

曙光股份 (600303)

买入/ 维持评级

股价: RMB16.25

分析师

姚宏光
SAC 执业证书编号:s1000510120005
(0755)8249 2723
yaohg@mail.htlhsc.com.cn

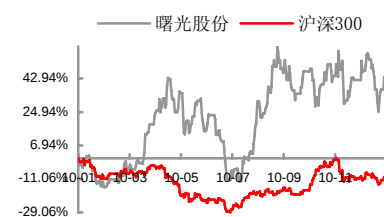
黄未樵
SAC 执业证书编号:S1000510120018
(0755)8236 6964
huangwq@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	287
流通 A 股 (百万股)	287
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	4,458

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

被低估的新能源客车龙头

- 公司昨日公告, 控股子公司丹东黄海 (股比 96.76%) 与南车时代电动汽车正式达成合作协议, 丹东黄海向时代电动汽车增资 1.37 亿元, 获得南车时代电动汽车 35.71% 股权。南车株洲所增资 6313.6 万元, 占 50.36% 股比, 其他四位股东 13.93%。
- 时代电动汽车公司作为国内目前在新能源客车电机电控系统最为领先的企业, 其关键零部件自给率明显高于同行业其他公司, 使其产品价格优势较为明显。本次同传统公交客车领域龙头——黄海客车的强强联合, 将进一步强化其在新能源客车领域的领先地位, 有望成长为技术水平高、产销规模大、产业链布局全的中国新能源客车航母。
- 为实现制定的 2012 年前新能源汽车普及量及销量目标, 预计在未来 2~3 年新能源公交的大规模推广势在必行。目前年销售规模 5 万辆的公交大客, 在 2013 或 2014 年时绝大多数是混合动力或纯电动新能源客车是完全有可能的。未来混合动力公交大规模推广普及的主力将是当地没有生产企业的城市和二线城市, 而这些地区在采购时性价比将会被优先考虑, 此时公司的价格优势将凸显无疑, 同时能够提供整车及充电站一体化解决方案的优势也将帮助公司在竞争中取得先机。因此公司有望成为混合动力公交大规模推广的最大受益者, 以 35.71% 股比计算, 2011、2012 年有望为公司贡献投资收益 0.33 亿元、1.03 亿元, 合 EPS 0.12 元、0.36 元。
- 公司 2011 年 PE 仅 16 倍, 市值 46.6 亿, 估值与市值较 A 股新能源汽车相关上市公司均有明显折价, 考虑到其在新能源客车的龙头地位, 我们认为其被明显低估。假设 2014 年国内大中型新能源公交销量可达 4 万辆预计, 时代电动占据 30% 市场份额, 则其销售收入可达 84 亿, 净利润 9 亿元。若届时给予 20 倍 PE, 以及 10% 的权益资本贴现率, 时代电动 35.71% 的 2011 年股权价值为 48 亿元。目前市值未能充分反映公司稳定增长的传统业务价值与前景广阔的新能源客车公司价值, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 国内新能源汽车推广进度落后预期, 将对公司业绩与估值有负面影响。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4047.0	5549.8	8620.4	11884.0
(+/-%)	-6.4	37.1	55.3	37.8
归属母公司净利润(百万元)	160.5	219.8	293.8	401.1
(+/-%)	138.3	36.9	33.7	36.6
EPS(元)	0.72	0.77	1.02	1.40
P/E(倍)	29.1	21.2	15.9	11.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

表格 1 时代电动汽车盈利预测表

	2010	2011	2012	2013	2014
销量（台、辆）					
整车	1,000	1,800	3,700	7,000	12,000
电机电控系统(对外销售)	300	700	2,700	3,000	5,000
地面充电机	400	600	2,000	4,000	6,000
销售收入（亿元）	8.15	14.25	31.25	50.60	84.30
净利润（万元）	4,450	9,250	28,780	53,840	88,800
贡献利润（万元）	1,589	3,303	10,277	19,226	31,710
贡献 EPS	0.06	0.12	0.36	0.67	1.10

数据来源：华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表	单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3008	3801	5640	7698
现金	1540	1875	2582	3446
应收账款	521	705	1094	1509
其他应收款	38	36	68	86
预付账款	172	207	335	473
存货	492	644	1043	1471
其他流动资产	244	333	517	713
非流动资产	2122	2113	2093	2066
长期投资	116	116	116	116
固定资产	1003	1080	1108	1107
无形资产	713	705	696	687
其他非流动	290	211	173	155
资产总计	5130	5914	7732	9764
流动负债	2949	2990	4507	6134
短期借款	490	400	400	400
应付账款	1133	1380	2235	3152
其他流动负	1326	1210	1872	2581
非流动负债	729	809	809	809
长期借款	533	613	613	613
其他非流动	196	196	196	196
负债合计	3678	3799	5316	6943
少数股东权	50	58	65	69
股本	222	287	287	287
资本公积	544	932	932	932
留存收益	637	839	1133	1534
归属母公司	1402	2058	2351	2752
负债和股东	5130	5914	7732	9764

现金流量表	单位:百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现	337	224	771	849
净利润	165	228	303	406
折旧摊销	94	94	105	111
财务费用	34	38	33	23
投资损失	-40	-15	-50	-120
营运资金变	65	-138	340	387
其他经营现	18	17	40	42
投资活动现	-323	-66	-32	39
资本支出	342	70	70	70
长期投资	8	0	0	0
其他投资现	27	4	38	109
筹资活动现	338	177	-33	-23
短期借款	-357	-90	0	0
长期借款	215	80	0	0
普通股增加	0	65	0	0
资本公积增	-19	388	0	0
其他筹资现	499	-266	-33	-23
现金净增加	351	335	706	864

利润表	单位: 百万元			
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4047	5550	8620	11884
营业成本	3370	4601	7451	10508
营业税金及附加	48	67	103	143
营业费用	193	261	328	392
管理费用	248	305	375	452
财务费用	34	38	33	23
资产减值损失	8	10	10	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	40	15	50	120
营业利润	187	284	371	486
营业外收入	24	5	5	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	207	289	376	486
所得税	42	61	73	80
净利润	165	228	303	406
少数股东损益	4	7	8	4
归属母公司净	161	220	294	401
EBITDA	315	415	509	620
EPS (元)	0.72	0.77	1.02	1.40

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	-6.4%	37.1%	55.3%	37.9%
营业利润	80.3%	52.2%	30.8%	31.0%
归属母公司净	138.3	36.9%	33.6%	36.6%
获利能力				
毛利率(%)	16.7%	17.1%	13.6%	11.6%
净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%
ROE(%)	11.4%	10.7%	12.5%	14.6%
ROIC(%)	15.3%	20.1%	37.8%	105.4%
偿债能力				
资产负债率(%)	71.7%	64.2%	68.7%	71.1%
净负债比率(%)	33.54	26.67	19.06%	14.59%
流动比率	1.02	1.27	1.25	1.25
速动比率	0.85	1.06	1.02	1.02
营运能力				
总资产周转率	0.85	1.01	1.26	1.36
应收账款周转	7	8	9	8
应付账款周转	3.26	3.66	4.12	3.90
每股指标(元)				
每股收益(最新	0.56	0.77	1.02	1.40
每股经营现金	1.17	0.78	2.68	2.95
每股净资产(最	4.88	7.16	8.19	9.58
估值比率				
P/E	29.08	21.24	15.89	11.64
P/B	3.33	2.27	1.99	1.70
EV/EBITDA	14	10	8	7

数据来源：华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,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。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn