

分析师： 刘元瑞 (8621)68751760 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120022

联系人： 谭焜元 (8621)68751760 tanky@cjsc.com.cn

张乐 (8621)68751760 zhangle@cjsc.com.cn

战略契合显峥嵘，市场空间广阔

事件描述

事件回顾： 1月5日，曙光公告与南车株洲所的合作事宜。公司与株洲所的合作包括三个部分：1、丹东黄海投资约1.4亿元向其增资，获得南车时代电动35.71%的股权；2、丹东黄海出资1200万元与株洲所在株洲组建整车销售公司（“黄海南车”），丹东黄海占60%股权；3、株洲所出资约1.3亿元对常州黄海增资，获得常州黄海34%的股权。

近日我们于南车时代电动汽车进行了实地调研，主要调研结论如下：

事件评论

第一，战略契合显峥嵘

从合作背景来看，时代电动02年依托国家863计划开始导入电传动系统的技术研发，并在地方政府的大力推动下于05年在株洲实现了全国第二条新能源公交示范线路。但不计成本的推广对合作客车厂造成了较为沉重的负担，因此整车厂推广意愿并不强烈。我们认为，从进一步发展的角度来看，时代电动需要快速提升整车技术，而整车技术和电传动技术有很大差异，成熟技术的快速引入是最理想的发展方式，公司作为国内公交市场第一梯队参与者在此时便进入了时代电动的视线。从公司本身而言，未来公交市场的新能源大力推广是12-5期间汽车行业的重要发展方向，公司在该领域技术研发能力的缺失也迫切的需要良好的合作方来加以支持。

本次合作双方战略契合度非常良好，我们分别从技术布局、区域布局、产品布局等方面观察来看：

技术布局：

株洲所本身的电传动技术具有国内领先水平，拥有较为成熟和产业化的产品。而公司的整车生产具备多年的产品质量及成本管控经验。我们认为通过本次合作，株洲所将取得公司现有完整的整车生产技术，同时成熟的传统车技术逐步有效地对接将较好的提高时代电动现有整车生产水平。对于电动车及电传动技术的研发我们认为未来可能将以时代电动为主，双方将在有效地研发成本核算基础上进行后续的技术合作及开发。

区域布局：

对于公司而言，目前的主要销售网络布局集中在东北、华东、华北等地，2010半年数据显示三地合计占公司销售收入的约70%，而中部地区市场仅占不到5%，可推进空间较大。株洲所拥有长株潭地区领先的地方资源，双方的合作将有效完成公司全国地域布局，网络的扩展将得到更广泛地方的支持。

产品布局：

我们认为国家新能源产业的发展可能将任重而道远，中期内仍将以政府补贴为导向，较难实现良好的产业化盈利。短

期来看，时代电动需要具备更好的实际发展潜力的传统车业务以提供有效地生产规模及现金流，未来公司现有各项产品（客车、皮卡、SUV）等有望通过其地区网络优势得到进一步发展，并为其早期的市场规模提升打下良好基础。对于公司而言，新能源业务的补充将为公司发展注入长久的活力。我们认为未来合资公司将有望传统与新兴产品相辉映，客车、乘用车（SUV 及皮卡）+充电站、电驱动系统、新能源整车的产品组合将为公司提供基本业务支撑及长远发展潜力的双重发展动力。

第二，市场空间广阔

我们认为，对于新能源客车“20 城千辆”的推广，每个试点城市均存在较为明显的地方壁垒，未来在工信部主导下的标准规范化、统一化将有效降低该类的地方主导化趋势。株洲所电传动产品在北京奥运、上海世博、广州亚运等大型示范性活动的新能源客车示范线路中的广泛使用使得合资公司的产品在技术水平、可靠性等方面均已得到较好的验证。目前从未来公司新能源产品的推广上来看，我们认为将以长株潭（时代电动优势地区）、天津、昆明、广州（亚运已配套验证）、深圳、海口等地区进行优先产品导入，此外在公司的优势地区如常州、沈阳等也将有望得到逐步推广。

