



调研报告

3 Mar 2011 | 6 pages

申华控股 (600653)

风电业务将是公司未来业绩主要增长点

— 公司调研报告

研究员: 马春霞

执业证书编号: 1230511010009

☎ 86-21-64718888-1270

✉ machunxia@stocke.com.cn

本报告导读:

- 公司风电业务毛利率较高;
- 公司将不断加大在新能源风电项目的投资。

投资要点:

■ 公司新能源产业风电产业毛利率较高

公司目前有三大主要业务, 包括汽车产业、风力发电和房地产。在 2010 年中报时, 三大业务板块的收入占比分别为 95%, 3.5% 和 0.68%, 这三块的毛利率分别为 3.5%, 63.78% 和 63.77%; 公司的房地产方面, 公司继续做好房产类存量资产的管理和销售工作, 加强资金回笼力度。

■ 投资亮点:

1、风电方面,

公司与合作伙伴中国风电已累计出资近 30 亿元, 分别在内蒙古、辽宁两地先后投资兴建了总容量为 30 万千瓦的 6 个风力发电场。其中, 内蒙古的太仆寺旗、武川, 以及辽宁的马鬃山、曲家沟和西大营子等 5 个装机容量达 25 万千瓦的风电场已建成且实现发电, 而内蒙古头支箭风电场正在建设。

预计公司 2010 年将完成 3.5 亿千瓦时的发电, 可以实现约 2 亿元的销售收入, 超过 1 个亿的净利润, 贡献 EPS0.06 元。

公司的内蒙古太仆寺旗风电项目与辽宁马鬃山风电项目分别于 2010 年 4 月及 6 月在联合国 CDM 执行理事会注册成功, 在 CDM 转让合约期内, 上述两项转让将每年分别为项目公司带来 125 万欧元与 146 万欧元左右的减排收入。

(据了解, 获得 CDM 通过的彰武县曲家沟风力发电场预计全年发电量 1 亿千瓦时, 折算二氧化碳减排额度可达到 10.6 万吨, 目前以每吨二氧化碳减排

评级: 买入

当前价格: 3.61 元

单季度业绩	元/股
4Q/2009	0.04
1Q/2010	0.00
2Q/2010	0.02
3Q/2010	-0.02



公司简介:

目前公司主营业务主要包括汽车销售及后市场服务、新能源、房地产、金融投资和产业管理等, 旗下近 40 家控股子公司分布在全国各地, 逐步建立起申华的品牌效应和价值。





额度 12.5 欧元的价格与国际能源系统集团（荷兰）公司达成 CDM 转让

（据了解，获得 CDM 通过的彰武县曲家沟风力发电场预计全年发电量 1 亿千瓦时，折算二氧化碳减排额度可达到 10.6 万吨，目前以每吨二氧化碳减排额度 12.5 欧元的价格与国际能源系统集团（荷兰）公司达成 CDM 转让协议，即每年可为项目带来 132.5 万欧元的减排收入（约合人民币 1150 万元））。

另外，公司风电产业方面的合作伙伴中国风电因在风电领域起步较早，在境内累积了相当数量的优质风力发电资源，良好的合作经历将使得公司有更多的机会取得中国风电最好的风电项目资源来开展新的合作，公司同时也会抓住合适的机会向南方地区风电项目拓展。

未来，公司在新能源业务方面的工作思路是“运营，建设，储备”三部曲，公司将加强对现有风电场的运营管理，择机建设新的风电项目。此外，公司还要对掌握的部分风力资源进行勘探、设计，为下一步项目开发做好前期准备。

面对公司面临的资金瓶颈问题，公司将充分发挥上市公司在资本市场的融资优势，拓展融资渠道，为公司募集长期发展所需资金。

2、汽车产业方面

公司不断扩大汽车销售网络的规模：公司主要经营华晨品牌和宝马车的销售，在华晨品牌方面，公司已具 4S 店、直营店、联营店、加盟店等多层次经营网点 80 余家，地域覆盖苏、浙、沪、川、渝、藏。年均实现营业收入超过 24 个亿。

目前，公司已获得华晨品牌华东、西南两大区域总代理资质，进一步提升了在该两大区域的竞争优势，并新增苏州华禧、上海交运明友 2 家 4S 店。

宝马业务方面，公司现拥有控股、参股公司及二级网点 10 家，主要集中在江苏、安徽、四川、辽沈等核心城市和经济发达地区，年均实现营业收入超过 15 亿，宜兴宝利丰和南京宝利丰两家宝马 4S 店正式开业，合肥宝利丰新店建设收尾。

未来，公司将以华晨品牌为依托，继续完善销售网络建设，根据区域特点实施布局，打造中华特色的销售服务品牌。随着改款 FRV 的上市以及 FSV 等小排量车型得到市场的认可，公司在汽车细分市场的竞争力将得到进一步增强。未来公司将继续延伸汽车产业触角，深入开展汽车后市场服务，大力发展改装车业务，以汽车相关产业的综合发展来弥补日益狭小的销售利润空间。

汽车后市场方面，为应对改装车市场竞争日趋激烈导致的利润率下降，公司控股子公司中华诺宇加快新产品研发，并开始着手多个改装车基地的布局。

3、创投

公司持有多家公司股权，比如广发银行和大高阀门等，这些股权投资将存在着较大的升值空间。





■ 投资建议：买入

预计公司 2010~2012 年实现每股收益 0.03 元, 0.07 元和 0.09 元, PE 分别为 120 倍、51 倍和 40 倍, 考虑到公司风电新能源项目面临巨大发展机遇, 产业前景相当广阔, 公司管理层已在公司规划中将风力发电作为企业未来五到十年重点发展的战略思路, 给予公司股票“买入”投资评级。

表：公司主要财务数据及盈利预测

财务摘要	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2751.71	6053.76	8475.27	10594.09
收入增长率%	-5.62%	120.00%	40.00%	25.00%
净利润(百万元)	128.79	56.00	159.58	197.47
净利润增长率%	250.19%	-55.39%	175.93%	25.37%
摊薄 EPS(元)	0.06	0.03	0.07	0.09

资料来源：浙商证券研究所

■ 公司股票投资风险

汽车销量低于预期风险以及风电项目进度低于预期风险等。





资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1865.05	3037.85	2961.03	4190.77
现金	993.60	265.58	258.70	262.71
应收账款	94.42	299.70	249.01	421.28
其它应收款	87.47	576.41	411.54	780.62
预付账款	360.34	313.68	952.30	646.71
存货	286.29	1172.34	896.30	1609.89
其他	42.94	410.15	193.19	469.55
非流动资产	3350.95	4324.61	4670.90	4982.38
长期投资	973.62	1019.59	1069.11	1120.94
固定资产	637.11	1603.87	2154.61	2484.94
无形资产	41.43	80.10	108.66	132.82
其他	1698.80	1621.05	1338.53	1243.68
资产总计	5216.01	7362.46	7631.94	9173.16
流动负债	2195.35	4399.02	4673.45	6198.52
短期借款	828.00	1649.80	829.61	1923.58
应付账款	461.06	566.39	1113.35	1037.01
其他	906.29	2182.82	2730.49	3237.92
非流动负债	825.00	711.78	547.25	365.93
长期借款	825.00	711.63	547.05	365.81
其他	0.00	0.15	0.20	0.12
负债合计	3020.35	5110.80	5220.70	6564.44
少数股东权益	359.69	368.28	397.03	430.48
归属母公司股东权益	1835.96	1883.38	2014.21	2178.23
负债和股东权益	5216.01	7362.46	7631.94	9173.16

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	477.81	-528.86	1485.75	-410.27
净利润	128.79	56.00	159.58	197.47
折旧摊销	59.87	153.46	218.38	269.79
财务费用	50.76	86.64	82.18	60.33
投资损失	-155.53	-148.04	-140.89	-148.15
营运资金变动	394.72	-676.98	1166.22	-789.59
其它	-0.80	0.06	0.27	-0.11
投资活动现金流	-1062.77	-953.86	-429.01	-438.13
资本支出	929.23	806.56	416.46	220.23
长期投资	-77.50	-45.97	-49.52	-51.83
其他	-211.04	-193.27	-62.08	-269.73
筹资活动现金流	988.32	-206.44	-246.54	-193.05
短期借款	288.00	-139.33	-3.11	48.52
长期借款	565.00	-113.37	-164.58	-181.24
其他	135.32	46.27	-78.85	-60.33
现金净增加额	403.35	-1689.15	810.20	-1041.44

资料来源: 浙商证券研究所

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2751.71	6053.76	8475.27	10594.09
营业成本	2460.14	5569.46	7627.74	9534.68
营业税金及附加	13.24	31.71	43.19	53.48
营业费用	80.23	151.69	226.42	285.79
管理费用	165.43	287.60	438.08	572.08
财务费用	50.76	86.64	82.18	60.33
资产减值损失	-0.54	14.74	23.11	17.54
公允价值变动收益	0.35	-0.15	-0.06	0.00
投资净收益	155.53	148.04	140.89	148.15
营业利润	138.32	59.82	175.37	218.34
营业外收入	8.30	6.39	6.31	7.00
营业外支出	2.39	3.63	4.37	3.46
利润总额	144.23	62.57	177.31	221.88
所得税	15.44	6.57	17.73	24.41
净利润	128.79	56.00	159.58	197.47
少数股东损益	22.50	8.59	28.75	33.45
归属母公司净利润	106.29	47.42	130.83	164.02
EBITDA	278.92	297.58	483.73	582.33
EPS (摊薄)	0.06	0.03	0.07	0.09

