

买入 维持
悦达投资 (600805)

2011 年 8 月 1 日

股票价格

20110729 收盘价	14.21 元
6 个月内目标价	23.85 元
52 周内股价波动	10.72-23.16 元

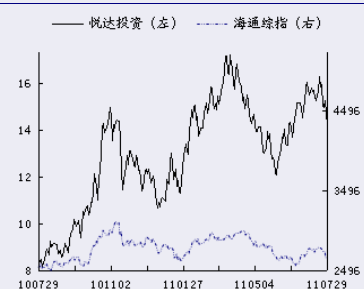
主要估值指标

	2011E	2012E	2013E
市盈率	8.36	6.97	6.07
市净率	2.45	1.78	1.46
PEG	0.48	0.40	0.35

股本结构

总股本 (万股)	70908
流通 A 股 (万股)	70767

市场表现



相关研究

1 季度业绩符合预期, K5 已获市场认可 (增持, 维持) 2011.4.21

纺织业务扭亏, 新车型助推市场份额逐步提升 (增持, 维持) 2011.3.29

2010 年业绩符合预期, 新远舰有望助推汽车业务更大发展 (增持, 维持) 2011.1.27

悦达投资调研报告: 新款车型刺激汽车销售持续向好 2010.11.15

汽车行业助理分析师:

冯梓钦

SAC 执业证书编号:

S0850511040003

电话: 021-23219402

Email: fengzq@htsec.com

汽车行业高级分析师:

赵晨曦

SAC 执业证书编号:

S0850208120586

电话: 021-23219473

Email: zhaocx@htsec.com

起亚品牌形象提升 分享中级车市场

2011 年汽车销量增速趋缓, 但 SUV 子行业仍然保持 25% 以上的增长速度。东风悦达起亚的 SUV 销量占比接近 30%, 将充分受益。同时在国际市场深受欢迎的 B 级车 K5 已于近期上市, 为起亚在中级车市场争抢一席之地, 对品牌形象和利润均有提升。目前的估值水平下公司是乘用车行业较好的投资品种。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	212687	242481	268346	293060
毛利率 (%)	32.46	31.61	31.16	31.32
净利润 (万元)	71727	120663	144420	166111
每股收益 (元)	1.01	1.70	2.04	2.34

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

- **现代起亚全球地位提升, 研发实力进一步增强。**现代起亚 2010 年全球销量增长 24%, 达到 574 万辆, 排名世界第四, 在大型车企中增速最快。2011 年 3 月和 4 月现代起亚均以 55 万辆的销量领先丰田, 全年有望赶超丰田, 跻身全球车企前三甲, 现代起亚品牌的全球地位和形象均得到提升。从现代起亚注重研发的传统来看, 销量快速增加将进一步提高其研发投入, 有望加快起亚车型更新速度。
- **新车型助推东风悦达起亚份额持续扩大。**东风悦达起亚是由起亚持股 50% 的合资整车生产企业, 韩方在研发、管理方面均处于主导地位。在福瑞迪、狮跑、智跑等车型带动下, 东风悦达起亚的国内狭义乘用车市场份额从 2009 年的 2.88%, 提升至 2010 年的 2.96%, 销量增长 35%, 2011 年 1-6 月, 东风悦达起亚的市场份额提升至 3.19%。预计随着 K5、K2 等新车型陆续上量, 市场占有率还将继续提升。
- **继 SUV 之后的中级车市场, 又一块美味的蛋糕。**全球顶级设计师 Peter Schreyer 将简约时尚的欧系风格设计导入新车型, 使得起亚一改以往韩系车高性价比的传统形象。2011 年新上市的 K5 获得全球多项设计大奖, 凭借动感前卫的外型在利润和销量同样诱人的中级车市场获得了一席之地。预计 K5 全年销量接近 4 万辆, 使中级车市场成为公司继 SUV 大牛市之后又一块美味蛋糕。
- **各项业务有所改善。**公司的公路收费业务平稳增长; 纺织业务 2010 年受益棉花库存, 实现扭亏, 今年预计小幅亏损; 拖拉机业务本部已经停止生产, 等待资产处置, 合资公司马恒达积极开拓大型拖拉机市场, 预计盈亏平衡; 内蒙煤炭资源整合有望带来收购机会。
- **估值与投资建议。**公司汽车业务快速发展, 其他各项业务平稳增长, 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.70 元、2.04 元和 2.34 元, 未来两年复合增长率为 17.33%, 考虑汽车业务成长性较高, 我们给予公司汽车板块 2011 年 13-15 倍 PE, 给予其他业务 2011 年 8-10 倍 PE, 认为公司合理估值区间为 20.45-23.85 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示。**1) 汽车行业竞争激烈导致的降价风险; 2) 加息造成财务费用增加; 3) 新车型销量不达预期。