从该类地区的市场空间来看，我们以目前示范规模较大，发展较为明确的几个城市举例说明：

- 1、长株潭：目前时代电动已在长株潭地区投入 1000 余辆新能源客车，按照规划，至 2012 年推广规模将至 4000 辆。
- 2、深圳：目前新能源客车保有量约 1000 辆，至 2012 年计划将达到 4000 辆。
- 3、昆明：目前新能源客车保有量约 150 辆，11 年计划进行进一步 200 辆新能源公车采购。

从远期愿景来看，我们认为依托先进的技术储备和完善的区域覆盖，合资公司将有望实现国内新能源客车整车近 1/3 的市场份额，而电传动系统将占据更大的份额比例，市场空间广阔。

第三，首次给予的“推荐”评级

预计公司 10 年 11 年 EPS 分别为 0.82 元和 1.04 元，当前股价 17.66 元，对应 PE 分别为 21.5 倍和 16.8 倍。我们认为当前估值对于公司传统业务的成长及本次合资合作在公司战略布局的重要影响仍具备折价，首次给予“推荐”评级。

投资风险主要存在于传统业务增长低于预期、新能源业务推广进度低于预期等。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4047	5666	7366	8839	货币资金	1540	1287	1758	2412
营业成本	3370	4677	6084	7248	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	677	989	1282	1591	应收账款	559	783	1018	1221
% 营业收入	16.7%	17.5%	17.4%	18.0%	存货	492	683	889	1059
营业税金及附加	48	68	88	105	预付账款	172	238	310	369
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	193	270	368	442	流动资产合计	3008	3334	4419	5595
% 营业收入	4.8%	4.8%	5.0%	5.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	248	312	405	486	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.1%	5.5%	5.5%	5.5%	长期股权投资	116	116	116	116
财务费用	34	34	34	34	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%	固定资产合计	1217	1421	1570	1568
资产减值损失	8	0	0	0	无形资产	713	677	644	611
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	40	0	0	0	递延所得税资产	65	0	0	0
营业利润	187	305	386	523	其他非流动资产	11	11	11	11
% 营业收入	4.6%	5.4%	5.2%	5.9%	资产总计	5130	5559	6760	7902
营业外收支	20	0	0	0	短期贷款	701	0	0	0
利润总额	207	305	386	523	应付款项	1990	2762	3593	4280
% 营业收入	5.1%	5.4%	5.2%	5.9%	预收账款	133	186	242	291
所得税费用	42	62	78	106	应付职工薪酬	14	19	25	30
净利润	165	243	307	417	应交税费	45	64	82	105
归属于母公司所有者的净利润	160.5	236.8	299.5	405.8	其他流动负债	66	92	120	142
少数股东损益	4	6	8	11	流动负债合计	2949	3123	4062	4848
EPS (元/股)	0.56	0.82	1.04	1.41	长期借款	533	533	533	533
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	18	0	0	0
经营活动现金流净额	337	909	1024	1138	其他非流动负债	177	177	177	177
取得投资收益	36	0	0	0	负债合计	3678	3834	4772	5558
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1402	1669	1923	2268
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-338	-457	-474	-388	股东权益	50	57	65	76
其他	15	0	0	0	负债及股东权益	1453	1725	1988	2344
投资活动现金流净额	-323	-457	-474	-388	基本指标	5130	5559	6760	7902
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.559	0.824	1.042	1.413
股权融资	0	65	0	0	BVPS	6.32	7.52	6.70	7.90
银行贷款增加 (减少)	392	-701	0	0	PE	31.60	21.42	16.94	12.50
筹资成本	54	-70	-79	-95	PEG	0.87	0.59	0.47	0.35
其他	-108	0	0	0	PB	2.80	2.35	2.64	2.24
筹资活动现金流净额	338	-705	-79	-95	EV/EBITDA	15.24	6.87	4.94	3.26
现金净流量	351	-253	471	654	ROE	11.4%	14.2%	15.6%	17.9%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券行业分析师。

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。