

大陆与香港 — 消息快报

悦达投资调研纪要

王玉笙

悦达投资(600805.SS/人民币 15.42, 未有评级)是投资类企业, 盈利的主要来源为东风悦达起亚汽车 25%的股权和江苏京沪高速公路 21%的股权带来的投资收益。本部合并报表层面有一定亏损, 其中盈利的资产主要有陕西西铜高速公路以及煤炭业务。全资持有的江苏悦达纺织和悦达盐城拖拉机陷入经常性亏损。此外, 由于公司本部借款数额较大, 财务费用位于高位, 负面影响盈利。

控股子公司情况

我们认为下列子公司贡献的净利润与获得的投资收益合计, 减去悦达本部的财务费用等, 将大致得到公司整体的净利润情况。从各个子公司历年的盈利情况来看, 我们认为西铜高速、煤矿等将能持续为公司贡献盈利。悦达纺织 2010 年由于棉花存货增值因素得以扭亏, 但估计难以持续盈利。盐城拖拉机主要是本部资产亏损较多, 旗下的中印合资企业仅小幅亏损。

图表 1. 主要控股子公司历年盈利情况

名称	持股比例(%)	归属母公司净利润(百万元)		
	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年
陕西西铜高速公路	70	165	143	218
徐州通达(广通、运通)公路	55	2	4	3
江苏悦达纺织集团	100	(90)	(51)	3
江苏悦达盐城拖拉机制造	100	(55)	(21)	(25)
准格尔旗乌兰渠煤炭	100	14	10	43

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

我们预计 2011 年, 西铜 10 月以后将受周边平行公路线路的开通影响, 目前预计全年业务量实现小幅增长; 预计纺织和拖拉机业务将各亏损 2,000 万元以上; 预计煤炭业务盈利平稳上升。由于悦达控股本部长、短期的借款余额较大, 故预计 2011 年财务费用将继续高企。我们目前预计公司合并报表层面(剔除投资收益贡献)亏损合计折合每股收益 0.13 元。

投资收益分析

投资收益方面，汽车业务贡献的盈利日趋显著，保守预计 2011 年东风悦达起亚销售收入 385 亿元，贡献投资收益 8.2 亿元。预计京沪高速业务仍将实现正增长，贡献投资收益 3 亿元左右。合计贡献投资收益折合每股收益 1.59 元。

图表 2. 投资收益项目拆分

(人民币, 百万)	2008	2009	2010	2011E
东风悦达起亚汽车公司	34	180	430	820
江苏京沪高速公路有限公司	239	271	278	300
盐城国际妇女时装有限公司	7	5	38	0
江苏艾文德悦达汽车内饰有限责任公司	(4)	(1)	(4)	(2)
马恒达悦达(盐城)拖拉机有限公司		(10)	2	0
其他	1	2	8	6
合计	276	447	751	1,124

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 3. 悦达起亚盈利预测

(人民币, 百万)	2008	2009	2010	2011E
收入	13,661	20,382	29,696	38,516
收入增长率(%)		49.2	45.7	29.7
净利润	137	723	1721	3280
净利润率(%)	1.00	3.55	5.80	8.5
投资收益	34	180	430	820
比例(%)	25	25	25	25
投资收益增长率(%)		427	139	91

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 4. 悦达起亚各车型销量及预测

(台)	2008	2009	2010	2011E
RIO 锐欧	29,898	41,061	44,022	33,000
K2				45,000
赛拉图	74,352	103,006	82,747	66,198
福瑞迪	-	48,298	105,751	137,476
远舰	4,103	2,573	3,336	3,336
K5				33,681
狮跑(SUV)	32,500	43,888	67,740	44,031
智跑(SUV)	-	-	11,713	60,589
嘉华(MPV)	1,155	858	455	0
SOUL	-	1,702	17,264	9,454
合计	142,008	241,386	333,028	432,765

资料来源：中银国际研究

估值

我们预计公司 2011 年每股收益 1.46 元，预计上半年汽车业务将能贡献 0.65 元左右每股收益，预计上半年整体每股收益有望达到 0.72 元以上。目前公司估值与汽车行业类似处于低位。我们认为由于公司汽车业务今明两年处于高增长期，公司的估值水平应高于行业平均，有望恢复至 12-13 倍市盈率。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371