目 录

投资要点.....	4
1. 悦达投资：汽车+公路，周期和防御的完美结合.....	5
1.1 大股东实力雄厚.....	5
1.2 汽车业务：十年磨一剑，终成大器.....	5
1.3 公路业务：稳定的现金流来源.....	6
1.4 其它业务：目前体量较小，处于稳定期.....	6
2. 背靠起亚，汽车业务快速发展.....	7
2.1 起亚研发实力强劲 全球顶级设计师塑造崭新品牌形象.....	7
2.2 起亚全球地位提升.....	8
2.3 产能充裕 新老车型并存.....	9
2.4 新车型将推动汽车销量更上台阶.....	9
2.4.1 K2 争夺 A0 级市场（2011 年 7 月上市）.....	9
2.4.2 K5 争夺 B 级市场（2011 年 3 月上市）.....	10
2.4.3 智跑充分受益 SUV 需求增长（2010 年 10 月上市）.....	11
2.4.4 福瑞迪月销量过万（2009 年 2 季度上市）.....	12
2.5 新车型和网络建设双管齐下.....	12
2.6 汽车业务盈利预测：规模效应快速提升利润率.....	13
3. 各项业务处于稳定期.....	13
3.1 公路收费提供稳定现金流.....	13
3.2 煤炭业务规模较小，内蒙限小带来整合机遇.....	14
3.3 纺织业务积极拓展市场.....	14
3.4 拖拉机业务存在改善空间.....	14
4. 公司看点：车型向两端延伸.....	14
4.1 汽车业务的成长空间：B 级车和 A0 级车市场.....	14
4.2 规模效应不断提升净利润率.....	15
4.3 2010 年四季度费用处理充分.....	15
5. 盈利预测和估值.....	16
6. 风险提示.....	16

图目录

图 1 悦达投资股权和业务结构	5
图 2 东风悦达起亚汽车销量及增速	6
图 3 东风悦达起亚净利润及增速	6
图 4 公路收费权益净利润构成（万元）	6
图 5 2010 年各项业务权益收入分布	7
图 6 2010 年各项业务权益净利润（万元）	7
图 7 起亚全球组织分布	7
图 8 东风悦达起亚各车型销量（万辆）	9
图 9 东风悦达起亚 锐欧（A0 级）	10
图 10 东风悦达起亚 K2（A0 级）——新锐欧	10
图 11 东风悦达起亚 远舰（B 级）	11
图 12 东风悦达起亚 K5（B 级）——新远舰	11
图 13 东风悦达起亚 狮跑（SUV）	12
图 14 东风悦达起亚 智跑（SUV）——新狮跑	12
图 15 东风悦达起亚 赛拉图（A 级）	12
图 16 东风悦达起亚 福瑞迪（A 级）——新赛拉图	12
图 17 东风悦达起亚的销售净利润率水平及预测（%）	15
图 18 悦达投资季度投资收益情况（万元）	15

表目录

表 1 起亚全球主要车型销量和定价情况.....	8
表 2 公司现有产能一览.....	9
表 3 智跑和同级别SUV参数比较.....	11
表 4 公司各车型销量及预测（辆）.....	13
表 5 悦达投资分业务盈利预测.....	16
表 6 2011-2013 年公司利润表预测（万元）.....	17

