

2010-05-26

汽车零部件与设备

曙光股份 600303.SH

维持

增持

当前价格	18.07 元
目标价格	19.00 元
目标期限	6 个月

分析师:

于特 (执业证书编号: S1480210010088)

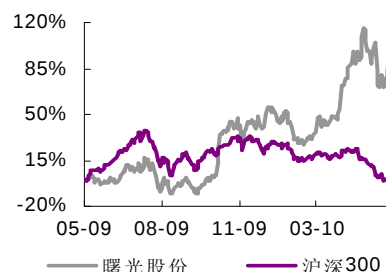
021-21669158

yute@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	222
总市值(百万元)	4,012
流通比例(%)	86.27%
12 个月最高/最低(元)	20.49/8.18
近 3 月日均成交量(百万股)	10.14
主要股东	辽宁曙光集团 有限责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.26	58.65	94.08
绝对收益	-8.53	44.12	96.31

相关报告:

合作有利于新能源客车业务发展

◇ 调研地点: 湖南株洲

◇ 拜访对象: 株洲所有负责人、时代电动车有关负责人

◆ 公司与株洲所合作能够实现优势互补:

公司下属的黄海客车主要生产城市公交车, 年销售客车 4000 台左右, 在北方公交车市场占有一席之地, 但在新能源领域储备不足; 南车株洲所从上个世纪 50 年代就涉足电机及控制系统的研发, 有一定的技术积累, 但客车生产、营销经验不足。我们认为株洲所与公司合作能够获得良好而稳定的电机、电控订单, 同时还可以获得曙光多年公交车生产、技术和营销经验; 公司与株洲所合作, 一是为了建立汽车零部件南方生产基地, 取得株洲当地政府的优惠政策, 另外一方面是通过参股时代电动车而参与上游电机、电控。

◆ 合作的关键在于株洲所能否将电机、电控置入合资公司:

株洲所的新能源客车电机、电控与动车组相关产品共用一个研发平台、生产平台, 从株洲所的角度来看, 并不愿将其电机、电控研发和生产放在合资公司。而从公司的角度来看, 一定是希望电机电控放在合资公司。我们略倾向于电机、电控放入合资公司, 这样双方的合作才能实现优势互补, 否则合作就失去了意义。

对于将要成立的合资企业来讲, 承接了株洲所的电机、电控研发生产经验, 同时获得了部分曙光的新能源客车订单, 在未来市场竞争中必将占有优势。

◆ 初步预计 2010 年合资企业为公司贡献 EPS0.05 元:

公司与株洲所主要的合资平台是时代电动车公司。2009 年时代电动车净利润 1000 万元左右, 从现有的订单情况来看, 今年的整车销量估计是去年的 2 倍。据此估计时代电动车 2010 年的净利润将超过 2000 万, 假设曙光在未来合资公司中股权比例为 45%, 而在时代电动车基础上建立的合资公司将为曙光贡献 EPS0.05 元左右。

◆ 盈利预测与投资评级:

不考虑合资企业贡献, 预计公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.73 元、0.81 元。按照传统业务 15 倍 PE 计算, 公司合理股价为 10.95 元; 假定未来成立的合资企业为公司贡献 EPS0.05 元, 给予该部分业务 50-100 倍 PE, 则该部分业务对应公司的合理股价 2.5-5 元。两部分业务合计对应公司合理股价为 13.45 元-15.95 元。目前公司 18 元的股价并不具有估值优势, 建议回调后适当参与, 当前给予“增持”评级。

