

2011-04-25

汽车和汽车零部件

悦达投资 600805-SH

值得买入的高增长且便宜公司

◇ 事件：公司调研

◆ 汽车业绩贡献存在超预期可能 日系车减产构成利好

公司参股 25% 的东风悦达起亚 1 季度贡献投资收益 1.9 亿元左右，同比增长 30%，增长的主要原因是汽车销量的增长及车型结构的改善。东风悦达起亚 1 季度销售汽车 9.55 万辆，同比增长 12%，SUV+中高级轿车占比由上年同期的 20.8% 上升至 30.4%。今年 3 月 10 日上市的中高级轿车 K5 当月贡献销量 2549 辆，我们预计 4 月份销量将超过 3000 台，二季度将直接贡献利润。6 月份紧凑型轿车 K2 将上市，三季度开始贡献利润。我们预计东风悦达起亚 2011 年销售汽车可能会超出 43 万台，按照全年产销 43 万台和单车 8000 元净利润计算，东风悦达起亚全年净利润约为 34.4 亿元，为公司贡献 EPS1.58 元。

近期，以丰田为代表的日系轿车企业大幅度减产，丰田中国宣称减产 50-70%。日系轿车占中国轿车总产销的 25% 左右，如果日系减产 50%，国产汽车供给降低 12.5%，日系车型将出现全面涨价，部分客户会转投未受地震影响企业购车。东风悦达起亚为韩系企业，不受日系零部件供应影响，因此将从日系车减产中受益。

◆ 高速公路业务是公司业绩的基石 继续保持稳定增长

公司参股 21% 的京沪高速 1 季度为公司贡献投资收益 7500 万元左右，与上年基本持平，未增长的主要原因是维修费用有所增加，我们预计全年贡献投资收益 3.25 亿元，同比增长 10%。公司持股 70% 的西铜高速 1 季度收费增长百分之十几，我们预计全年西铜高速为公司贡献利润 2.5 亿元，同比增长 12%。两条高速公路 2011 年合计为公司贡献 EPS 约为 1.06 元。

◆ 本部现金或将用于煤炭业务开拓

由于历史上利用银行贷款投资高速公路业务，公司本部存在大量银行贷款，为此公司每年支付 2 个多亿的利息费用，1 季度银行利息费用约为 7000 万元，我们预计全年利息费用 2.8 亿，对公司 EPS 贡献为 -0.51 元。同时公司本部有十几亿元现金，预计未来将继续进行对外投资。公司乌兰渠煤矿 2010 年净利润 4253 万元，为公司贡献 EPS0.08 元。近期，内蒙古出台相关政策，对年产 300 万吨以下的小煤矿进行治理，公司乌兰渠煤矿年产能 60 万吨，在鄂尔多斯市属于较大煤矿，同时鄂尔多斯存在 200 多家小煤矿，公司有望成为当地煤矿整合主体，我们判断公司账上资金可能用于小煤矿资源收购。

◆ 投资建议：建议积极参与

我们看好 K5/K2 两款新车市场表现，短期日系车企减产是利好；借助内蒙煤炭行业整合机会，公司将在煤炭业务上进行拓展；纺织业务经过多年培育，2010 年扭亏，业绩贡献存在较大的向上弹性。同时 2011 年 PE 仅为 9 倍，估值处于低端。

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	2,637	3,251	4,027
营业收入增长率	-24.10%	39.06%	24.00%	23.28%	23.85%
净利润（百万元）	324	717	1,199	1,525	1,859
净利润增长率	415.42%	121.36%	67.19%	27.21%	21.87%
EPS（元）	0.59	1.32	2.20	2.80	3.41
ROE（归属母公司） （摊薄）	21.94%	32.69%	36.51%	32.60%	29.16%
P/E	34	16	9	7	6
P/B	8	5	3	2	2
EV/EBITDA	33	21	18	15	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）

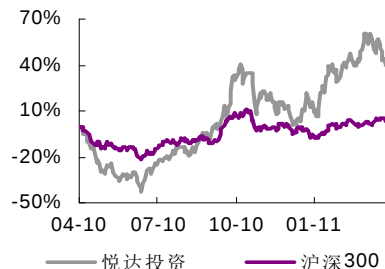
电话：021-22169158

yute@ebsecn.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)	14.53
主要股东	江苏悦达集团有限公司

股价表现(12 个月)

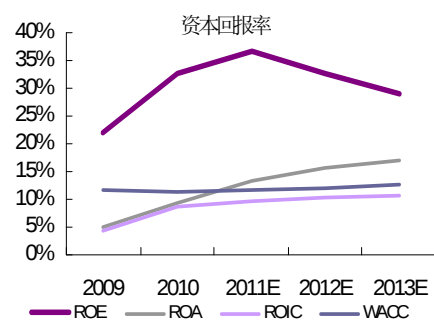
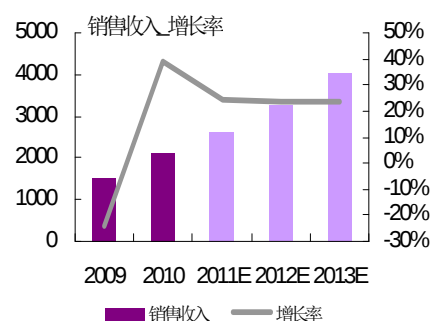
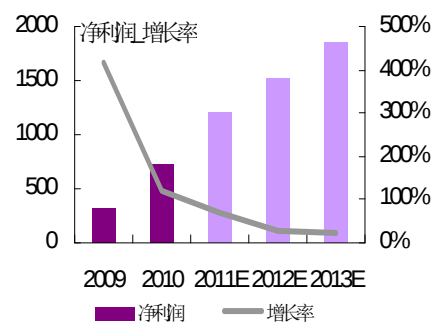
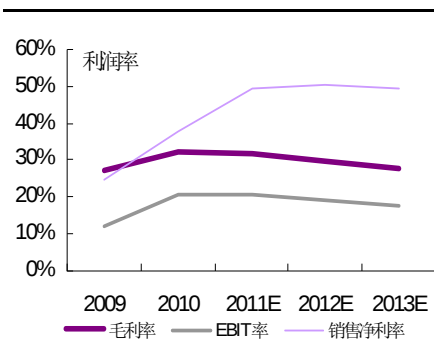


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-11.03	23.87	41.68
绝对收益	-9.54	35.58	45.12

相关报告：

受益于日系车减产 汽车业务将爆发	2011-04-23
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	2,637	3,251	4,027
营业成本	1,112	1,436	1,795	2,285	2,917
折旧和摊销	226	211	208	205	203
营业税费	30	42	52	64	79
销售费用	15	24	26	33	40
管理费用	186	168	193	234	286
财务费用	250	277	266	222	151
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	447	751	1,188	1,453	1,671
营业利润	380	911	1,472	1,853	2,222
利润总额	463	930	1,502	1,888	2,287
少数股东损益	57	89	102	115	132
归属母公司净利润	324.03	717.27	1,199.17	1,525.49	1,859.14

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	7,752	8,670	9,644	10,373	11,755
流动资产	2,230	2,779	3,951	4,875	6,449
货币资金	1,507	1,757	2,374	2,926	4,013
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	49	36	78	96	134
应收票据	49	27	79	98	121
其他应收款	431	387	738	910	1,127
存货	146	387	494	629	805
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	5,672	4,890	4,445
无息负债	1,564	1,449	1,729	2,077	2,569
有息负债	4,159	4,441	3,943	2,813	1,876
股东权益	2,030	2,780	3,973	5,483	7,309
股本	545	545	545	545	545
公积金	491	552	552	552	552
未分配利润	440	1,096	2,186	3,582	5,277
少数股东权益	553	586	689	803	935

