司	型号	试运行范围
南京汽车	NJ5056XFWD	国家电网公司所属湖南省、天津、成都内部电动车辆的示范运

		行；上海世博会电动车辆示范运行
中通客车	LCK6128EV	仅限销售给北京市电动公交示范线路运营使用
南车时代电动	TEG6101PHEV、TEG6128SHEV、TEG6127PHEV、TEG6102PHEV	示范运行区域为湖南省长沙市株洲市湘潭市
东风汽车公司	EQ6102HBEVA	
丹东黄海汽车	DD6129HES11、DD6118HES21	
上海申沃客车	SWB6121EV、SWB6121EV1、SWB6121SC	仅限销售给上海市电动客车示范线路运营使用
柳州五菱专用汽车	LQG5020CSAC06	
北汽福田	BJ6123C6B4D	

数据来源：工信部网站，中国汽车网，广发证券发展研究中心

除了在电机及电机控制器方面，株洲所已经成功匹配市场的主流新能源混合动力车型，株洲所在电传动技术平台上，还开发了适用于纯电动汽车、混合动力汽车、无轨电车等新能源车辆的智能充电机；电池管理系统；减速箱；整车控制总成柜等。

在随着国家对低碳经济的扶持力度的加大，作为电动汽车使用的必备基础设施充电站的建设将逐步提上日程。今年年初的国家电网公司工作会议上，国家电网明确提出将在国网范围内27个省市（区）全面推进电动汽车充电站建设，拟建公用充电站75座、交流充电桩6209台以及部分电池更换站的战略规划。

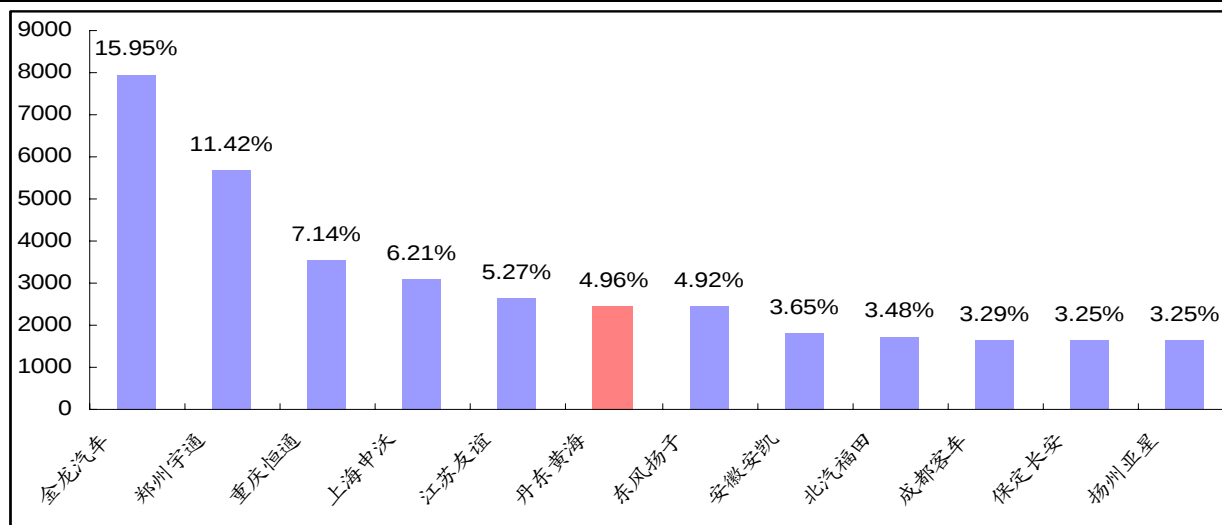
由于不同的电池具有不同的充电特性，智能充电机将是充电站必备的设备之一，我们认为南车株洲所有望在未来电动汽车充电站的建设项目中获得订单。

曙光与南车优势互补，构筑绿色动力新平台

2010年3月2日，公司与南车株洲电力机车研究所在湖南株洲签订新能源客车合资合作框架协议。根据合资合作框架协议，双方约定分别向中国南车株洲所控股子公司湖南南车时代电动汽车股份有限公司与曙光汽车控股子公司常州黄海汽车有限公司增资，共同打造节能与新能源客车、乘用车生产基地，实现从资金到技术的深层次合作。

曙光股份旗下的丹东黄海客车作为我国传统的城市公交车企业，2009年销售大中型客车3145辆，其中城市公交2472辆，占公交车市场份额4.96%，是我国北方公交企业中的龙头企业。其他北方市场的北汽福田以及保定长安的市场份额分别为3.48%和3.25%。黄海客车经过多年城市公交产品的制造与销售，在产品的生产资质、工艺、渠道等方面均有自己的优势。

