

悦达投资 (600805)

SUV行业最佳投资标的

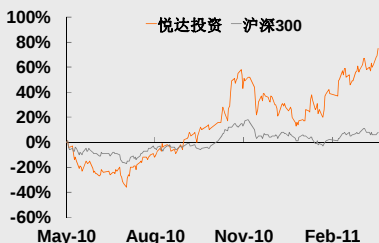
强烈推荐(维持)

现价: 19.15 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	盐城市人民政府国有资产监督管理委员会/23.14%
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)	103.20
流通 A 股市值(亿元)	102.99
每股净资产(元)	4.43
资产负债率(%)	66.6

行情走势图



相关研究报告

- 1、产品结构上移与规模效应双重驱动悦达起亚盈利增长_悦达投资2011年一季报点评 (2011.4.21)
- 2、汽车业务风头正劲、其它业务多有改善_悦达投资2010年年报点评 (2011.3.28)
- 3、2011年汽车业务将轻装上阵_悦达投资2010年业绩预增公告点评 (2011.1.16)
- 4、汽车业务播种过后迎硕果_悦达投资调研跟踪报告 (2010.10.27)

证券分析师

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

投资要点

2011 年汽车市场发展结构化特征明显, SUV 将是增长最快的子行业, 悦达投资为 SUV 最佳投资标的。参股公司东风悦达起亚正处于高成长初期, 产能充足、轻装上阵, 规模效应爆发和产品结构上移双重驱动利润率快速提升。

■ 业务结构: 汽车业务成为公司最主要的利润来源

悦达投资主要业务为汽车制造和高速公路。汽车业务 2008 年起步入高增长通道; 高速公路为公司发展提供稳定的现金流。公司其他业务规模暂较小, 业绩有望逐步改善。2010 年来自东风悦达起亚 (DYK) 的投资收益贡献占悦达投资净利润比例约为 60%, 至此, 汽车业务成为公司最主要的利润来源。

■ 东风悦达起亚处在高成长初期

韩国起亚目前持有东风悦达起亚 50% 股权, 为东风悦达起亚第一大股东。中国市场现已成为起亚最大海外市场, 韩方对东风悦达起亚重视度明显提升, 体现在核心部件支持、新车型引进速度及新车营销等各个方面。

东风悦达起亚 2010 年产销 33 万辆, 终破规模效应门槛。目前产能充足, 随着智跑、K5 上量及 K2 的上市, 东风悦达起亚车型结构丰富同时平均档次上移, 利润率还有进一步提升空间。

我们预计 2011 年东风悦达起亚净利润同比增长 78% 达 30 亿左右, 贡献投资收益 7.7 亿。预计 2011 年、2012 年贡献 EPS1.40 元、1.69 元。

■ SUV 行业独领风骚, 悦达投资为最佳投资标的

得益于汽车消费规模的扩张和个性化需求的增长, 近年 SUV 处于爆发式增长期, 其占狭义乘用车比例也由 2004 年的 6.5% 提高到目前的 13%。SUV 市场层级分明, 日韩系产品凭借类似的文化背景及高性价比, 将在较长时期内保持市场领先优势。东风悦达起亚 SUV 产品占比高, 悦达投资为 SUV 最佳投资标的。

■ 其它业务多有改善

公路收费稳健增长; 鄂尔多斯煤炭整合可能给公司带来机遇; 延伸纺织产业链、拟处置拖拉机老旧资产, 将改善公司资产质量和业绩水平。

■ 我们认为公司年内合理价值为 33 元

我们保守估计悦达投资 2011 年、2012 年每股收益分别为 2.03 元、2.43 元。给予汽车业务 15 倍 PE, 则汽车业务价值 25.4 元, 其它业务价值 7.4 元, 我们认为悦达投资年内合理价值 33 元, 上行空间大, 维持“强烈推荐”投资评级。

■ 风险提示: 1) 纺织持续投入产生亏损; 2) 东风悦达起亚新车上量低于预期。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2015	1529	2127	2162	2348
YoY(%)	11.1	-24.1	39.06	1.66	8.6
净利润(百万元)	62.9	324	7.17	11.08	13.25
YoY(%)	67.6	415.4	121.36	54.41	19.61
毛利率(%)	25	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)	191.5	31.9	14.5	9.4	7.9

目录

一、汽车业务成为最主要利润来源	4
二、汽车业务处于高成长期	4
2.1 韩国起亚简介	5
2.1 悦达起亚进入最佳发展期	7
三、SUV 行业独领风骚，悦达投资为 SUV 最佳投资标的	11
3.1 处于高成长期的细分行业	11
3.2 SUV 市场层级分明，日韩系占据主流	12
四、其它业务多有改善	13
4.1 公路收费稳健增长	13
4.2 鄂尔多斯煤炭整合可能给公司带来机遇	14
4.3 延伸纺织产业链、拟处置拖拉机老旧资产	15
五、盈利预测与投资建议	15

图表目录

图表 1	悦达投资各板块净利润贡献	4
图表 2	悦达投资并表资产实现净利润	4
图表 3	悦达投资投资收益	4
图表 4	起亚全球工厂布局	5
图表 5	起亚目前产销车型	5
图表 6	起亚全球整车销售结构	6
图表 7	起亚集团主要财务指标	6
图表 8	北京现代销量及增幅	7
图表 9	悦达起亚销量及增幅	7
图表 10	东风悦达起亚目前生产车型一览	7
图表 11	起亚在中国目前销售车型	8
图表 12	东风悦达起亚历年各品牌销量	9
图表 13	东风悦达起亚历年单车净利润	9
图表 14	悦达起亚季度汽车销量	10
图表 15	悦达起亚 SUV 产品季度销量	10
图表 16	悦达起亚关键经营指标及预测	11
图表 17	SUV 销量及占狭义乘用车市场比例	11
图表 18	SUV 销量增幅	11
图表 19	SUV 行业发展史	12
图表 20	SUV 各系别占比	12
图表 21	2010 年国产外资中高端 SUV 销量	13
图表 22	悦达投资公路资产简介	13
图表 23	悦达投资各公路资产贡献净利润	14
图表 24	公路资产所贡献权益净利润情况	14
图表 25	悦达投资煤炭业务简况	14
图表 26	悦达投资拖拉机、纺织业务所贡献权益净利润	15
图表 27	悦达投资历年借款情况	16
图表 28	悦达投资盈利预测分拆	16