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入增长率	-5.62%	120.00%	40.00%	25.00%
营业利润增长率	154.59%	-56.75%	193.15%	24.50%
归属于母公司净利润增长率	250.19%	-55.39%	175.93%	25.37%
获利能力				
毛利率	10.60%	8.00%	10.00%	10.00%
净利率	4.68%	0.93%	1.88%	1.86%
ROE	5.87%	2.49%	6.62%	7.57%
ROIC	5.53%	2.92%	6.69%	5.98%
偿债能力				
资产负债率	57.91%	69.42%	68.41%	71.56%
净负债比率	77.33%	112.78%	64.61%	94.71%
流动比率	0.85	0.69	0.63	0.68
速动比率	0.72	0.42	0.44	0.42
营运能力				
总资产周转率	0.61	0.96	1.13	1.26
应收账款周转率	33.22	30.72	30.89	31.61
应付账款周转率	6.68	10.84	9.08	8.87
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.03	0.07	0.09
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	-0.30	0.85	-0.23
每股净资产 (最新摊薄)	1.26	1.29	1.38	1.49





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务 毛亚莉 +86 21 6431 8893 maoyali@stocke.com.cn	服务 魏志羽 +86 21 6471 8888-1106 weizhiyu@stocke.com.cn	服务 徐路鹏 +86 21 6471 8888-1700 xulupeng@stocke.com.cn	服务 张燕华 +86 21 6471 8888-1287 zhangyanhua@stocke.com.cn
服务 金肖男 +86 21 6471 8888-1824 jinxn@stocke.com.cn			

金融工程团队

金融工程与衍生品 邱小平 +86 21 6471 8888-1701 qiuxiaoping@stocke.com.cn	金融工程与基金 陆靖昶 +86 21 6471 8888-1254 lujingchang@stocke.com.cn	金融工程与债券 鲍翔 +86 21 6471 8888-1105 baoxiang@stocke.com.cn	信息技术 李思明 +86 21 6474 6780 lisiming@stocke.com.cn
信息技术 张雷 +86 21 6471 8888-1740 zhanglei@stocke.com.cn			

宏观策略团队

首席经济学家 闻岳春 +86 21 6471 6089 wenyuechun@stocke.com.cn	首席策略分析 潘立彬 +86 21 6431 6026 panlibin@stocke.com.cn	宏观 李瑞 +86 21 6471 8888-1211 lirui@stocke.com.cn	策略研究 王伟俊 +86 21 6471 8888-1277 wangweijun@stocke.com.cn
策略研究 张延兵 +86 21 6431 8952 zhangyanbing@stocke.com.cn			

行业研究团队

房地产行业 戴方 +86 21 6471 8888-1219 daifang@stocke.com.cn	银行业金融行业 黄薇 +86 21 6471 8888-1813 huangwei@stocke.com.cn	中药 生物制药行业 金嫣 +86 21 6471 8888-1241 jinyan@stocke.com.cn	大宗医药行业 姜恩铸 +86 21 6471 8888-1121 jiangenzhu@stocke.com.cn
农林牧渔行业 张俊宇 +86 21 6471 8888-1801 zhangjunyu@stocke.com.cn	食品、饮料行业 葛越 +86 21 6471 8888-1281 geyue@stocke.com.cn	家电、传媒行业 刘迟到 +86 21 6471 8888-1225 Liuchidao@stocke.com.cn	电力设备行业 史海昇 +86 21 6471 8888-1737 shihaisheng@stocke.com.cn
汽车行业 马春霞 +86 21 6471 8888-1270 machunxia@stocke.com.cn	机械行业 许光兵 +86 21 6471 8888-1805 xuguangbing@stocke.com.cn	煤炭行业 田加伟 +86 21 6471 8888-1117 tianjiawei@stocke.com.cn	化工行业 代鹏举 +86 21 6471 8888-1206 daipengju@stocke.com.cn
有色行业 林建 +86 21 6471 8888-1286 linjian@stocke.com.cn	钢铁行业 范飞 +86 21 6471 8888-1119 fanfei@stocke.com.cn	交通运输行业 李冬 +86 21 6471 8888-1807 lidong@stocke.com.cn	商贸行业 程艳华 +86 21 6471 8888-1212 chengyanhua@stocke.com.cn
旅游行业 王禾 +86 21 6471 8888-1740 wanghe@stocke.com.cn	通信行业 徐昊 +86 21 6471 8888-1702 xuhao@stocke.com.cn	公用事业行业 袁佳平 +86 21 6471 8888-1814 yuanjiaping@stocke.com.cn	





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所： <http://research.stocke.com.cn>