图1：2009年主要企业大中客城市公交车的销售情况以及市场份额



数据来源：中客网，广发证券发展研究中心

而南车株洲所则在电传动技术上领先，并且地处中部地区，两者结合不仅是技术与制造工艺的结合，也是地区辐射相互补充的结合（湖南长沙——江苏常州——辽宁丹东）。

因此，我们认为两者的合作，将进一步推动曙光与南车相关新能源产品的市场拓展，也有利于南车株洲进一步提升电机与电控在整车匹配方面的稳定性与先进性。基于双方优势资源的互相补充，未来双方有望联手打造一个具备整车产品以及电动传动总成的新能源动力平台。

曙光传统业务已夯实基础，估值由市场决定

曙光2009年实现营业收入40.47亿元，同比下滑6.37%；实现归属母公司净利润1.61亿元，扣除非经常性损益后的净利润为1.30亿元，EPS为0.58元，同比增长81.25%。

2009年公司销售整车2.38万辆，同比增长15.81%；其中黄海客车销售3146辆，同比下滑33.67%。公司销售收入出现下滑的主要原因在于黄海客车的销售规模下滑相对明显，但是客车产品的盈利能力由于订单质量的优化，盈利能力有了较大幅度的提升。客车产品的毛利率从2007年的8.32%提高了2009年的15.18%。

我们认为随着常州黄海客车的投产（截止到今年3月10日，常州黄海公司已收到武汉、常德等地共计136台订单，生产报竣车辆36辆），公司客车产品2010年的销售规模有望达到4千台左右。

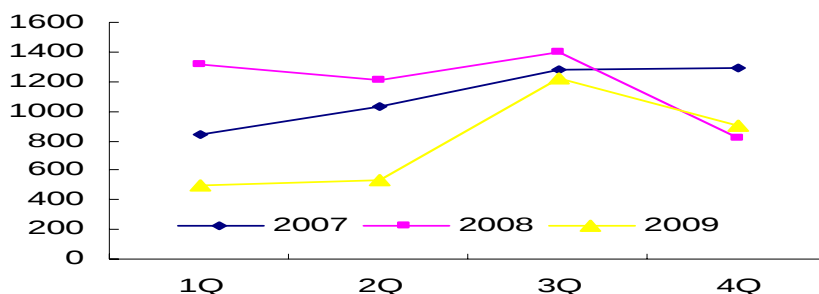
表2：曙光主要业务板块的毛利率变化情况

	2007	2008	2009	20091H	20092H
黄海乘用车	20.8%	16.6%	19.3%	15.1%	22.5%
黄海商用车	8.3%	9.4%	15.2%	11.1%	17.3%

车桥	21.9%	16.0%	19.8%	18.2%	21.0%
经销其他汽车	2.4%	2.3%	2.4%	1.7%	3.1%

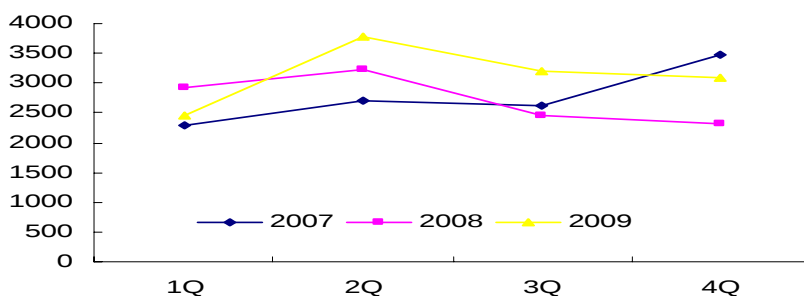
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：2007-2009年黄海客车各季度的销售情况



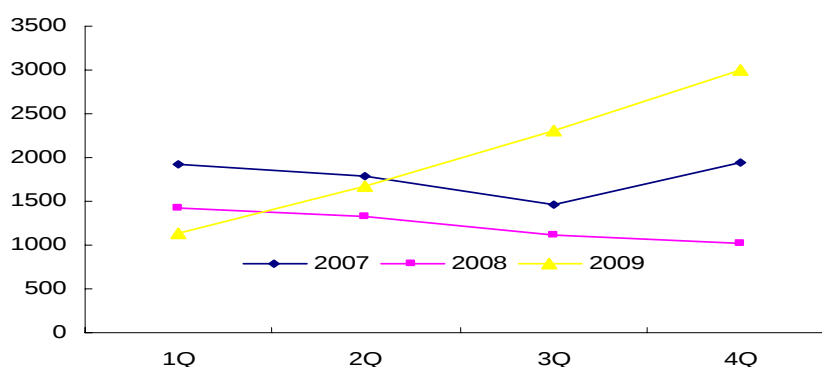
数据来源：中客网

图3：黄海皮卡2007-2009年各季度的销售情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图4：黄海SUV2007-2009年各季度的销售情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

