

汽车业务进入爆发式增长期

研究结论

- **乘用车板块的投资机会已经到来。**由于 2010 年底汽车消费政策优惠已经截止，整车厂新建产能将在 2012 年开始陆续投产，我们认为，2011 年整车厂必须加大促销力度以实现销量的快速增长，并维持现有市场份额为新产能上马做准备，2011 年乘用车需求增长情况依然乐观。近期我们进行的草根调研的结果显示：1 月乘用车销售依然呈现批零两旺的局面，预计销量同比增长超过 20%，由于经销商库存水平依然偏低，预计 3 月将实现 15% 以上的高基数基础上的增长，全年销量增速有望超过 15%。前期北京汽车限购政策出台，市场担心其他城市相继出台类似治堵政策，我们认为，由于其他城市拥堵程度远未及北京，并无必要进行直接限购，注重引导乘用车合理使用的广州政策将更有可能被广泛效仿。目前乘用车板块已被严重低估，我们认为乘用车板块的投资机会已经到来。
- **公司的汽车业务进入爆发增长期。**逐渐趋于完善的欧系研发团队推动起亚汽车于近年完成了产品设计风格由韩系风格向欧系风格的转变，近年来在全球市场上的认可度不断提高。起亚汽车在中国的合资公司东风悦达起亚 2009 年以来也加快了产品的平行换代步伐。随着产品谱系日臻完善，预计未来三年东风悦达起亚汽车将进入爆发式增长阶段。新车型智跑 SUV 已于 2010 年 10 月上市，市场表现好于市场预期，预计 2011 年该车型销量有望达到 10 万台；全新中级车新远舰将于 2011 年 3 月份正式上市，根据该车型已经公开的资料，我们认为，新远舰凭借丰富的配置、时尚的造型设计，有望成为东风悦达起亚的又一重量级车型；新锐欧也将于 2011 年 6 月份上市。2011 年，在有竞争力的全新产品的推动下，东风悦达起亚产品销量高速增长将是大概率事件。东风悦达起亚的产品谱系不断完善的同时，产品的竞争实力也得到显著提升，盈利水平更高的中高档产品的销售比重将不断得到提升，产品价格带将不断上移，显著提升该公司的盈利能力。此外，2011 年乘用车整车企业将加大促销力度，以消除各项国家优惠政策退出对市场需求的短期影响；而东风悦达起亚由于新车较多，因而产品价格体系将比竞争对手稳定。产品销量的快速增长、产品销售结构的上移、以及价格体系的稳定这三方面因素将驱动东风悦达起亚的盈利水平在 2011 年继续以远快于行业的速度增长。公司持有东风悦达起亚 25% 的股权，为公司贡献的投资收益有望继续高速增长。
- **投资评级。**乘用车板块的投资机会已经到来，由于未来三年东风悦达起亚的汽车业务将成为公司最主要的利润来源与增长点；公司的公路、煤炭业务盈利水平稳定增长；拖拉机、纺织业务持续减亏。同时，市场对公司注入优质煤炭资产持有强烈预期，如果能够落实，将成为股价的另一催化剂。目前公司估值水平依然偏低，我们维持对悦达投资的买入评级，目标价 30.00 元。
- **风险提示。**1) 乘用车行业景气程度显著下降；2) 公司新车销量显著低于预期；3) 原材料价格出现大幅上涨。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师

8621-63325888 × 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209090198

联系人

王轶

8621-63325888 × 6129

wangyi1@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 2 月 1 日)	17.32 元
目标价格	30.00 元
总股本/A 股 (亿股)	5.45
A 股市值 (亿元)	94.5
国家/地区	中国
行业	汽车
报告发布日期	2011 年 2 月 9 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,529	1,953	2,262	2,629
同比(%)	-24.1%	27.7%	15.8%	16.2%
净利润	324	734	1,086	1,285
同比(%)	164.4%	111.6%	44.6%	17.8%
毛利率(%)	27.3%	29.9%	30.8%	30.7%
ROE(%)	24.6%	39.8%	39.4%	32.6%
每股收益(元)	0.59	1.35	1.99	2.36
P/E (倍)	29.2	12.9	8.7	7.3
P/B (倍)	6.4	4.3	2.9	2.1

资料来源：公司报告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,529	1,953	2,262	2,629	经营活动现金流	319	103	739	197
营业成本	1,112	1,370	1,564	1,823	税后利润	324	734	1,086	1,285
主营业务税金及附加	30	40	45	53	经常性非现金支出	530	534	527	479
销售费用	15	24	27	32	非经常性现金支出	(515)	(934)	(1,208)	(1,382)
管理费用	186	227	215	250	营运资金变动	(77)	(302)	257	(272)
财务费用	250	272	281	276	少数股东损益	57	71	78	86
资产减值损失	4	29	18	23	投资活动现金流	344	112	111	(97)
投资收益	447	924	1,198	1,372	资本开支	215	(100)	(101)	(99)
营业利润	380	916	1,311	1,545	投资与投资收益	129	212	212	2
非经常性损益	83	12	20	22	筹资活动现金流	(789)	527	(483)	(68)
税前利润	463	928	1,331	1,567	贷款增加	446	800	(200)	0
所得税	82	122	166	196	支付股利利息	(365)	(276)	(295)	(290)
净利润	381	805	1,164	1,371	其他融资	(895)	3	12	222
少数股东损益	57	71	78	86	现金净流量	(126)	742	367	31
归属母公司净利润	324	734	1,086	1,285	现金期初余额	1,633	1,507	2,249	2,616
EPS (元/股)	0.59	1.35	1.99	2.36	现金期末余额	1,507	2,249	2,616	2,647

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	2,230	3,368	3,621	4,106	增长能力				
货币资金	1,507	2,249	2,616	2,647	营收增长率(%)	-24.10%	27.67%	15.85%	16.22%
应收账款及票据	529	620	717	831	EBITDA 增长率(%)	-8.89%	105.35%	25.06%	6.73%
存货	146	444	225	554	EBIT 增长率(%)	-14.69%	148.58%	29.77%	10.38%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	164.36%	111.60%	44.59%	17.80%
非流动资产合计	5,522	6,110	6,980	8,069	盈利能力				
长期投资	2,608	3,320	4,306	5,466	毛利率(%)	27.27%	29.86%	30.85%	30.67%
固定资产	1,189	1,115	1,074	1,047	净利率(%)	24.88%	41.24%	51.47%	52.17%
在建工程	65	132	165	182	EBITDA 利润率(%)	49.93%	80.31%	86.70%	79.62%
可供出售金融资产	1	1	1	1	ROA(%)	4.89%	9.35%	11.60%	12.04%
无形资产	1,496	1,436	1,376	1,316	ROE(%)	24.6%	39.8%	39.4%	32.6%
开发支出	0	0	0	0	ROIC(%)	7.87%	14.89%	17.31%	16.47%
资产总计	7,752	9,479	10,601	12,174	偿债能力				
流动负债合计	3,908	4,529	4,487	4,689	资产负债率(%)	73.8%	70.1%	62.3%	55.9%
循环借款	2,383	2,883	2,683	2,683	流动比率(倍)	0.57	0.74	0.81	0.88
应付账款及票据	1,139	1,233	1,330	1,458	速动比率(倍)	0.53	0.65	0.76	0.76
预收账款	52	59	68	79	营运能力				
其他应付款	247	274	313	365	总资产周转率	0.20	0.23	0.23	0.23
非流动负债合计	1,815	2,115	2,115	2,115	应收账款周转率	1.81	1.92	1.89	1.89
长期贷款	1,776	2,076	2,076	2,076	存货周转率	4.67	4.65	4.68	4.68
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	0.73	1.16	1.22	1.31
负债合计	5,723	6,644	6,602	6,804	价值评估				
股本	545	545	545	545	P/B(倍)	6.4	4.3	2.9	2.1
资本公积	275	275	275	275	P/E(倍)	29.2	12.9	8.7	7.3
未分配利润	440	1,101	2,078	3,235	EV/收入(倍)	5.53	6.23	5.12	4.40
股东权益合计	2,030	2,835	3,999	5,371	EV/EBITDA(倍)	11.08	7.75	5.91	5.52
负债和股东权益	7,752	9,479	10,601	12,174	EV/EBIT(倍)	15.73	9.09	6.68	6.04

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn