

2011-04-23

汽车和汽车零部件

悦达投资 600805-SH

受益于日系车减产 汽车业务将爆发

◇ 事件：公司发布一季报

公司 1 季度实现营业收入 5.9 亿元，同比增长 49.9%；投资收益为 2.65 亿元，同比增长 18%；归属于母公司所有者净利润 2.23 亿元，同比增长 50.3%；实现基本每股收益 0.41 元，上年同期为 0.27 元。

◆ 纺织业务收入大幅增长 合并报表业务减亏

公司本部无经营性业务，合并报表公司主要为悦达纺织集团公司（持股 100%）、西铜高速公路公司（持股 70%）、徐州三环公路公司（持股 55%）、乌兰渠煤矿（持股 100%）和悦达拖拉机公司（持股 100%）。公司 1 季度营业收入大幅增长主要为纺织公司贡献，其次为西铜高速和乌兰渠煤矿。公司纺织业务本着高起点、高投入的原则，经过几年的品牌塑造，2011 年 1 季度销售收入快速增长。同时，西铜高速公路收费收入也出现超过 10% 的增长。

公司 1 季度合并报表业务亏损为 4191 万元，上年同期为 7530 万元。公司合并报表业务持续亏损一方面是纺织业务处于投入期，直至 2010 年才扭亏；另外是历史上公司为投资高速公路业务向银行贷款而产生的每年 2 个多亿的利息费用。1 季度公司本部利息费用约为 7000 万元，基本与上年持平，合并报表业务减亏主要为纺织公司扭亏以及乌兰渠、西铜高速盈利增长所致。

◆ 汽车业务利润大幅增长 新车贡献尚未体现

为公司贡献投资收益的参股公司有东风悦达起亚（持股 25%）、京沪高速公路公司（21%）。1 季度公司投资收益为 2.65 亿元，同比增长 18%。其中东风悦达起亚贡献约为 1.9 亿元，同比增长 30%；京沪高速贡献 0.75 亿元，与上年同期基本持平。东风悦达起亚 1 季度销售汽车 9.5 万台，同比增长 12%，而利润同比大幅增长 30% 主要是产品结构优化，智跑上市带动 SUV 比重上升。3 月 10 日上市的 B 级车 K5 当月销售 2500 台，对 1 季度业绩贡献较小，预计该车 2 季度单月销售将超过 3000 台，将为公司带来明显业绩提升，同时 6 月份推出的 K2 也值得期待。

◆ 公司存在煤炭业务存在整合预期

公司的乌兰渠煤矿处于内蒙古鄂尔多斯市，近期内蒙出台煤炭相关政策，对年产 300 万吨以下煤矿进行整顿。我们认为，公司煤矿目前产能为 60 万吨左右，在鄂尔多斯市属于较大的煤矿，有望成为整合主体。

◆ 投资建议 K5/K2 两款新车尚未产生业绩贡献，公司业绩已然表现良好；日本地震导致的国内日系品牌汽车减产对公司形成实质利好；同时，公司存在煤炭整合预期，建议积极参与。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,529	2,127	2,426	2,769	3,157
营业收入增长率	-24.10%	39.06%	14.08%	14.10%	14.03%
净利润（百万元）	324	717	1,165	1,501	1,838
净利润增长率	415.42%	121.36%	62.37%	28.87%	22.45%
EPS（元）	0.59	1.32	2.14	2.75	3.37
ROE	21.94%	32.69%	35.84%	32.46%	29.17%
P/E	34	16	10	7	6
P/B	8	5	3	2	2
EV/EBITDA	33	21	19	16	13

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	20.39 元
目标价格	33.00 元
目标期限	6 个月

汽车行业高级分析师：

于特：（执业证书编号：S0930510120015）

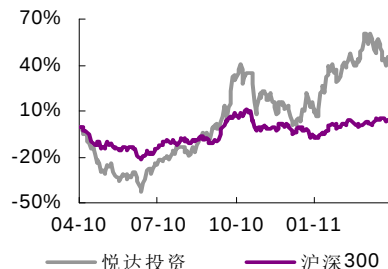
电话：021-22169158

yute@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	545
总市值(百万元)	11,122
流通比例(%)	99.80%
12 个月最高/最低(元)	23.16/7.80
近 3 月日均成交量(百万股)	14.48
主要股东	江苏悦达集团有限公司

