

悦达投资 (600805)

汽车业务风头正劲、其它业务多有改善

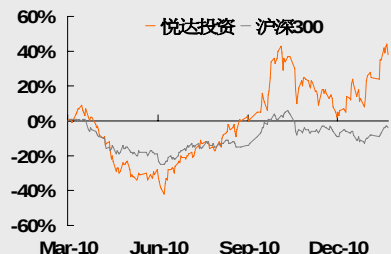
强烈推荐 (维持)

现价: 21.65 元

主要数据

行业	综合
公司网址	www.yueda.com
大股东/持股	悦达集团/23.14%
实际控制人/持股	盐城市国资委 /21.70%
总股本(百万股)	545
流通 A 股(百万股)	544
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	118.09
流通 A 股市值(亿元)	117.85
每股净资产(元)	3.72
资产负债率(%)	69.3

行情走势图



相关研究报告

2011年汽车业务将轻装上阵_悦达投资业绩预增公告点评(2011.1.27)
汽车业务播种过后迎硕果_悦达投资调研跟踪报告(2010.10.26)

研究员

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

投资要点

事项:

悦达投资年报显示: 2010 年收入 21.3 亿, 同比增长 39%; 净利润 7.17 亿, 同比增长 121%; 每股收益 1.32 元, 每股净资产 4.02 元。利润分配预案为: 全体股东每 10 股送 3 股并派现金 2 元 (含税)。

平安观点:

- **2010 年悦达投资经营业绩达到上市以来最好的水平:** 并表业务大幅减亏 8894 万元为 -3393 万元, 来自悦达起亚的投资收益增长 1.4 倍为 4.3 亿, 汽车业务贡献每股收益 0.79 元。
- **汽车业务进入规模效应爆发期, 2011 年将轻装上阵:** 全年销售汽车 33 万辆, 同比增 38%; 销售收入 297 亿元, 同比增 46%; 单车均价 8.9 万, 同比提高 0.5 万元; 净利率达 5.8%, 同比提高 2.3 个百分点, 悦达企业贡献了上市公司业绩的 60%折合每股 0.79 元。

2010 年公司 43 万台总产能达产, 继狮跑之后公司又添 SUV 新军智跑, 智跑上市以来供不应求、订单饱满, 进口核心部件产能瓶颈即将得到解决以释放该车型的规模空间, 进一步夯实悦达起亚在 SUV 行业的市场地位。

悦达起亚主打车型所处子行业高速增长: 我们判断东风悦达起亚 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)。我们预计 SUV 全行业 2011 年增幅约 30%, 公司携两款 SUV 智跑(城市型 SUV)与狮跑(偏传统型 SUV)分享行业高成长。智跑 2010 年仅有 2 个月的销量贡献, 2011 年将有全年表现。

东风悦达起亚新官上任: 东风悦达起亚新任总经理苏南永 2011 年初上任, 其出身销售, 或将带来更积极的战略。

- **公路收费业务略超预期:** 不考虑利息情况下该板块贡献每股收益 0.95 元, 同比增 18.4%, 若扣除利息估计贡献每股 0.45 元; 其中西铜公司因车流量增长及计重收费实施更严, 通行费收入 7.4 亿元, 同比增 39%; 京沪公司在道路大修情况下仍实现收入 32.3 亿元, 同比增 15.2%。
- **煤炭业务大幅增长:** 乌兰渠公司销售煤炭 143.8 万吨, 同比增 1.8 倍, 实现净利润 4254 万, 同比增 3.3 倍。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,015.0	1,529.4	2126.87	2162.13	2348.00
YoY(%)	11.1	-24.1	39.06	1.66	8.60
净利润(百万元)	62.9	324.0	7.17	11.08	13.25
YoY(%)	67.6	415.4	121.36	54.41	19.61
毛利率(%)	25.0	27.3	32.46	32.49	32.25
净利率(%)	3.1	21.2	33.72	51.22	56.42
EPS(摊薄/元)	0.1	0.6	1.32	2.03	2.43
P/E(倍)	187.8	36.4	16.40	10.67	8.91

- **纺织业务大幅超预期，大幅扭亏实现微利：**实现收入 9.2 亿元，同比增 70%，家纺项目生产设施全部安装到位，纱线和坯布共计实现毛利 1.1 亿，毛利率 12.3%，同比增加 7.3 个百分点。悦达纺织集团公司贡献净利润 260 万，去年同期亏损逾 5000 万。
- **拖拉机业务仍较低迷：**合资公司 2010 年销售拖拉机 2.5 万台，实现收入 7.76 亿元，同比增 7.6%；但出口交货值下降 9.8%为 1.3 亿。

- **2011 年展望：**公告显示，公司计划 2011 年产销汽车 43 万台，同比增 30%；纱 2.1 万吨，坯布 1351 万米（2010 年销售纱 2.4 吨，家纺坯布 1146 万米）；拖拉机 2.95 万台，煤炭 70 万吨。我们认为汽车业务目标合理、煤炭业务继续超预期可能性大。