投资要点

公司是综合类的投资型企业，汽车业务正处于盈利快速提升阶段，是公司业绩的主要增长点。公司的亮点在于新车型推动 B 级车市场和 A0 级车市场的份额不断提升，以及规模效应持续提升汽车业务的净利润率。东风悦达起亚 2010 年四季度资产减值计提较为充分，为 2011 年业绩的高增长埋下伏笔。

估值分析

公司的汽车业务拥有较高的业绩弹性，在新车型陆续推出后有望提高市场份额，并有助于产品结构向中高端移动。现金流收入主要来源于公路收费业务，预计未来公路收费业务持续平稳增长。综合公司各项业务，预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.70 元、2.04 元、2.34 元，按照 7 月 29 日收盘价计算 2011-2013 年动态市盈率为 8.36 倍、6.97 倍和 6.07 倍，维持对公司的“买入”评级。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 悦达投资是一家综合类投资控股公司，业务主要涉及：汽车、公路、煤炭采掘、纺织和拖拉机。2010年以来汽车业务发展迅速，成为公司最主要的利润来源。公路收费业务为公司提供稳定的现金流收入。
- 汽车业务是未来主要增长点：汽车业务源于公司持有25%股权的东风悦达起亚汽车公司，主要车型均从韩国起亚引进。起亚在全球范围拥有庞大的研发网络，强劲的研发实力加快了新产品的开发进程。公司2010年10月推出新款SUV智跑，2011年3月推出B级轿车——K5。两款新车的视觉冲击力很强，特别是已经上市的K5外型时尚，作为远舰的换代产品有望大幅提升东风悦达起亚在B级车市场的份额。
- 公司整车销量2010年首次突破30万台，2011年预计突破40万台。新车型上量助推汽车业务的产品结构提升，毛利率不断提高，规模效应使得东风悦达起亚的净利润率水平快速攀升，我们预计2011-2013年汽车业务净利润率将超过9%。
- 公路收费提供稳定现金流：公司目前拥有京沪高速沂淮段、陕西西铜高速以及徐州三环的公路收费权。我们预计2011-2013年公路收费业务归属母公司的净利润分别为5.6亿元、6.5亿元和7.0亿元，对应EPS分别为0.79元、0.91元和0.99元。
- 煤炭采掘规模较小：由于上市公司目前经营情况较好，未来集团能否注入更多煤矿资产尚不明朗。我们预计2011-2013年煤炭业务分别实现净利润5077万元、6443万元和7409万元。
- 纺织和拖拉机业务存在改善空间：公司2010年储备了部分棉花，受益于纱线价格大幅上涨，2010年公司纺织业务整体扭亏，实现净利润260万元，预计2011年亏损幅度将控制在1900万元左右。2010年公司和印方合资联营的马恒达拖拉机厂（持股49%）贡献净利润约150万元，未来的目标是发展大型拖拉机，开拓市场、提高产能利用率，经营存在较大的改善空间。
- 主要不确定因素：

