

机械、设备、仪表

悦达投资 (600805)

强烈推荐 (维持)

2011 汽车业务将轻装上阵

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余兵 S1060207120088
021-33830530
Yubing006@pingan.com.cn

信息：悦达投资 (600805) 披露 2010 年度业绩预增公告：预计公司 2010 年全年实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比净增长 120% 左右。

平安观点：

- 按照预增公告，公司 2010 年业绩每股约 1.3 元，略低于我们预测值 (1.4 元左右)。
- 我们判断东风悦达起亚部分销量可能推迟统计、费用提前处理。1) 公司持股 25% 的东风悦达起亚汽车有限公司 2010 年销售汽车超 33.3 万台，我们判断实际销量超过此数，2010 年 12 月销量部分推迟统计到 2011 年初 (汽车企业普遍如此平滑 2010 年 12 月销量)；2) 2010 年 10 月智跑上市产生模具摊销及营销费用；3) 有可能预提 2011 年上市新车的推广费用，为 2011 年轻装上阵做好了充分的准备。
- 看好东风悦达起亚利润的快速增长、悦达投资价值被低估。
- 主打车型所处行业高速增长：东风悦达起亚 80% 利润由狮跑、福瑞迪贡献 (智跑进口件较多暂时利润率不高)。我们判断 SUV 行业 2011 年增长 30% 左右，公司两款 SUV 产品智跑 (城市型 SUV) 与狮跑 (偏传统型 SUV) 都将保持高速增长。其中：智跑 2010 年四季度上市，当年轻有 2 个月的销量贡献，而 2011 年将有全年表现。
- 预计 2011 年销量 44 万辆，增幅将达 33%：预计智跑销量将接近 8 万辆 (目前处于供不应求局面)；3 月底上市的中级轿车 K5 销量约为 5 万辆；6 月公司还将推出 A 级轿车 QB。这样看来，11 万的净增销量预测仍是个较保守的预测。
- 产能充足轻装上阵：目前公司具备 45 万设计产能 (一工厂 15 万用于生产狮跑、智跑；二工厂 30 万混线生产其余车型)。二工厂于 2005 年开始投建，2007 年 1 期结束，2 期仅增加 1 条生产线，新增折旧少。2010 年二工厂生产 19 万辆，随着产能利用更为充分，规模效应将更为明显，东风悦达起亚利润率还将进一步提高 (我们预计目前为 7%—7.5% 的净利率)。
- 东风悦达起亚新官上任：东风悦达起亚新任总经理苏南永年初上任，或将带来更积极的战略。苏南永出身销售，在销售部任职期间以敏锐的市场观察力制定精准的销售策略，为东风悦达起亚销量高速增长以及市场份额拓展做出了重要贡献。
- 预计 2011 年汽车业务贡献约 1.5 元 EPS：预计东风悦达起亚销量为 44 万辆 (两款 SUV 有望贡献 13 万以上的销量)，同时产品结构上移，有望实现 420 亿以上收入，为上市公司贡献 1.5 元左右 EPS。
- 盈利预测与投资评级。预计 2011 年悦达投资每股收益为 2 元左右，其中汽车业务 1.5 元、其它业务 0.5 元，公司合理价值为 27.5 元 (15PE × 1.5 元汽车业务 + 10PE × 0.5 元其他业务)。维持“强烈推荐”的投资评级。

图表 1 悦达起亚销量构成 单位：辆

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
嘉华 MPV	2416	1155	858	455
千里马	5309	0	0	0
锐欧	18876	29898	41061	44022
赛拉图	62786	74352	103006	82747
远舰	6700	4103	2573	3336
狮跑 SUV	5713	32500	43888	67740
智跑 SUV	0	0	0	11713
福瑞迪	0	0	48298	105751
SOUL	0	0	1702	17264
销量总计	101800	142008	241386	333028

资料来源：中汽协

图表 2 东风悦达起亚业务预测

项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
销量(万辆)	11	12	10	14	24	33	44
收入(亿)	88		90	122	204	310	420
净利润(亿)	0.06	0.48	-0.75	1.37	7.23	17.5	33.25
单车净利润(万元)	0.01	0.04	-0.08	0.10	0.30	0.53	0.76
单车均价(万元)	8.03	0.00	9.41	8.59	8.44	9.31	9.55
权益净利润(亿)	0.02	0.12	-0.19	0.34	1.81	4.38	8.31
贡献 EPS(元)	0.00	0.02	-0.03	0.06	0.33	0.8	1.52

资料来源：平安证券研究所

图表 3 悦达投资盈利预测表

单位：万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
一、营业总收入	151818	181336	201500	152942	198584	234329
二、营业总成本	154669	183509	212278	159675	186140	216531
营业成本	116834	131450	151072	111230	135037	161687
营业税金及附加	1663	2237	2772	2972	2979	3515
销售费用	6803	6942	6492	1491	1986	2343
管理费用	11130	14459	16864	18602	19858	24136
财务费用	18027	26865	33636	24972	24680	24750
资产减值损失	211	1557	1443	408	1600	100
三、其他经营收益						
投资净收益	15893	17792	27598	44690	75232	119005
四、营业利润	13066	15595	16820	37957	87676	136803
加：营业外收入	240	1294	6443	8540	2200	1500
减：营业外支出	1241	325	477	233	280	100
五、利润总额	12064	16565	22786	46264	89596	138203
减：所得税	4463	8585	8390	8210	11827	18243
六、净利润	7602	7980	14395	38054	77769	119960
减：少数股东损益	2449	4229	8109	5651	6688	9597
母公司所有者的净利润	5153	3751	6287	32403	71081	110363
基本每股收益(元)	0.09	0.07	0.12	0.59	1.3	2.02

资料来源：平安证券研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257