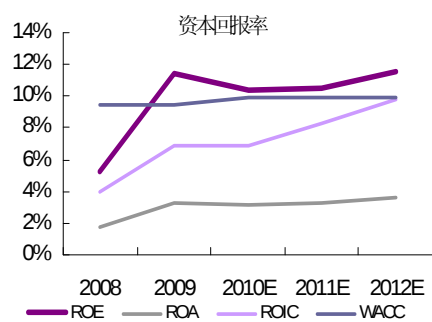
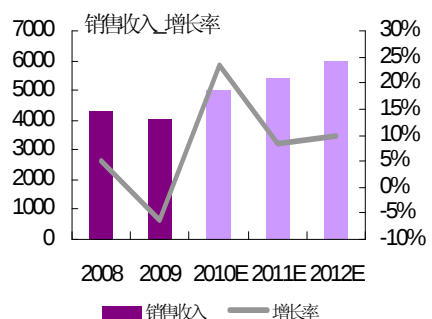
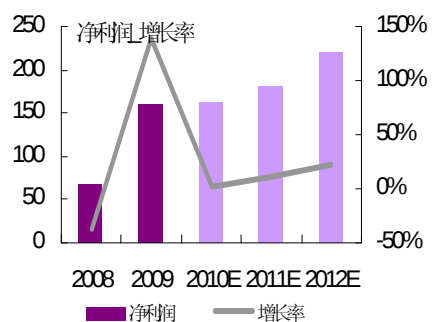
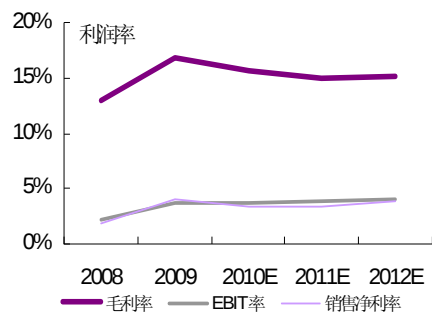
业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,323	4,047	5,001	5,418	5,955
营业收入增长率	5.13%	-6.37%	23.58%	8.32%	9.92%
净利润(百万元)	67	161	163	180	221
净利润增长率	-36.26%	138.26%	1.42%	10.75%	22.56%
EPS(元)	0.30	0.72	0.73	0.81	1.00
ROE(归属母公司) (摊薄)	5.29%	11.45%	10.40%	10.48%	11.55%
P/E	60	25	25	22	18
P/B	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	25	18	14	12	10

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,323	4,047	5,001	5,418	5,955
营业成本	3,763	3,370	4,223	4,603	5,055
折旧和摊销	76	78	137	140	141
营业税费	43	48	50	54	60
销售费用	181	193	245	255	274
管理费用	200	248	295	293	316
财务费用	37	34	22	10	9
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	9	40	35	20	35
营业利润	103	187	195	218	270
利润总额	115	207	215	238	290
少数股东损益	6	4	5	5	5
归属母公司净利润	67.38	160.53	162.81	180.31	220.99

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	4,443	5,130	5,307	5,707	6,192
流动资产	2,583	3,008	3,333	3,821	4,414
货币资金	1,157	1,540	1,541	1,876	2,276
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	525	521	634	686	754
应收票据	341	244	300	325	357
其他应收款	16	38	27	27	31
存货	422	492	621	677	743
可供出售投资	39	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	38	116	120	122	125
固定资产	876	1,003	995	972	920
无形资产	708	713	677	644	611
总负债	3,108	3,678	3,686	3,926	4,213
无息负债	1,901	2,444	2,943	3,183	3,470
有息负债	1,208	1,234	743	743	743
股东权益	1,335	1,453	1,620	1,780	1,979
股本	222	222	222	222	222
公积金	733	729	754	782	816
未分配利润	319	452	589	717	876
少数股东权益	62	50	55	60	65

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	158	337	565	422	470
净利润	67	161	163	180	221
折旧摊销	76	78	137	140	141
净营运资金增加	-169	-580	74	21	46
其他	183	679	192	81	62
投资活动产生现金流	-696	-323	-53	-52	-34
净资本支出	-708	-714	49	50	30
长期投资变化	38	116	-4	-2	-4
其他资产变化	-27	274	-98	-100	-60
融资活动现金流	552	338	-512	-35	-37
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	602	26	-491	0	0
无息负债变化	-341	543	499	240	287
净现金流	13	351	1	335	400