股价表现(12 个月)

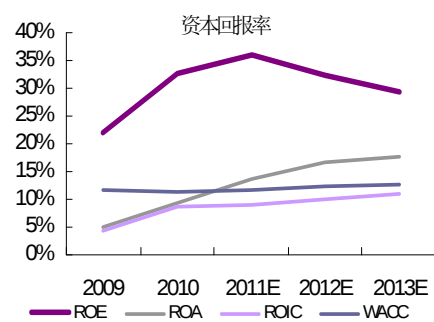
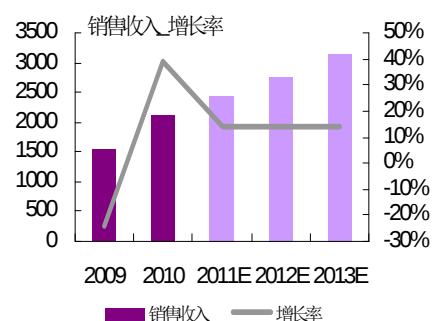
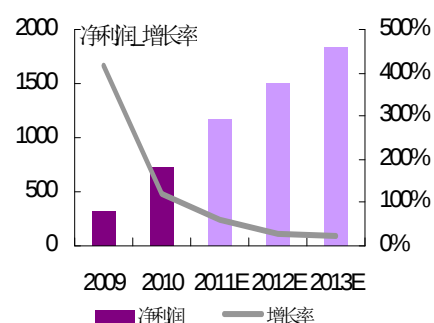
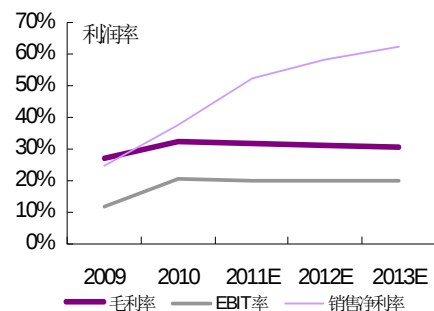


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.57	19.68	42.05
绝对收益	-3.18	30.29	45.12

相关报告：

汽车业务是公司未来增长引擎	2011-03-31
业绩即将爆发 建议买入	2011-03-24
多款新车助力业绩腾飞	2011-03-09

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,529	2,127	2,426	2,769	3,157
营业成本	1,112	1,436	1,656	1,903	2,188
折旧和摊销	226	211	208	205	203
营业税费	30	42	48	55	62
销售费用	15	24	27	30	35
管理费用	186	168	192	216	243
财务费用	250	277	261	206	129
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	447	751	1,203	1,470	1,690
营业利润	380	911	1,429	1,822	2,194
利润总额	463	930	1,459	1,857	2,259
少数股东损益	57	89	100	112	128
归属母公司净利润	324.03	717.27	1,164.65	1,500.86	1,837.76

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	7,752	8,670	9,338	9,652	11,120
流动资产	2,230	2,779	3,645	4,154	5,815
货币资金	1,507	1,757	2,184	2,492	3,911
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	49	36	72	82	105
应收票据	49	27	73	83	95
其他应收款	431	387	679	775	884
存货	146	387	455	523	603
可供出售投资	1	0	0	0	0
持有到期金融资产	56	0	0	0	0
长期投资	2,608	3,010	3,010	3,010	3,010
固定资产	1,189	1,295	1,170	1,042	913
无形资产	1,496	1,394	1,324	1,258	1,195
总负债	5,723	5,890	5,403	4,230	3,894
无息负债	1,564	1,449	1,622	1,787	2,017
有息负债	4,159	4,441	3,781	2,443	1,876
股东权益	2,030	2,780	3,936	5,421	7,226
股本	545	545	545	545	545
公积金	491	552	552	552	552
未分配利润	440	1,096	2,152	3,526	5,203
少数股东权益	553	586	686	797	926