东风悦达起亚：做好 K5 和 QB 两款新车型上市；强化营销网络建设；降本增效，提高企业盈利能力。

悦达纺织集团公司：加强新品开发，提高新产品市场占有率。建立电子商务平台扩大营销网络；加大品牌创建力度。

拖拉机公司：利用马恒达国际市场网络，力争外贸出口有新突破。

■ 盈利预测与投资建议：

汽车业务：预计销量 43.2 万台，其中智跑 6.45 万台，K5 产品 3.5 万台，悦达起亚净利率将有较大幅提升，主要是车型档次平均水平上移，规模效应进一步显现。

其它业务：预计煤炭业务继续保持良好势头、纺织业务随着新项目的推进增强盈利能力、拖拉机业务有望降低亏损、高速公路业务平稳增长。

我们预计悦达投资 2011 年、2012 年每股收益分别为 2.03 元、2.43 元，我们给予 2012 年汽车业务 15 倍 PE、其它业务 10 倍 PE，认为悦达投资年内合理价格为 32.7 元，维持“强烈推荐”评级。

- **风险提示：**1) 悦达起亚新车型未及时上量；2) 纺织业务未能延续 2010 年扭亏状况再次出现亏损；3) 拖拉机业务出口拓展不顺亏损额扩大。

图表 1 悦达起亚各品牌销量 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 悦达起亚历年主要经营项目简况

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
销量 (万辆)	11	12	10	14	24	33
收入 (亿元)	88	102	90	122	204	297
净利润(亿元)	0.064	0.48	-0.75	1.37	7.23	17.21
单车均价(元)	80294	88696	94069	85912	84435	89170
单车净利润(元)	58	421	-783	962	2994	5168
净利率	0.07%	0.47%	-0.83%	1.12%	3.55%	5.8%
投资收益贡献(亿)	0.016	0.121	-0.188	0.342	1.81	4.30
汽车业务占悦达投资净利润比例	7.5%	23.5%	-50.2%	54.3%	55.8%	60.0%
汽车业务 EPS(元)	0	0.02	-0.03	0.06	0.33	0.79

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 3 悦达投资公路收费业务历年贡献利润 (不考虑利息) 单位：万元

公路收费业务	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
京沪公司	17992	17246	20699	25642	28876	29546
陕西西铜	5842	6443	11375	16491	14280	21773
徐州三环	604	598	707	175	405	265
公路贡献投资收益	24438	24288	32780	42308	43561	51584
折合每股 EPS (元)	0.45	0.45	0.60	0.78	0.80	0.95

资料来源：公司公告

图表 4 悦达投资煤炭业务简况 单位：万元

	2008 年	2009 年	2010 年
销售量 (万吨)	26.0	50.6	143.8
收入(万元)	4100	8490	28400
净利润 (万元)	1367	987	4254
吨售价 (万元/吨)	157.7	167.8	197.5
吨净利 (万元/吨)	52.6	19.5	29.6
净利率	33.3%	11.6%	15.0%
煤炭业务贡献 EPS (元)	0.03	0.02	0.08

资料来源：公司公告

图表 5 悦达投资净利润构成及其预测

单位：万元、元/股

利润分拆	2009A	2010A	2011E	2012E
高速公路	43561	51584	56711	62681
折合每股 EPS	0.80	0.95	1.04	1.15
汽车业务	18066	43026	76579	92073
折合每股 EPS	0.33	0.79	1.40	1.69
煤炭	987	4254	4500	4551
折合每股 EPS	0.02	0.08	0.08	0.08
拖拉机	-2314	-2749	-2500	-2300
折合每股 EPS	-0.04	-0.05	-0.05	-0.04
纺织	-5125	260	280	290
折合每股 EPS	-0.09	0.00	0.01	0.01
其它(主要为利息)	-22772	-24649	-24700	-24500
折合每股 EPS	-0.42	-0.45	-0.45	-0.45
合计	32403	71727	110870	132795
折合每股 EPS	0.59	1.32	2.03	2.43

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

图表 6 悦达投资盈利预测表

单位：万元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E
一、营业总收入	201500	152942	212687	216213	234800
二、营业总成本	212278	159675	196719	194870	209695
营业成本	151072	111230	143645	145960	159083
营业税金及附加	2772	2972	4184	4000	4297
销售费用	6492	1491	2445	2443	2630
管理费用	16864	18602	16821	17297	18784
财务费用	33636	24972	27658	24750	24751
资产减值损失	1443	408	1966	420	150
三、其他经营收益					
投资净收益	27598	44690	75120	114076	133863
四、营业利润	16820	37957	91088	135419	158968
加：营业外收入	6443	8540	2449	2300	2400
减：营业外支出	477	233	517	200	160
五、利润总额	22786	46264	93021	137519	161208
减：所得税	8390	8210	12438	18428	21763
六、净利润	14395	38054	80582	119091	139445
减：少数股东损益	8109	5651	8855	8336	6972
归属于母公司所有者的净利润	6287	32403	71727	110755	132472
基本每股收益(元)	0.12	0.59	1.32	2.03	2.43

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

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：

此报告旨在为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) 8244 9257