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	5.13%	-6.37%	23.58%	8.32%	9.92%
净利润增长率	-36.26%	138.26%	1.42%	10.75%	22.56%
EBITDA 增长率	-14.20%	32.10%	23.22%	8.85%	10.95%
EBIT 增长率	-24.76%	55.43%	0.74%	14.00%	17.39%
估值指标					
PE	60	25	25	22	18
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	25	18	14	12	10
EV/EBIT	39	26	25	21	17
EV/NOPLAT	54	33	32	27	22
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	12.95%	16.73%	15.56%	15.03%	15.11%
EBITDA 率	3.93%	5.54%	6.37%	6.41%	6.47%
EBIT 率	2.18%	3.61%	3.64%	3.83%	4.09%
税前净利润率	2.67%	5.11%	4.30%	4.39%	4.87%
税后净利润率 (归属母公司)	1.56%	3.97%	3.26%	3.33%	3.71%
ROA	1.74%	3.21%	3.16%	3.25%	3.65%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.29%	11.45%	10.40%	10.48%	11.55%
经营性 ROIC	3.94%	6.84%	6.93%	8.24%	9.85%
偿债能力					
流动比率	1.00	1.02	1.13	1.19	1.27
速动比率	83.52%	85.30%	91.71%	98.33%	105.35%
归属母公司权益/有息债务	1.05	1.14	2.11	2.32	2.58
有形资产/有息债务	3.03	3.52	6.22	6.80	7.50
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.30	0.72	0.73	0.81	1.00
每股红利	0.05	0.00	0.11	0.13	0.15
每股经营现金流	0.71	1.52	2.55	1.90	2.12
每股自由现金流(FCFF)	4.54	6.62	0.72	1.05	1.16
每股净资产	5.73	6.32	7.05	7.75	8.62
每股销售收入	19.47	18.23	22.53	24.40	26.82

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

金融学专业硕士，汽车行业分析师，3 年行业内上市公司工作经验，3 年汽车行业研究经验。

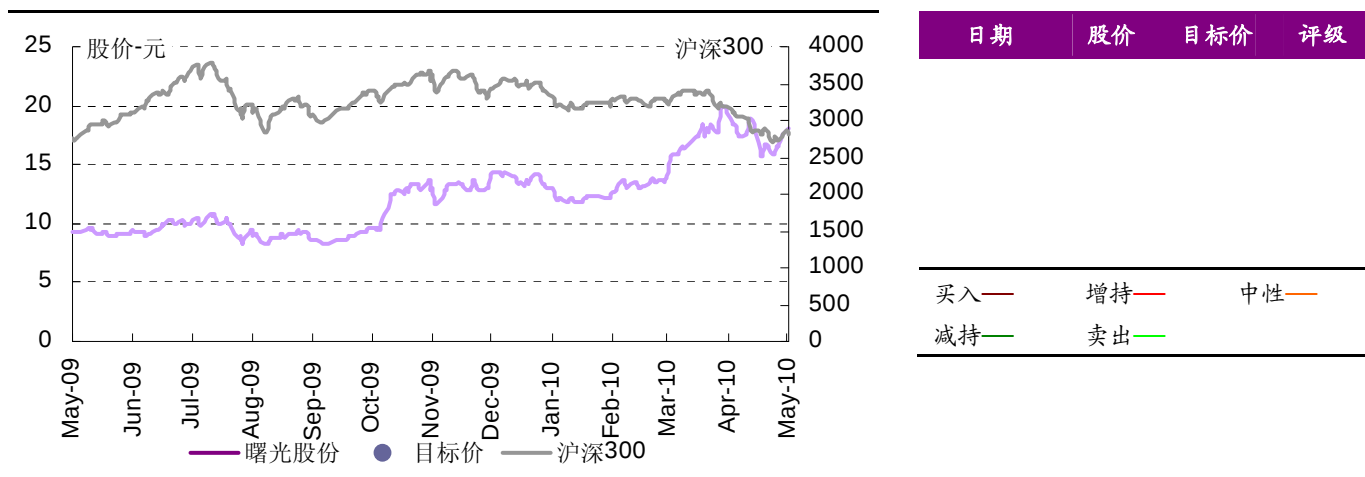
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

曙光股份（600303）

分析师：于特



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。