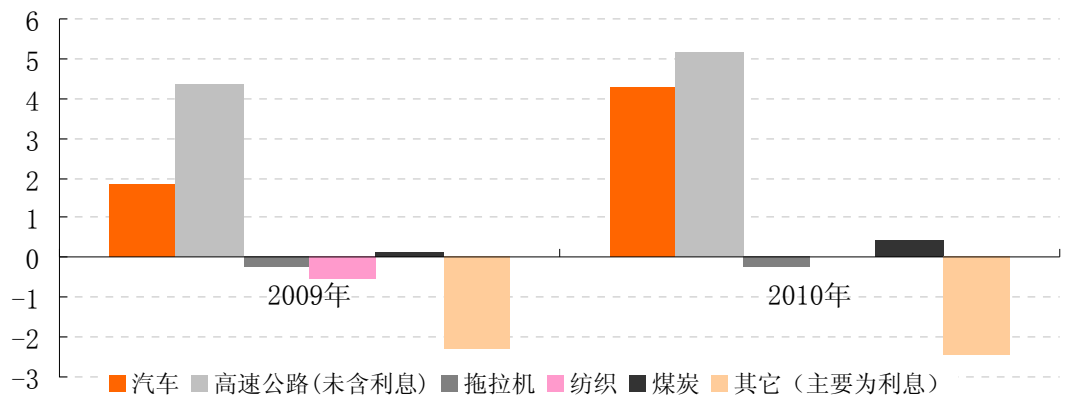
一、汽车业务成为最主要利润来源

悦达投资为综合类投资公司，江苏悦达集团为其控股股东，持股 23.14%。

悦达投资主要业务有：汽车制造、高速公路、煤炭、拖拉机和纺织业。汽车业务 2008 年起步入高速增长通道；高速公路为公司发展提高稳定的现金流；煤炭业务暂较小，业绩稳定；纺织业务 2010 年扭亏为盈；拖拉机暂处于亏损状态，有望逐步减亏。

2010 年东风悦达起亚（DYK）贡献的投资收益占悦达投资净利润比例为 60%左右，至此，汽车业务成为公司最主要的利润来源。

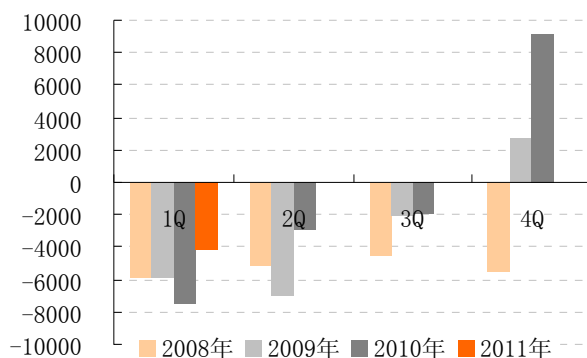
图表 1 悦达投资各板块净利润贡献 单位：亿元



资料来源：公司公告

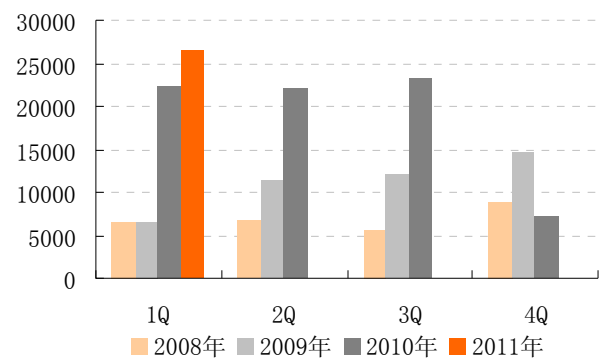
2011 年一季度净利润创历史同期新高：一季度实现净利润 2.23 亿为公司历史同期新高，其中并表资产为纺织（纱线、坯布）及煤炭业务，一季度并表业务减亏 44%；公司亏损业务亏损额降低及悦达起亚贡献投资收益增长导致净利润增长 50.2%。

图表 2 悦达投资并表资产实现净利润 单位：万元



资料来源：公司公告

图表 3 悦达投资投资收益 单位：万元



资料来源：公司公告

二、汽车业务处于高成长期

悦达投资汽车业务在东风悦达起亚汽车有限公司进行，该公司为东风汽车公司（25%）、悦达投资（25%）、韩国起亚自动车株式会社（50%）共同组建的中外合资轿车制造企业。韩国起亚（KIA）目前持有东风悦达起亚 50% 股权，为东风悦达起亚的第一大股东。

2.1 韩国起亚简介

起亚汽车公司是韩国最早的汽车制造商，成立于 1944 年，现隶属于现代集团。起亚汽车自加入现代集团后即从过去成熟稳重的形象逐步向具有年轻活力的方向发展。起亚汽车自进入中国市场以来，积极发展在华业务，除与悦达集团的合资公司外，其进口整车也保持较高增幅。

截至 2010 年底，韩国起亚拥有 42 个国内子公司，在印度、中国、美国、加拿大、墨西哥、欧洲及其它地区拥有 167 家子公司及分支机构。

图表 4 起亚全球工厂布局



资料来源：KIA motos

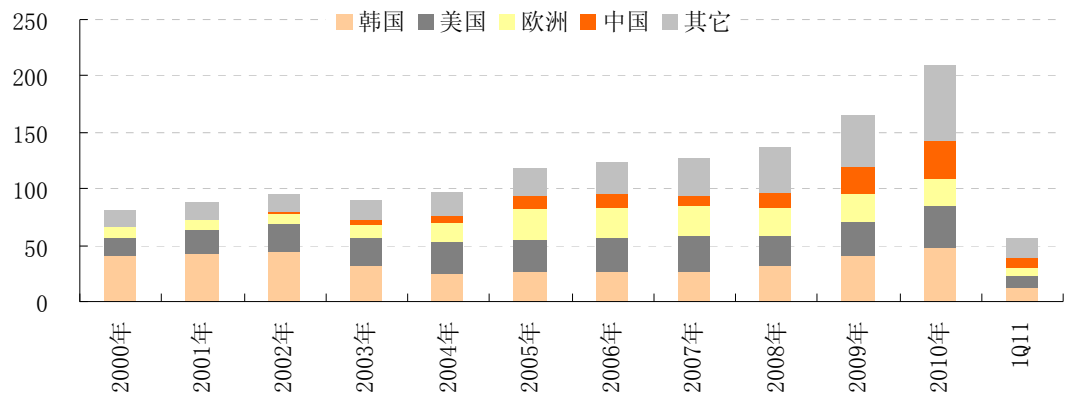
图表 5 起亚目前产销车型

轿车	SUV/MPV	商用车
Picanto	venga	K2700/Strong/3000s/2500TCI
Rio	carens/Rondo	K4000G
SOUL	Carnival/sedona	
Cerato/Forte	Sportage	
Cerato/Forte Koup	Sorento	
Cerato/Forte 5-door	Mohave/Borrego	
cee'd		
cee'd_sw		
porceed'd		
Optima		
cadenza		