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	319	185	311	592	679
净利润	324	717	1,199	1,525	1,859
折旧摊销	226	211	208	205	203
净营运资金增加	272	945	735	576	693
其他	-503	-1,688	-1,831	-1,714	-2,075
投资活动产生现金流	344	263	1,178	1,443	1,661
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	1,168	1,433	1,651
融资活动现金流	-789	-197	-873	-1,482	-1,253
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	386	282	-498	-1,130	-937
无息负债变化	-788	-115	280	348	492
净现金流	-126	250	617	553	1,087

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%	24.00%	23.28%	23.85%
净利润增长率	415.42%	121.36%	67.19%	27.21%	21.87%
EBITDA 增长率	-6.43%	58.51%	17.13%	9.32%	9.30%
EBIT 增长率	-20.21%	139.20%	25.99%	13.37%	12.79%
估值指标					
PE	34	16	9	7	6
PB	8	5	3	2	2
EV/EBITDA	33	21	18	15	13
EV/EBIT	75	32	24	20	16
EV/NOPLAT	91	37	28	23	19
EV/Sales	9	7	5	4	3
EV/IC	4	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	27.27%	32.46%	31.92%	29.73%	27.56%
EBITDA 率	26.68%	30.42%	28.73%	25.48%	22.49%
EBIT 率	11.93%	20.51%	20.84%	19.16%	17.45%
税前净利润率	30.25%	43.74%	56.95%	58.08%	56.80%
税后净利润率 (归属母公司)	21.19%	33.72%	45.47%	46.92%	46.17%
ROA	4.91%	9.29%	13.49%	15.81%	16.94%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.94%	32.69%	36.51%	32.60%	29.16%
经营性 ROIC	4.42%	8.65%	9.71%	10.24%	10.57%
偿债能力					
流动比率	0.57	0.70	1.05	1.63	2.54
速动比率	53.35%	60.07%	91.88%	142.39%	222.53%
归属母公司权益/有息债务	0.36	0.49	0.83	1.66	3.40
有形资产/有息债务	1.48	1.60	2.07	3.18	5.53
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.59	1.32	2.20	2.80	3.41
每股红利	0.00	0.20	0.24	0.30	0.36
每股经营现金流	0.58	0.34	0.57	1.09	1.25
每股自由现金流(FCFF)	0.59	-0.69	-0.07	0.32	0.21
每股净资产	2.71	4.02	6.02	8.58	11.69
每股销售收入	2.80	3.90	4.84	5.96	7.38

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。

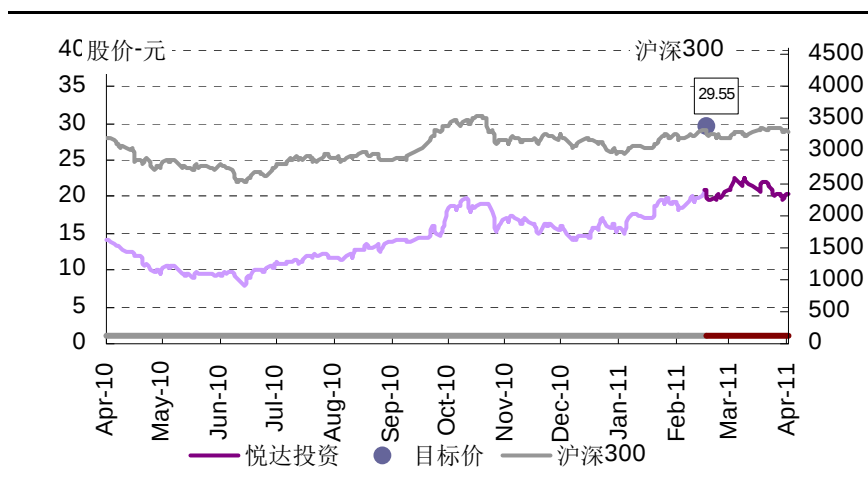
分析师声明

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



资料来源：光大证券研究所

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
2011-04-23	20.39	33.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

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	lix1@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。