在SUV方面，销量情况在2009年有了明显的提升，全年销售8127辆，同比增长66.09%。2010年1-2月份累计销售2761辆，我们预计SUV产品2010年销售规模有望达到1.5万辆左右的水平。

我们认为公司本部随着客车产品结构的逐步调整，以及乘用车销售规

模的扩大，传统业务已经夯实基础。我们预计公司2010-2012营业收入分别增长28.44%、16.38%、11.85%；综合考虑2009年下半年的毛利率水平，以及今年成本以及新生产线投产增加的折旧影响，假设2010-2012年的毛利率水平分别为16.35%、16.63%、16.90%；假设2010-2012年期间费用率分别为11.7%、11.55%、11.25%；假设2010-2012综合所得税税率为21%。基于以上假设，我们预计公司2010-2012年的营业收入分别为51.98亿元、60.49亿元、67.66亿元，归属于母公司的净利润分别为1.50亿元、1.91亿元、2.44亿元，实现每股收益分别为0.68元、0.86元、1.10元。按照现在的股价，动态市盈率分别为25.66倍、20.11倍、15.79倍。

目前公司本部基本面在不断的改善，但是未来的看点在于双方合作的深度以及新能源产业化的进程。我们认为新能源产业化发展的率先实践者必然是在技术储备上具有领先优势的企业，而南车株洲电力机车研究所在电传动平台上的技术实力为未来的发展提供了较大的想象空间。我们将继续关注双方合作的进展状况。

风险提示

合作进程低于我们的预期，传统产品成本敏感性超出预期。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	1540	1524	1774	1984	
应收账款	521	609	708	792	
预付款项	172	204	237	265	
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	
应收股利	0.00	1.00	2.00	3.00	
其他应收款	38	31	36	40	
存货	492	639	741	826	
流动资产合计	3008	3006	3496	3907	
长期股权投资	116	116	116	116	
固定资产	1003	1162	1345	1558	
在建工程	214	210	206	202	
无形资产	713	706	699	692	
长期待摊费用	10	12	15	19	
递延所得税资产	65	64	74	83	
非流动资产合计	2122	2270	2456	2671	
资产总计	5130	5276	5952	6578	
短期借款	490	538	633	700	
应付票据	857	816	946	1055	
应付账款	1133	1270	1473	1642	
预收款项	133	124	144	160	
应付职工薪酬	14	26	30	34	
应交税费	45	17	20	24	
应付利息					
应付股利					
其他应付款	22	43	50	55	
流动负债合计	2949	2991	3481	3876	
长期借款	533	533	533	533	
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	
预计负债					
递延所得税负债	18	23	27	30	
非流动负债合计	729	714	743	768	
负债合计	3678	3705	4224	4644	
股本	222	222	222	222	
资本公积	544	544	544	544	
盈余公积	185	200	220	244	
未分配利润	452	550	681	854	
少数股东权益	50	56	62	70	
负债股东权益总计	5130	5276	5952	6578	
每股净资产(元)	6.54	7.08	7.79	8.71	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	4047	5198	6049	6766	
营业成本	3370	4348	5043	5622	
营业税金及附加	48	61	71	80	
销售费用	193	255	296	325	
管理费用	248	312	357	386	
财务费用	34	42	45	51	
资产减值损失	8	5	6	7	
公允价值变动收益					
投资收益	40	9	9	10	
营业利润	187	184	239	305	
营业外收入	24	21	21	24	
营业外支出	3	8	9	10	
利润总额	207	197	251	319	
所得税费用	42	41	53	67	
净利润	165	156	198	252	
归属母公司净利润	161	150	192	244	
少数股东损益	4	5	6	8	
EPS(元)	0.72	0.68	0.86	1.10	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	467	-109	79	34	
投资活动现金流量	63	31	56	85	
筹资活动现金流量	-146	63	115	91	
现金及现金等价物净增加额	384	-16	250	210	
期末现金余额	1540	1524	1774	1984	
每股经营活动现金流(元)	2.10	-0.49	0.35	0.15	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	-6.4%	28.4%	16.4%	11.8%	
营业利润增长率	80%	-1%	30%	28%	
毛利率	16.7%	16.3%	16.6%	16.9%	
营业利润率	4.6%	3.5%	3.9%	4.5%	
净利率	4.0%	2.9%	3.2%	3.6%	
净资产收益率	11.8%	10.3%	12.0%	13.8%	
总资产收益率	3.4%	3.0%	3.5%	4.0%	
流动比率	1.02	1.00	1.00	1.01	
资产负债率	71.7%	70.2%	71.0%	70.6%	
所得税税率	20.3%	21.0%	21.0%	21.0%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

曙光股份(600303)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。