资料来源：KIA motos

中国市场成为起亚海外最大市场：2010 年起亚全球销售整车 213 万辆，同比增长 39%，全球市占率约 2.7%。2011 年一季度，东风悦达起亚销量占起亚全球销量近 17%，而 2002 年起亚在中国的销售仅占其全球销量的 2%，中国市场现已成为除韩国本土以外起亚的第一大市场。

图表 6 起亚全球整车销售结构 单位：万辆



资料来源：KIA motos

一季度起亚利润大增：2010 年起亚集团实现收入 42.3 万亿韩元（折合人民币 2569.89 亿元），DYK 占 KIA 收入比例约 11.6%。近三年来起亚集团毛利率维持在 21% 左右，2010 年净利率为 6.2%。2011 年一季度韩国起亚净利润同比增长 91%，主要是受益于多款新车推出，且其主要竞争对手日本车企在地震中受损严重，由于现代、起亚几乎不使用自日本进口的汽车零部件，使得现代、起亚在全球汽车市场份额提升。

图表 7 起亚集团主要财务指标

年份	毛利率	净利率		净资产收益率	收入增幅
		KIA	DYK		
2000 年	22.2%	1.2%		4.8%	
2001 年	23.5%	3.5%		14.7%	15.4%
2002 年	26.5%	5.0%		18.2%	7.0%
2003 年	26.2%	5.0%		17.1%	6.6%
2004 年	22.1%	3.2%		12.1%	17.5%
2005 年	17.8%	2.7%	0.1%	11.5%	15.8%
2006 年	16.7%	-1.5%	0.5%	-6.4%	-3.6%
2007 年	18.8%	-0.7%	-0.8%	-3.5%	2.5%
2008 年	21.0%	-0.4%	1.1%	-1.7%	9.4%
2009 年	21.8%	3.3%	3.5%	14.5%	31.7%
2010 年	21.7%	6.2%	5.8%	27.9%	44.5%

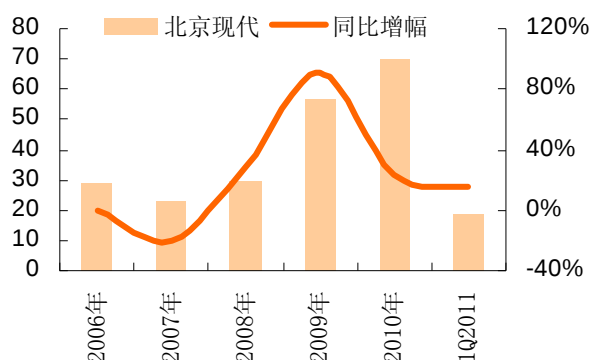
资料来源：KIA MOTORS 年报、悦达投资年报

起亚将加大对中国市场的支持力度：现代起亚集团在我国拥有两家合资公司，分别为北京现代与东风悦达起亚，目前北京现代产能 60 万台，2010 年销量突破 70 万辆，2010 年底北京现代第三工厂奠基，投产后北京现代将达到总计 100 万台产能。

目前东风悦达起亚产销规模约为北京现代的一半，随着东风悦达起亚销量占起亚全球销量的上升，我们乐观预期现代集团将加大对东风悦达起亚的支持。韩国起亚作为东风悦达起亚的大股东，对东风悦达起亚的重视程度应不亚于悦达投资。我们注意到韩方对东风悦达起亚重视度明显提升，体现在核心部件支持、新车型引进速度及新车营销等各个方面。

图表 8 北京现代销量及增幅

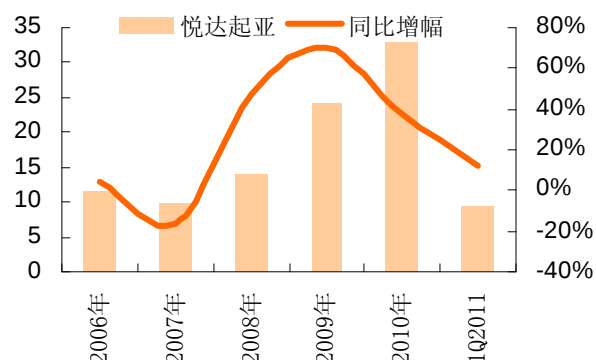
单位：万辆



资料来源：中汽协

图表 9 东风悦达起亚销量及增幅

单位：万辆



资料来源：中汽协

2.1 东风悦达起亚进入最佳发展期

东风悦达起亚目前主要车型为 SOUL、福瑞迪、赛拉图/赛拉图欧风、RIO 锐欧、狮跑、智跑、K5，后续将陆续引进起亚其它车型。

图表 10 东风悦达起亚目前生产车型一览



资料来源：东风悦达起亚

图表 11 起亚在中国目前销售车型

悦达起亚	官方指导价	百公里油耗	排量	车型
福瑞迪	9.88—13.98	5.7—6.2	1.6L、2.0L	紧凑型车
锐欧	6.98—10.48	5.7—5.8	1.4L、1.6L	小型车
赛拉图	8.98—13.38	5.5—6.5	1.6L、1.8L	紧凑型车
赛拉图欧风	8.88—11.38	6.4—6.5	1.6L	紧凑型车
狮跑	15.98—23.88	7.6—9.0	2.0L、2.7L	SUV
远舰	9.98—16.78	6.4—6.9	1.8L、2.0L、2.4L、2.7L	中级车
SOUL	10.38—14.18	5.5—6.5	1.6L、2.0L	小型车
智跑	16.48—24.98		2.0L、2.4L	SUV
K5	15.98—24.98		2.0L、2.4L	中级轿车
K2				
进口起亚	官方指导价	百公里油耗	排量	车型
霸锐	39.8	11.6L	3.8L	SUV
凯尊	22.9—28.8	6.8	2.4L	高级轿车
佳乐	12.46—17.98	6.5—9.0	1.6L、2.0L	MPV
速迈	16.98—20.08	5.7—6.0	1.6L、2.1L	跑车
起亚 VQ	27.5—29.8	9.6	2.7L	MPV
索兰托	22.98—27.28	6.8—12.8	2.2L、2.4L	SUV

资料来源：东风悦达起亚

新车型定位精准，竞争力突出。

✓ 智跑

定位为“都市智先锋”SUV。为起亚全球战略 SUV 车型，与狮跑具棱角感的外形不同，智跑将轿跑风格融入了都市 SUV 车型设计中，与偏越野型的狮跑面向不同的目标客户。

在动力方面，“智跑”将搭载起亚 Thetall 系列的两款汽油发动机，2.0L 最高输出功率可达 163 马力；2.4L 为 174 马力，同时装配了 5 速手动、6 速手自一体变速器。