1) 汽车行业竞争激烈导致的降价风险；2) 加息造成财务费用增加；3) 新车型销量不达预期。

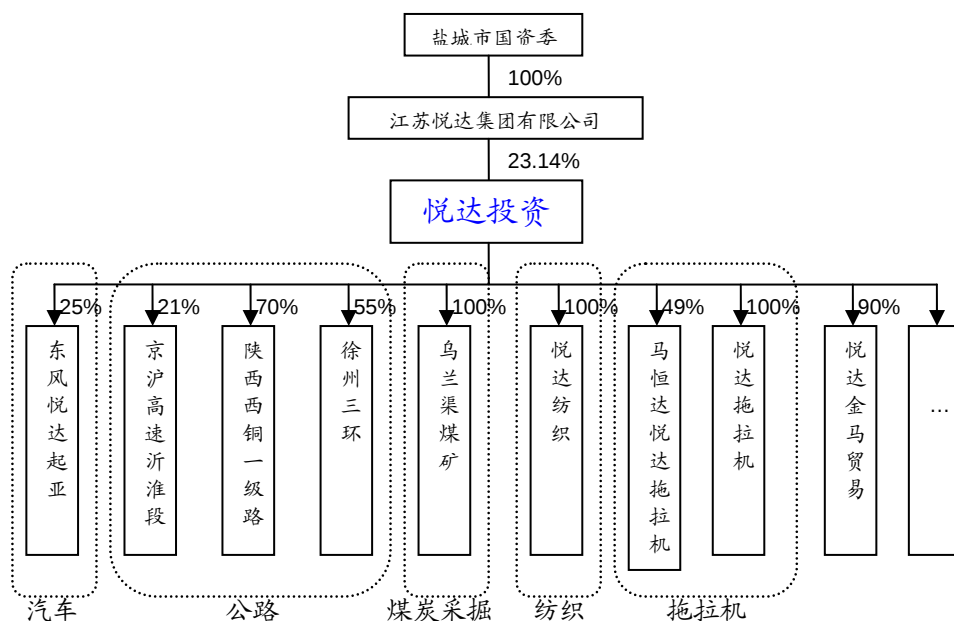
1. 悦达投资：汽车+公路，周期和防御的完美结合

公司是江苏第三家、苏北第一家上市公司，目前业务主要涉及：汽车、公路、煤炭采掘、纺织和拖拉机。2010 年，汽车业务贡献投资收益 4.3 亿元，占归属母公司净利润的 60%，是公司最主要的利润来源。公路业务为公司提供稳定的现金流收入，2010 年京沪、西铜、徐州三段公路共计收费 41 亿元，同比增加 18%，其中仅京沪高速公司就为母公司贡献投资收益 2.8 亿元，占归属母公司净利润的 39%。煤炭采掘目前的核定产能是 60 万吨/年，总储量 3.58 亿吨。纺织业务 2010 年扭亏为盈，拖拉机业务仍在扭亏当中。

1.1 大股东实力雄厚

公司控股股东——悦达集团是苏北最大的国企，旗下有 2 家上市公司分别在上交所和港交所挂牌。集团多元化经营，形成了工业制造、能源矿产、公路投资、现代服务业四大产业集群。集团的众多资产中又以煤炭资源最为丰富，除上市公司的乌兰渠煤矿外，在陕西、山西、内蒙还有 4 处煤矿，股权产能总计 659 万吨/年，按照 140 元的吨煤净利保守估算，每年为集团带来 9.2 亿的净利润（不考虑财务费用）。

图 1 悦达投资股权和业务结构



资料来源：公司公告、海通证券研究所

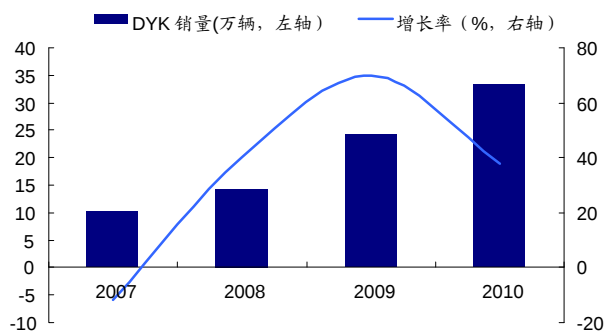
1.2 汽车业务：十年磨一剑，终成大器

公司汽车业务可以追溯到 1998 年江苏悦达集团和韩国起亚合作成立悦达起亚，生产悦达起亚轿车。此后韩国起亚汽车公司与现代签订了股权转让协议，2000 年合资方起亚与现代合并成为现代起亚汽车集团。

2002 年，悦达、起亚和东风汽车三方重组，悦达作出重大让步，从最大的控股股东退居为只占 25% 股份的小股东，现代起亚成功以 50% 的绝对优势控股重组后的东风悦达起亚。东风 25% 的股比中 20% 为目录资源（目录资源曾由于行政审批严格而紧缺，未纳入汽车生产企业及产品目录的车型不得上牌），另外 5% 为现金购买。

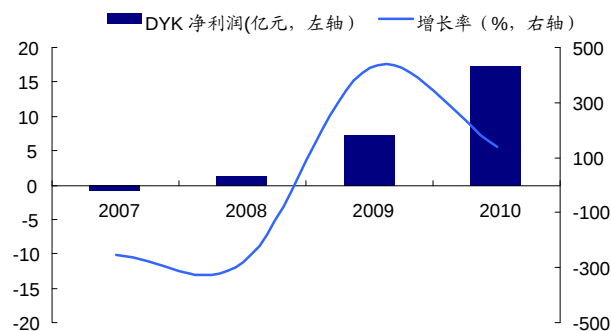
东风悦达起亚自 2009 年起销量每年增长约 10 万辆，达到规模经济后净利润大幅增长，2009-2010 年净利润增长率分别为 429%和 138%，成为公司的支柱产业。2011 年东风悦达起亚销量有望突破 40 万辆，产值超 400 亿元。

图 2 东风悦达起亚汽车销量及增速



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 东风悦达起亚净利润及增速



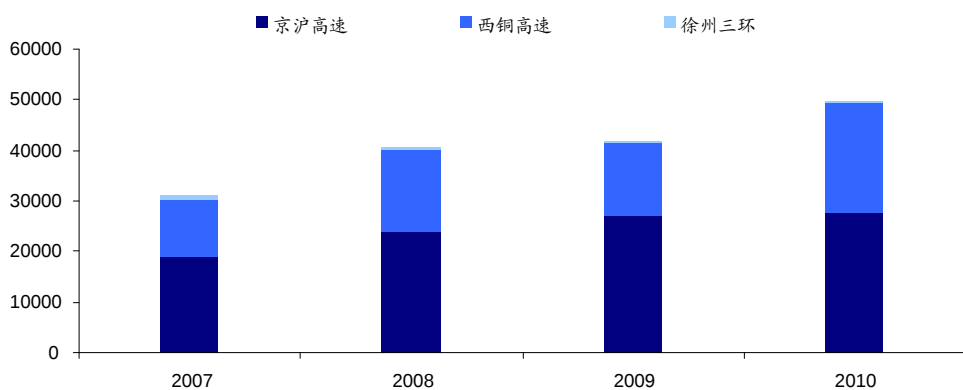
资料来源：公司公告，海通证券研究所

1.3 公路业务：稳定的现金流来源

公司旗下拥有京沪高速沂淮江段（21%股权）、陕西西铜高速（70%股权）以及徐州三环（55%股权）的公路收费权。2010 年，京沪高速沂淮江段通行费收入 32.26 亿元，同比增长 15.2%。西铜高速由于实施全计重收费，2010 年实现通行费收入 7.4 亿元，同比增长 39%。徐州三环由于功能转换，收费能力减弱，2010 年通行费收入 1.37 亿元，同比减少 2%。

公路资产每年为公司提供 4-5 亿元左右的权益净利润，是稳定的现金流来源。

图 4 公路收费权益净利润构成（万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

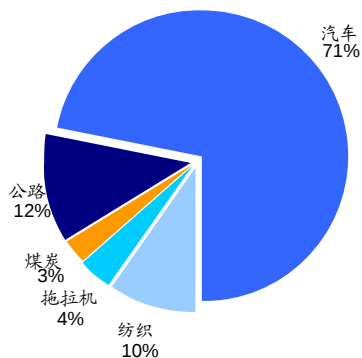
1.4 其它业务：目前体量较小，处于稳定期

除了汽车和公路两大支柱产业外，公司还经营纺织、煤炭和拖拉机业务。纺织业务营业收入规模约 10 亿元；煤炭 2010 年实际销售 144 万吨，营业收入 2.8 亿元；拖拉机业务主要来自持股 49%的合资企业马恒达悦达拖拉机厂，2010 年拖拉机销售 2.46 万台，营业收入 7.76 亿元。

纺织、拖拉机和煤炭三项业务的权益收入占比为 17%，权益净利润占比仅为 2%，对

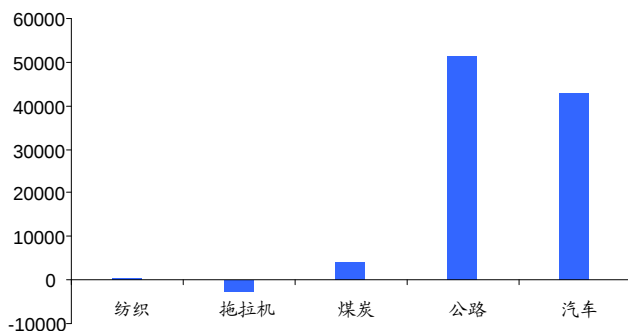
公司整体业绩影响较小。细分来看，煤炭业务盈利能力稳定；纺织 2010 年受益棉价上涨，实现扭亏；拖拉机合资企业马恒达处于微利状态，但由于已经停产的老厂仍有设备和费用需要摊销，因此亏损 2500 万元左右。

图 5 2010 年各项业务权益收入分布



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 6 2010 年各项业务权益净利润（万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 背靠起亚，汽车业务快速发展

2.1 起亚研发实力强劲 全球顶级设计师塑造崭新品牌形象

东风悦达起亚汽车公司是由起亚、悦达、东风三家共同组建，持股比例分别为 50%、25%和 25%。公司主要车型均从韩国起亚引进。起亚汽车公司始建于 1944 年，是韩国最早的机动车制造商，目前隶属于现代-起亚汽车集团，起亚和现代在市场上以两个公司的方式独立运行操作。

目前起亚拥有 14 家工厂，在 8 个国家具备装备组装设施，每年有超过 160 万台的起亚汽车销售到世界 163 个国家。起亚的车系覆盖了从轿车到 SUV、MPV 的各种车型，并且拥有庞大的研发网络，包括：首尔南阳研发中心、环保技术研究院、欧洲技术中心、起亚欧洲设计中心、美国技术中心、美国设计和技术中心、起亚美国设计中心、日本研发中心等多家分布世界各地的研发机构。强劲的研发实力加快了起亚新产品开发，迅速推进各地区车型的本土化进程。

图 7 起亚全球组织分布



资料来源：KIA 官网，海通证券研究所

全球顶级设计师 Peter Schreyer（德国）于 2006 年 8 月加盟起亚。此前他曾在奥迪、大众担任首席设计师。这位推崇简约风格的汽车设计大师和日趋完善的欧系研发团队正帮助起亚产品转向欧系风格，提高在中高端市场上的竞争力。东风悦达起亚在 2007 年、2009 年分别推出了狮跑和福瑞迪两款主力车型，2010 年、2011 年分别推出智跑、K5 和 K2，令人印象深刻的外形是产品畅销的重要原因。

2.2 起亚全球地位提升

现代起亚 2010 年全球销量增长 24%，达到 574 万辆，排名世界第四，在大型车企中增速最快。2011 年 3 月和 4 月现代起亚均以 55 万辆的销量领先丰田，全年有望赶超丰田，跻身全球车企前三甲，现代起亚品牌的全球地位和形象均得到提升。

从起亚全球各车型销售情况看，畅销车型基本都已国产化，东风悦达起亚从 A0 级车型至 B 级车型的市场布局已经完成。K5（B 级）、智跑（SUV）、福瑞迪（A 级）、K2（A0 级）采用起亚家族新面孔——虎啸式前脸设计，是争夺市场份额的主力车型，而远舰、狮跑、赛拉图、锐欧作为同级别成熟车型，起辅助作用，可满足不同层次的消费需求。

尚未引进的车型包括 C 级车 K7，豪华 SUV 霸锐和索兰托，MPV 佳乐，以及 Venga、Picanto、cee'd 等两厢车型。由于国内市场对两厢车的接受程度还不高，因此预计短期内仅有两厢 K2 会实现国产，而 K7、霸锐和索兰托由进口起亚销售，其中年销量超过 17 万台的索兰托 SUV 存在国产化的可能性。

起亚仍在研发中的一款顶级豪华跑车 K9 有望于 2012 年面世。预计 K9 将采用现代 Genesis 后驱平台，入门车型将搭载 3.3L 的 V6 发动机，而旗舰车型还将搭载排气量 4.6L 的 V8 发动机。K9 虽然不会国产化，但其面世将进一步提高起亚的品牌形象和地位，推动东风悦达起亚的销量更上台阶。

表 1 起亚全球主要车型销量和定价情况

车型	2009 年销量（辆）	2010 年销量（辆）	2011H1 销量（辆）	定价（元）
K5	-	5957	52704	15.98-24.98
Optima/Lotze（老远舰）	61047	42934	3310	12.28-15.48
Sportage（狮跑/智跑 SUV）	172296	207923	159174	15.98-24.98
Forte（福瑞迪）	138068	320119	188804	9.88-13.98
Cerato（赛拉图）	166227	83183	33781	8.98-13.38
Rio/Pride（锐欧）	177299	205351	111331	6.98-10.48
Soul（秀儿）	72932	135407	95202	10.38-14.18
Carnival（嘉华 MPV）	48155	37487	17243	13.18-28.8
K2	-	-	292	7.29-9.99
Cadenza/K7(凯尊)	-	3517	2479	22.9-28.8
Amanti/Opirus（欧菲莱斯）	8027	1467	2	23.9-30.8
Borrego/Mohave（霸锐 SUV）	17460	20499	5617	36.50-43.80
Sorento（索兰托 SUV）	57709	174892	101408	20.98-30.58
Rondo/Carens(佳乐 MPV)	59960	42103	20104	12.46-17.98
Venga（两厢紧凑型,秀尔同平台）	940	37112	26051	10.0-15.0
Picanto（两厢紧凑型）	100355	107558	58620	7.8-8.8
cee'd（欧版两厢福瑞迪）	124389	127096	53876	10.0-14.0
Frontier(1t/1.4t, 皮卡)	33851	52026	25519	-

资料来源：KIA 官网、易车网、海通证券研究所

2.3 产能充裕 新老车型并存

东风悦达起亚目前产能 43 万辆，第一工厂拥有一条生产线，设计产能 13 万辆，第二工厂拥有两条生产线，设计产能 30 万辆。3 条生产线均采用柔性生产，不同车型可以共线。工作人员采用两班工作制，如果生产任务繁忙每班可加至 10 小时。冲压设备的模具更换仅需 5 分钟时间，可按照市场需求合理安排各类车型的生产。

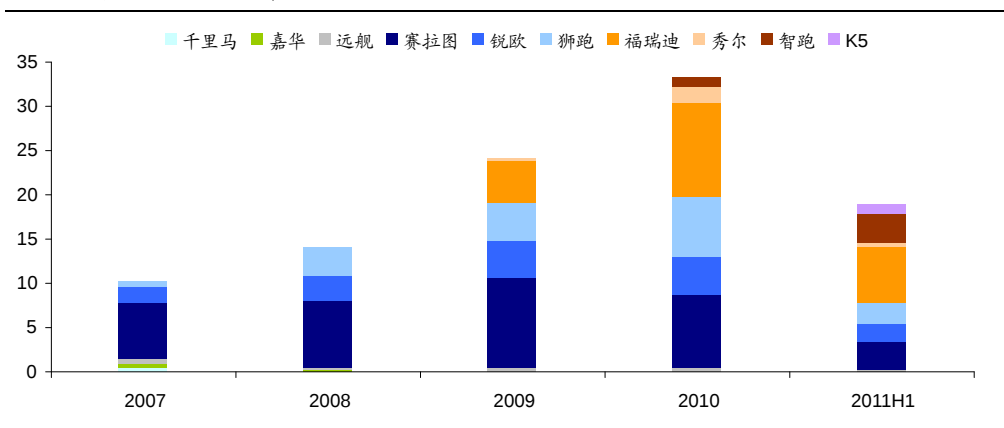
表 2 公司现有产能一览

	目前生产车型	设计年产能
第一工厂（1 条生产线）	远舰、锐欧、狮跑、秀尔、智跑	13 万辆
第二工厂（2 条生产线）	赛拉图、福瑞迪、K5	30 万辆

资料来源：海通证券研究所

东风悦达起亚自 2008 年开始出现爆发式增长，2008、2009 以及 2010 年的汽车销量同比分别增加 40%、70%和 38%。公司的零配件采购由韩方主导，新工厂发动机组装的产能为 20 万台，用于整车配套，预计新款车型智跑和 K5 的发动机和变速箱以采购为主。