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	319	185	263	518	597
净利润	324	717	1,165	1,501	1,838
折旧摊销	226	211	208	205	203
净营运资金增加	272	945	536	343	360
其他	-503	-1,688	-1,646	-1,531	-1,803
投资活动产生现金流	344	263	1,193	1,460	1,680
净资本支出	-215	41	10	10	10
长期投资变化	2,608	3,010	0	0	0
其他资产变化	-2,049	-2,788	1,183	1,450	1,670
融资活动现金流	-789	-197	-1,030	-1,670	-858
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	386	282	-660	-1,338	-567
无息负债变化	-788	-115	173	165	230
净现金流	-126	250	427	308	1,420

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-24.10%	39.06%	14.08%	14.10%	14.03%
净利润增长率	415.42%	121.36%	62.37%	28.87%	22.45%
EBITDA 增长率	-6.43%	58.51%	7.40%	9.77%	9.51%
EBIT 增长率	-20.21%	139.20%	11.56%	14.52%	13.49%
估值指标					
PE	34	16	10	7	6
PB	8	5	3	2	2
EV/EBITDA	33	21	19	16	13
EV/EBIT	75	32	27	22	17
EV/NOPLAT	91	37	31	25	20
EV/Sales	9	7	5	4	3
EV/IC	4	3	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	27.27%	32.46%	31.73%	31.26%	30.70%
EBITDA 率	26.68%	30.42%	28.63%	27.55%	26.45%
EBIT 率	11.93%	20.51%	20.06%	20.13%	20.04%
税前净利润率	30.25%	43.74%	60.13%	67.06%	71.54%
税后净利润率 (归属母公司)	21.19%	33.72%	48.00%	54.21%	58.21%
ROA	4.91%	9.29%	13.54%	16.71%	17.68%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.94%	32.69%	35.84%	32.46%	29.17%
经营性 ROIC	4.42%	8.65%	8.96%	9.97%	10.96%
偿债能力					
流动比率	0.57	0.70	1.04	1.79	2.93
速动比率	53.35%	60.07%	91.30%	156.37%	262.59%
归属母公司权益/有息债务	0.36	0.49	0.86	1.89	3.36
有形资产/有息债务	1.48	1.60	2.07	3.36	5.20
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.59	1.32	2.14	2.75	3.37
每股红利	0.00	0.20	0.23	0.30	0.36
每股经营现金流	0.58	0.34	0.48	0.95	1.09
每股自由现金流(FCFF)	0.59	-0.69	0.18	0.63	0.70
每股净资产	2.71	4.02	5.96	8.48	11.55
每股销售收入	2.80	3.90	4.45	5.08	5.79

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

于特，北京大学金融学硕士，3 年汽车行业上市公司工作经历，4 年汽车行业研究经验。

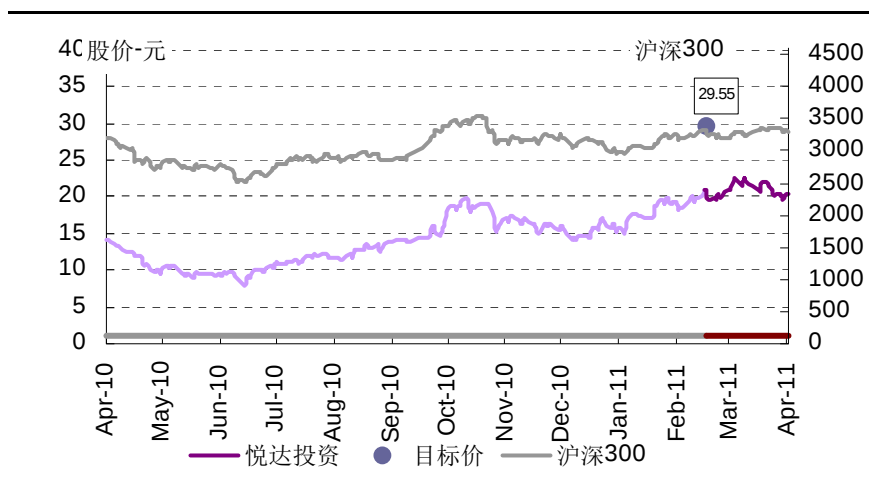
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

悦达投资（600805）

分析师：于特



日期	股价	目标价	评级
2011-03-09	20.82	29.55	买入
2011-03-24	21.06	33.30	买入
2011-03-31	21.55	33.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。