✓ K5

定位为“精英格调新典范”的中高级轿车，外形时尚前卫，整体风格偏运动。其设计师彼得希瑞尔是屈指可数的欧洲顶级设计师，1994—2002 年为奥迪的首席设计师，后为大众首席设计师，是奥迪 TT、奥迪 A6 等运动感轿车的缔造者。

国产 K5 车长超过 4.8 米，轴距达到 2795mm，搭载 2.0L Thetall 自然吸气汽油发动机，最大输出功率 165PS，峰值扭矩为 202Nm，配置 6 速手自一体的变速箱。

此前起亚品牌在国内的中高级市场一直未能有所建树，这款无论是车身设计还是配置上均体现了起亚尖端科技的轿车有望成为起亚进军中高级轿车市场的成功开局之作。

✓ K2

小型车，上市前代号为 QB，或将于 2011 年 7 月份正式上市，作为起亚的第二款主力国产 A0 级车型，其外观及内饰类似于一副缩小版 K5，风格同样偏运动。

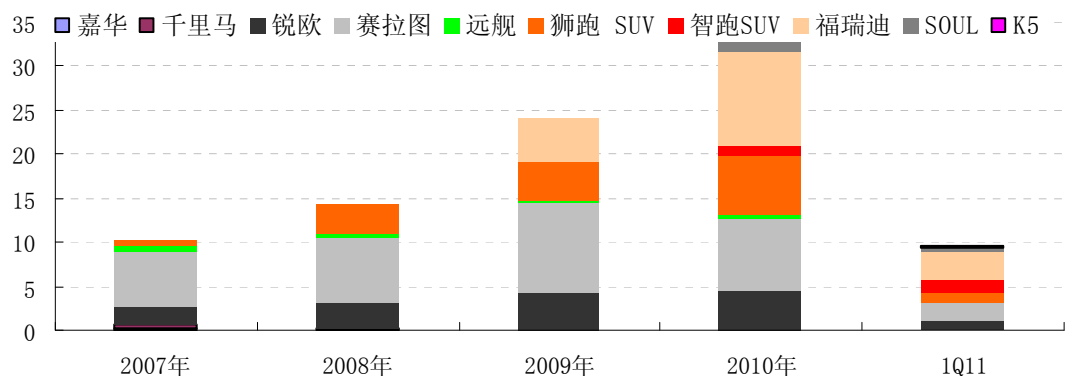
动力方面，K2 可能搭载 1.4L 和 1.6L 排量的发动机，均配置 CVVT 可变气门正时技术，采用全铝发动机。上市后 K2 将与起亚另一款主力小型车锐欧并行销售，2011 年底，东风悦达起亚将带来 K2 的两厢车型，进一步完善产品结构。

三款新车的上市将进一步延伸东风悦达起亚产品线，拓宽市场覆盖面。特别是 K5 作为中高档轿车将明显提升起亚的品牌形象，并进一步提高东风悦达起亚利润率。

■ 规模提升、车型逐渐丰富

自首款轿车千里马 2002 年上市至 2010 年年产销量达 33 万辆，东风悦达起亚终破规模效应门槛，尤其是狮跑、福瑞迪的上量明显提升了公司利润率水平。我们预计 SUV、福瑞迪合计贡献东风悦达起亚净利润比重约 80%，随着智跑、K5 上量及 K2 的上市，东风悦达起亚车型结构丰富同时平均档次上移，利润率还有进一步提升空间。

图表 12 东风悦达起亚历年各品牌销量 单位：万辆

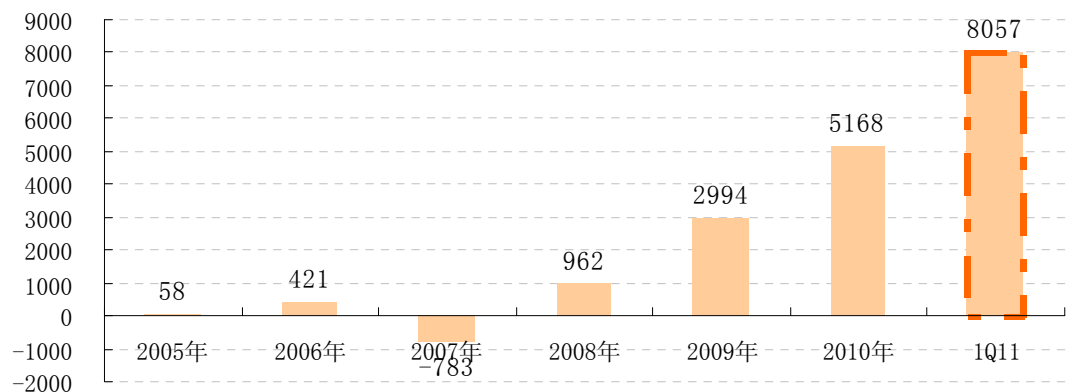


资料来源：中国汽车工业协会

■ 单车净利润逾 8000 元

自东风悦达起亚成立以来，单车均价一直稳中有升，但利润率始终较低，在 2007 年二工厂投产之际还亏损了 7528 万元。2007 年二工厂一期投资结束后（一期投资额大，主要是土地和建筑；二期主要是添置生产设备），一直到 2009 年，公司的净利率还徘徊在 4% 左右，明显低于合资轿车企业的正常净利率水平。我们预计目前公司单车净利润逾 8000 元，较以往有大幅提升。

图表 13 东风悦达起亚历年单车净利润 单位：元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

■ 产能充足、轻装上阵

2007 年 12 月东风悦达起亚第二工厂在江苏盐城正式投产。新工厂总投资 68 亿人民币，设计产能为

30 万辆整车，建筑总面积 30 万平米。新工厂配备了冲压、焊装、涂装、总装和发动机车间等完整的整车生产配套设施。

第二工厂自动化程度较高，生产线均采用柔性生产，可供多种车型共线，二工厂发动机车间自动化程度达到 70%以上，自动化水平国内领先。该车间拥有世界上刀速最快的缸盖加工以及发动机组装两条生产线，缸盖加工的年产能 25 万台，发动机组装的年产能 20 万台。

第二工厂的正式投产将充分发挥规模经济优势，有效降低制造成本，全面提高产品竞争力。未来几年，东风悦达起亚还将逐步引进起亚的最新车型，共同建立产品研发中心，构筑全新发展平台，放大品牌效应。

关于三工厂的投资：悦达起亚目前有产能45万辆，考虑产能弹性预计最多可生产60万辆/年。考虑公司成长速度，三工厂应在1-2年内进行投资。

2010年计提部分车型专用资产减值准备：我们预计东风悦达起亚MPV产品嘉华（Carnival）停产后计提了相关资产如生产线和模具等资产的减值准备，嘉华、远舰产品的不理想拖累了东风悦达起亚整体利润率。2010年处理相关资产后更有利于轻装上阵，多方面改善整体利润率。

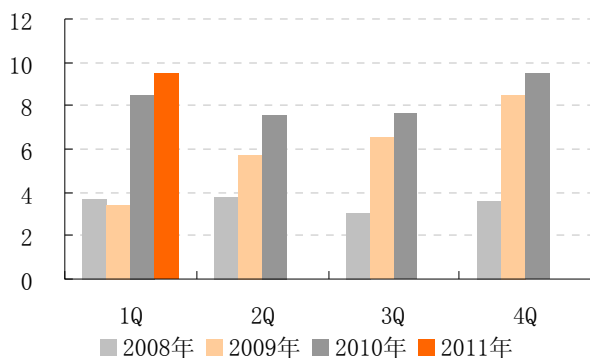
■ 乐观预期 2011 年产销任务

年初公司宣布2011年产销规划为43万辆，我们预计上下半年完成比例分别为：42%、58%，从一季度看完成量比规划量多5000台。从近期韩国汽车企业在全全球的表现看，日本地震利好于韩系车市占率提升。

一季度开局良好：2011 年一季度悦达起亚销售整车 9.54 万辆，同比增 12%，其中智跑销售 1.5 万辆，3 月中旬上市的 K5 销售 2549 辆，势头良好；一季度 SUV 产品销量增长 48.8%。智跑自上市以来供不应求、订单饱满；我们估计智跑每月排产计划为 8000 台，但由于进口核心部件产能瓶颈只能生产 5000 余台。2011 年第二季度核心部件产能不足或可得到解决，届时智跑产销将再上一台阶，进一步夯实悦达起亚在 SUV 行业的市场地位。

图表 14 悦达起亚季度汽车销量

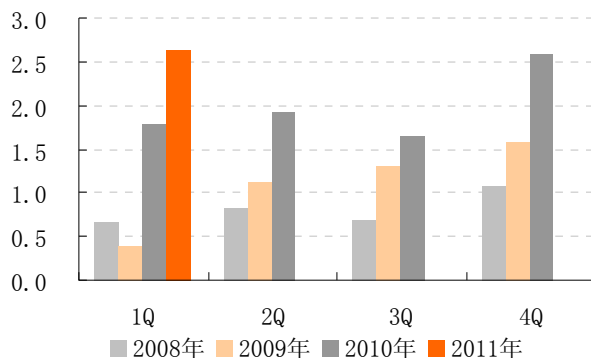
单位：万辆



资料来源：中汽协

图表 15 悦达起亚 SUV 产品季度销量

单位：万辆



资料来源：中汽协

■ 东风悦达起亚盈利预测

我们预计东风悦达起亚 2011 年销量突破 43 万辆，由于智跑、K5 的上市，车型结构上移，单车售价及单车利润将有较大提升。加上 2010 年公司计提了部分车型专用设备及生产线的减值准备，因此我们预计 2011 年悦达起亚净利润同比增长 78%达 30 亿左右，贡献投资收益 7.7 亿。

图表 16 悦达起亚关键经营指标及预测

项目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E
销量 (万辆)	11	12	10	14	24	33	43	50
收入 (亿元)	88	102	90	122	204	297	408	472
净利润(亿元)	0	0	-1	1	7	17	31	37
单车均价(万元)	8.03	8.87	9.41	8.59	8.44	8.92	9.45	9.50
单车净利润(元)	58	421	-783	962	2994	5168	7088	7410
净利率	0.07%	0.47%	-0.83%	1.12%	3.55%	5.80%	7.50%	7.80%
投资收益贡献(亿)	0.02	0.12	-0.19	0.34	1.81	4.30	7.66	9.21
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%	69.1%	69.5%
汽车业务 EPS(元)	0.00	0.02	-0.03	0.06	0.33	0.79	1.40	1.69

资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、SUV 行业独领风骚

SUV 的全称是运动型多用途汽车。该类车型兼具轿车的舒适性和越野车的个性色彩，还有类似 MPV 的车内空间和客货载运能力。因此，SUV 产品通常具备五个主要特征：动力充足，通过性强，舒适性良好，空间宽敞，载客载货均表现优良。

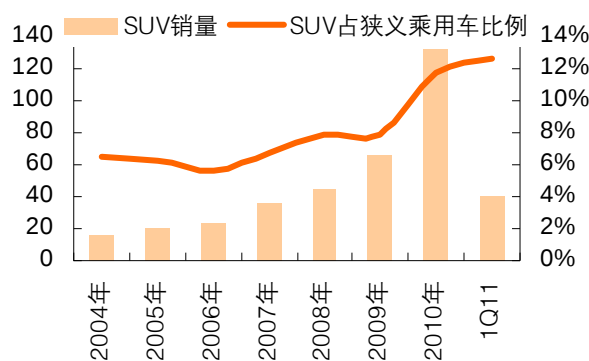
3.1 处于高成长期的细分行业

从 2004 年的 16 万辆到 2010 年的 132 万的年销量，SUV 经历着爆发式增长，其占狭义乘用车比例也由 2004 年的 6.5% 增长到目前的 13%。销售规模的连续快速增长，使它在国产乘用车市场的份额已经接近中型轿车市场，成为了主流类别车型之一。2011 年一季度，SUV 增幅依然高达 47%，2011 年一季度销量相当于 2010 全年销量的 30%。

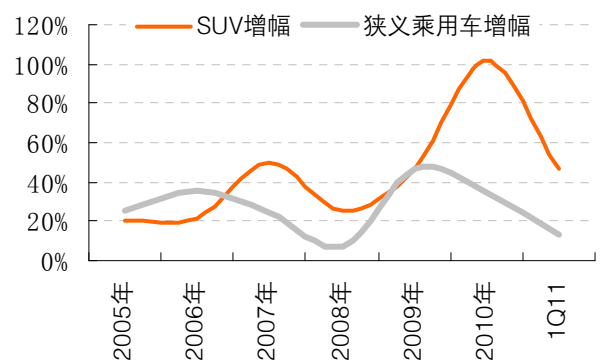
图表 17 SUV 销量及比例

单位：万辆

图表 18 SUV 销量增幅



资料来源：中汽协



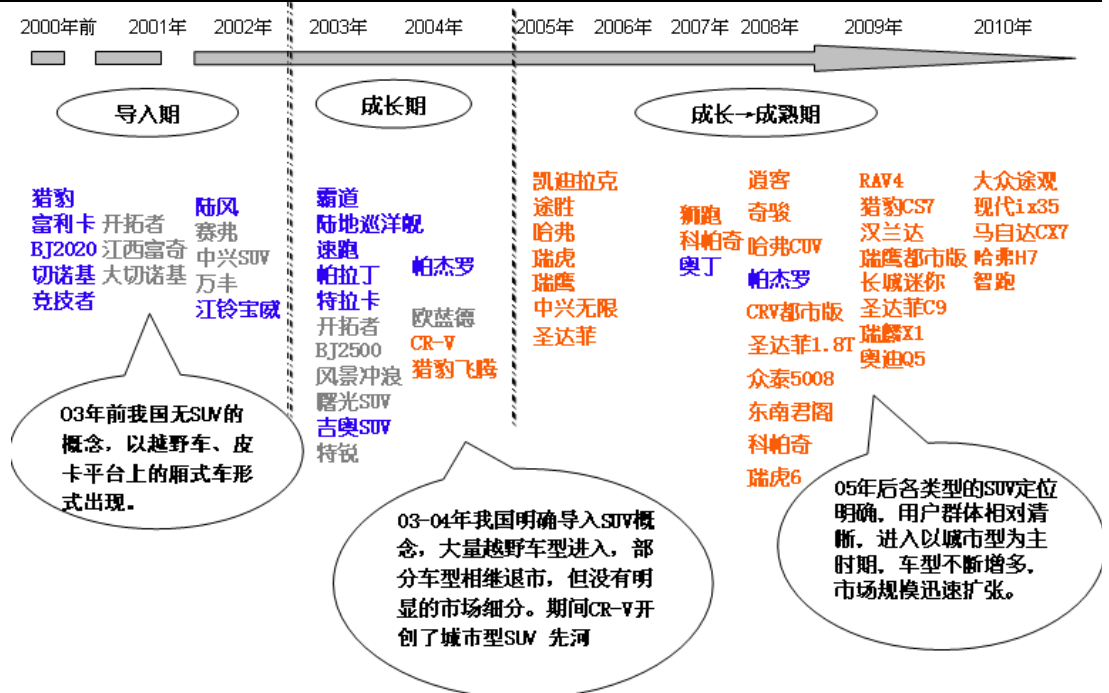
资料来源：中汽协

2004 年以来，SUV 在乘用车中占比大幅提升有其必然性：

- ✓ **需求的多样化：**我国幅员辽阔，人口众多，存在多层次的消费群体，东、中、西部区域经济发展的差异化，带来需求的多样化。
- ✓ **SUV 产品自身的改进及潮流的演变。**通过技术提升和车型设计等手段降低油耗水平，如今的 SUV 已经一改传统“油老虎”的形象，吸收了轿车的舒适性及 MPV 的大空间等优点，令 SUV 车型焕发了新的生机，也带来了更丰富的消费群体。
- ✓ **汽车产业发展中产品结构调整的必经阶段。**在发达国家，SUV 都经历了高成长阶段，即使在油

价不断攀升的今天，这些国家 SUV 销量在汽车总销量中的占比既然超过 30%，对比我国现状，SUV 市场还有很大的发展空间。

图表 19 SUV 行业发展史



资料来源：平安证券综合研究所

附：橙色字体为城市型 SUV、蓝色字体为越野车、灰色字体为已退市车型

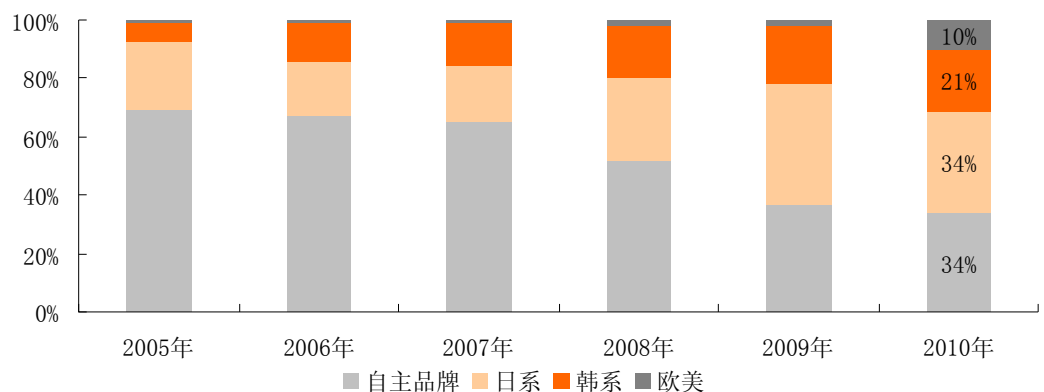
3.2 SUV 市场层级分明，日韩系占据主流

在快速发展过程中，SUV 市场也正经历着层级分明的变局，满足着市场多样化的消费需求。

目前国内 SUV 市场已逐步形成了三足鼎立的局面，在高端市场以进口豪华 SUV 为代表，如宝马 X5、奥迪 Q7、保时捷卡宴等；在中高档 SUV 市场则日、韩、德系为代表，如日系的 CR-V、RAV4、汉兰达、奇骏、逍客等车型，韩系的途胜、IX35、狮跑，德系的途观，这些车型大都在全球市场均有良好的表现，投放我国后其表现优秀；在中低档和小型 SUV 市场，基本以自主品牌为主。

目前我国城市型 SUV 占总量比重约 90%，前十大 SUV 车型占行业销量一半，并形成了国别以日韩系为主、价格在 15—25 万元、排量在 1.8—2.5L、长度在 3.6—4.7 米的主流消费区间。预计这种层级分明的格局在相当长时期内将保持不变。

图表 20 SUV 各系别占比



资料来源：乘联会

图表 21 2010 年国产外资中高端 SUV 销量 单位：辆

销量排名	车型	2010 年	2009 年	同比
1	CRV	140000	105165	33.1%
2	RAV4	98057	68212	43.8%
3	途观	70455	0	
4	狮跑	67740	43828	54.6%
5	汉兰达	64310	27989	129.8%
6	IX35	63278	0	
7	逍客	62075	33877	83.2%
8	途胜	56527	49345	14.6%
9	奇骏	32011	24058	33.1%
10	智跑	11713	0	
	总计	666166	352474	89.0%

资料来源：乘联会

日韩系占据我国主流 SUV 消费市场，我们认为有几点原因：

- ✓ 文化背景的相似性，使得其 SUV 车型的外形、尺寸、排量契合了国人的消费习惯。
- ✓ 价格适中，性价比良好。日韩系 SUV 最可能成为首次购买了 B 级轿车的人的换车首选。

基于 SUV 市场的成长空间和韩系产品良好的性价比优势，我们判断东风悦达起亚的 SUV 产品将呈现快速增长态势并为悦达投资带来丰厚回报。东风悦达起亚 SUV 产品占比高，悦达投资为 SUV 最佳投资标的。

四、其它业务多有改善

4.1 公路收费稳健增长

高速收费为公司提供稳定现金流。公司目前拥有京沪高速沂淮江段、陕西西铜高速、徐州三环三条路收费权益。2010 年京沪高速占公司高速公路板块净利润的 57%。

图表 22 悦达投资公路资产简介

收费公路	权益	初始投资（亿元）	经营期限（年）
京沪高速沂淮江段	21%	12.6	2000—2030
陕西西铜	70%	8	2001—2021
徐州三环	80%	5.2	1999—2020

资料来源：公司公告

✓ 京沪高速沂淮江路段业绩稳定增长

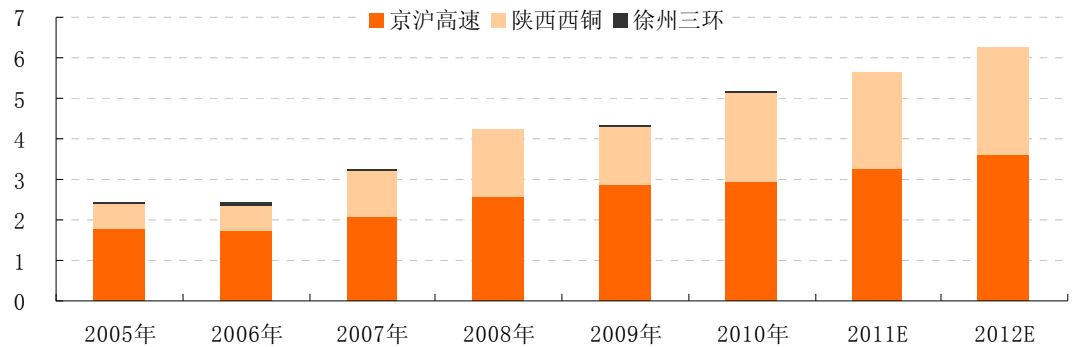
京沪高速是苏北经济发展的轴心，沂淮江路段自通车运营以来车流量增速稳健，加上近年小车的收费标准提高，该路段年利润增幅均值在 15%—20%之间，贡献的投资收益占悦达投资高速公路板块净利润的一半以上。

✓ 西铜高速

陕西省投入逾40亿新建并行高速公路，建成后存在分流西铜高速可能，但我们预计对西铜高速收入影响有限，主要原因有：1）之前西铜高速堵车很严重，堵车严重时不收费放行时有发生；2）我们预计未来陕西省政府可能与西铜高速分上行、下行运行，且预计西铜高速收费比陕西省政府所建高

速公路低，对货车更有吸引力。

图表 23 悦达投资各公路资产贡献净利润 单位：亿元



资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

图表 24 公路资产所贡献权益净利润情况 单位：万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E
京沪高速	17246	20699	25642	28876	29546	32500	36075
陕西西铜	6443	11375	16491	14280	21773	23950	26345
徐州三环	598	707	175	405	265	260	260
总计	24288	32780	42308	43561	51584	56711	62681
EPS (元)	0.45	0.6	0.78	0.8	0.95	1.04	1.15
占公司净利润比例	471%	874%	673%	134%	71.9%	51.2%	47.3%

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

附注：未含利息。

4.2 鄂尔多斯煤炭整合可能给公司带来机遇

2008 年公司与集团签署股权转让协议，以 5.84 亿购买集团的准格尔乌兰渠煤矿 100% 股权。该煤矿开采有效期为 2008 年 4 月—2030 年 4 月，年产能 60 万吨。

2011 年 3 月，内蒙古自治区人民政府印发了自治区煤炭企业兼并重组工作方案的通知，通知鼓励煤炭企业兼并重组做大做强，并指出十二五末生产规模在 120 万吨以下的煤炭生产企业全部退出市场。保留下来的，如露天矿单矿规模需在 300 万吨及以上，以减少当地数量众多而分散的小煤矿。鄂尔多斯当地有数百个民营小矿，但像乌兰渠这样条件的矿并不多（国资背景、而且在上市公司里面、各方面机制完善），因此，我们预计当地煤炭资源整合或给悦达投资带来收购机遇。

图表 25 悦达投资煤炭业务简况

指标	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（元/吨）	157.7	167.8	197.5
吨净利（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

4.3 延伸纺织产业链、拟处置拖拉机老旧资产

拖拉机老旧资产造成亏损，未来有望处置：公司有全资子公司江苏悦达盐城拖拉机制造有限公司，下有持股49%的合资公司马恒达悦达(盐城)拖拉机有限公司拖拉机公司。

盐城拖拉机公司2010年亏损2749万，由于盐城拖拉机公司为历史包袱较重的老国企，与马恒达成立合资公司后，原有老旧资产、业务可能未进入合资公司而留在拖拉机母公司造成亏损，我们判断公司未来可能处理盐城拖拉机老旧资产、有望逐步减亏。

2008年8月悦达集团与印度马恒达成立合资公司，2009年2月马恒达悦达(盐城)拖拉机有限公司正式运营。合资后拖拉机产品结构有所改善，大中马力拖拉机比例提高，利润率也有所改善，未来有望通过利用马恒达国际市场网络在外贸出口上有新突破。

图表 26 悦达投资拖拉机、纺织业务所贡献权益净利润		单位：万元				
拖拉机业务	股比	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
江苏悦达盐城拖拉机制造公司	100%	139	6	-5543	-2314	-2749
马恒达悦达(盐城)拖拉机公司	49%				0	152
纺织业务		2006年	2007年	2008年	2009年	2010年
江苏悦达纺织集团	100%	-515.9	154.6	-9001	-5125	260
拖纺合计						
拖纺合计贡献 EPS (元)		-0.01	0.00	-0.27	-0.14	-0.04

资料来源：公司公告

完善纺织业务产业链、打造差异化产品：公司于2003年进入纺纱业务，2009年延伸至坯布，产品定位高端，下游多为家纺产品。纺织业务初期投资较大、前几年该业务一直在亏损。2010年纺织集团销售纱2.4吨，家纺坯布1146万米，其中纺纱业务盈利超预期，但坯布仍有较大亏损，纺织业务取得260万净利润，较前两年已大幅减亏。2010年报显示：公司计划2011年销售纱2.1万吨，坯布1351万米。

公司将逐步完善纺织业务产业链、强化差异化品牌、在研发上加大投入，我们预计公司首先将拓展印染业务，因此纺织业务取得微利的同时还将有持续的投入。

五、盈利预测与投资建议

我们没有改变对公司财务费用率的预计。东风悦达起亚2010年开始分红，是否用于偿债尚不确定。

2011年一季度悦达投资合并报表短期债务24.43万元、长期债务19.02亿元，资产负债率66.57%。我们预计2011年将收到悦达起亚的分红逾6亿元，但是否会偿还部分债务取决于公司未来是否有新的投资项目，我们判断，如果未来公司煤矿收购、悦达起亚三工厂都可能要有不小投资。

同时我们注意到公司自2000年至今未曾向资本市场融资（1993年IPO、1994年、1996年、1997年配股、2000年原有A股增发A股），主要是2000年前后公司完成了产业结构调整，当时悦达起亚汽车业务刚刚起步、处境较艰难，2000年以前通过资本市场完成产业调整后，各业务步入了稳定期。

图表 27 悦达投资历年借款情况 单位: 亿元

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	1Q11
资产负债率	71.3%	78.3%	73.8%	67.9%	66.6%
短期借款	13.6	14.7	19.0	22.5	24.4
长期借款	21.7	20.8	17.8	18.8	19.0
财务费用	2.7	3.4	2.5	2.8	1.0

资料来源: 公司公告

作为综合类投资公司, 公司汽车业务、公路收费、煤炭多元发展, 近年主业进一步清晰, 尤其是汽车制造业务进入规模效应期, 业绩快速增长。综合对悦达投资各板块业务的判断, 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。

图表 28 悦达投资盈利预测分拆 单位: 万元

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	-24815	-24823
折合每股 EPS	-0.42	-0.45	-0.45	-0.45
合计	32403	71727	110755	132472
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

✓ 估值

汽车业务价值 25.4 元: 公司汽车制造业务涵盖车型丰富, 跨越轿车、MPV、SUV 三个子行业, 其中 MPV、SUV 行业为未来几年高增长的乘用车子行业; 东风悦达起亚于 2010 年跨入规模效应发挥期, 利润将保持较高增幅, 对应我们对汽车业务 2012 年的盈利预测, 给予汽车业务 2011 年 15 倍 PE, 对应价值为 $1.69 \times 15 = 25.4$ 元。

谨慎预计其它业务价值 7.4 元: 板块运行较为稳定, 盈亏相抵后 2012 年每股收益为 0.74 元, 给予其 10 倍市盈率, 对应价值为 $0.74 \times 10 = 7.4$ 元。

年内合理价值 33 元: 综合各板块估值, 我们认为悦达投资 2011 年内合理价值应为 33 元, 基于目前股价上行空间大, 维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示: 1) 纺织持续投入产生亏损; 2) 东风悦达起亚新车上量低于预期。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	
流动资产	2230	2779	4455	6075	
现金	1507	1757	3476	4994	
应收账款	49	36	56	55	
其他应收款	431	387	451	495	
预付账款	48	76	64	74	
存货	146	387	313	348	
其他流动资产	50	136	95	108	
非流动资产	5522	5891	5486	5254	
长期投资	2608	3010	2876	2920	
固定资产	1189	1295	1222	1145	
无形资产	1496	1394	1172	955	
其他非流动资产	228	192	216	234	
资产总计	7752	8670	9941	11329	
流动负债	3908	3981	4093	4163	
短期借款	1896	2248	2131	2170	
应付账款	234	192	232	239	
其他流动负债	1778	1542	1731	1754	
非流动负债	1815	1909	1876	1886	
长期借款	1776	1876	1842	1852	
其他非流动负债	39	32	35	34	
负债合计	5723	5890	5970	6049	
少数股东权益	553	586	670	739	
股本	545	545	545	545	
资本公积	275	275	275	275	
留存收益	656	1373	2481	3720	
归属母公司股东权	1477	2194	3302	4540	
负债和股东权益	7752	8670	9941	11329	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	
经营活动现金流	319	185	672	459	
净利润	381	806	1191	1394	
折旧摊销	226	211	223	221	
财务费用	250	277	247	248	
投资损失	-447	-751	-1141	-1339	
营运资金变动	-78	-398	142	-74	
其他经营现金流	-13	41	10	8	
投资活动现金流	344	263	1389	1362	
资本支出	180	161	0	0	
长期投资	-86	187	-115	45	
其他投资现金流	438	611	1274	1407	
筹资活动现金流	-789	-197	-342	-303	
短期借款	424	352	-117	39	
长期借款	-304	100	-35	10	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-908	-649	-191	-352	
现金净增加额	-126	250	1719	1518	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	
营业收入	1529	2127	2162	2348	
营业成本	1112	1436	1460	1591	
营业税金及附加	30	42	40	43	
营业费用	15	24	24	26	
管理费用	186	168	173	188	
财务费用	250	277	247	248	
资产减值损失	4	20	4	2	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	447	751	1141	1339	
营业利润	380	911	1354	1590	
营业外收入	85	24	23	24	
营业外支出	2	5	2	2	
利润总额	463	930	1375	1612	
所得税	82	124	184	218	
净利润	381	806	1191	1394	
少数股东损益	57	89	83	70	
归属母公司净利润	324	717	1108	1325	
EBITDA	855	1398	1825	2058	
EPS (元)	0.59	1.32	2.03	2.43	

主要财务比率

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	
成长能力					
营业收入	-24.1%	39.1%	1.7%	8.6%	
营业利润	125.7%	140.0%	48.7%	17.4%	
归属于母公司净利润	415.4%	121.4%	54.4%	19.6%	
获利能力					
毛利率(%)	27.3%	32.5%	32.5%	32.2%	
净利率(%)	21.2%	33.7%	51.2%	56.4%	
ROE(%)	21.9%	32.7%	33.5%	29.2%	
ROIC(%)	24.3%	40.7%	66.5%	84.7%	
偿债能力					
资产负债率(%)	73.8%	67.9%	60.1%	53.4%	
净负债比率(%)	72.67%	75.40%	72.80%	72.34%	
流动比率	0.57	0.70	1.09	1.46	
速动比率	0.53	0.60	1.01	1.37	
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.26	0.23	0.22	
应收账款周转率	14	32	28	26	
应付账款周转率	3.58	6.75	6.89	6.75	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.00	0.00	0.01	0.01	
每股经营现金流(最新摊薄)	2.80	3.90	3.96	4.30	
每股净资产(最新摊薄)	0.59	1.32	2.03	2.43	
估值比率					
P/B	2.82	2.12	1.50	1.15	
P/E	33.09	14.95	9.68	8.09	
EV/EBITDA	34	58	16	23	

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）

风险提示：

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 2010 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