图 8 东风悦达起亚各车型销量（万辆）



资料来源：乘联会、海通证券研究所

远舰、狮跑、赛拉图、锐欧是较早上市的老车型，虽然已经推出了新一代车型，但是公司采用新老车型共存的方式，延长产品生命周期，满足不同层次的消费需求，有利于扩大整体销量。

2.4 新车型将推动汽车销量更上台阶

汽车工业发展到今天，已经摆脱了生产资料或者政府消费品的属性，进入寻常百姓家。随着规模化生产、产品价格降低、人民收入水平提升，汽车作为耐用消费品将遵循手机、电脑的发展轨迹，从保有量的快速增长转而进入更新频率的提高。因此汽车品牌销量的提升将主要取决于价格和车型的更新速度，高性价比是韩系车的传统优势；而起亚对中国市场高度重视，将使得东风悦达起亚的车型更新速度同步甚至领先于全球市场。

2.4.1 K2 争夺 A0 级市场（2011 年 7 月上市）

全球首发在中国，突显现代起亚对中国市场高度重视。7 月 20 日在中国全球首发的紧凑型轿车——东风悦达起亚三厢 K2 在成都正式上市。K2 全球首发地点选择中国，可以看出现代起亚对中国市场高度重视，有望加快起亚车型更新速度。

继承“大哥”外形，“同门师兄”勇夺细分市场季军。K2被誉为“小K5”，外形方面继承K5简约时尚的欧系风格，其轴距、内饰较市场同级别车型均具备较大优势，且定价略低于“同门师兄”瑞纳。北京现代的瑞纳作为与K2同平台的车型，2011年上半年的月均销量8800台，仅次于POLO和赛欧，位列细分市场第三。我们保守估计2011年K2销量超过两万台，2012年有望达到7万台，成为起亚7-10万元价格区间的主力车型。

两厢K2将于2011年9月上市，届时将于三厢K2共同发力A0级小车市场。

图9 东风悦达起亚 锐欧（A0级）



资料来源：易车网、海通证券研究所

图10 东风悦达起亚 K2（A0级）——新锐欧



资料来源：易车网、海通证券研究所

2.4.2 K5 争夺B级市场（2011年3月上市）

全球顶级设计师 Peter Schreyer 将简约时尚的欧系风格设计导入新车型，使得起亚一改以往韩系车高性价比的传统形象。2011年3月新上市的K5获得全球多项设计大奖，凭借动感前卫的外型在利润和销量同样诱人的中级车市场获得了一席之地。预计K5全年销量接近4万辆，使中级车市场成为公司继SUV大牛市之后又一块美味蛋糕。

老远舰的销量一直难以打开，目前主要销往出租车市场。B级车市场的份额主要靠K5争夺。

图 11 东风悦达起亚 远舰（B 级）



资料来源：易车网、海通证券研究所

图 12 东风悦达起亚 K5（B 级）——新远舰



资料来源：易车网、海通证券研究所

2.4.3 智跑充分受益SUV需求增长（2010 年 10 月上市）

公司 2010 年 10 月推出新款 SUV 智跑（均价 21 万）。比较智跑和其竞争对手——北京现代的途胜，两款 SUV 的低端版本在价格上区别不大，但智跑的发动机性能强于对手，并且更加省油，可见新车型在性价比方面有一定优势。智跑和狮跑共同发力提升公司在 SUV 市场的份额。

表 3 智跑和同级别 SUV 参数比较

型号	智跑 2.0GL 两驱手动	途胜 2.0 舒适型 两驱手动	智跑 2.4Premium 四驱自动	途胜 2.7 豪华型 四驱自动
长/宽/高(mm)	4440 × 1855 × 1635	4325 × 1830 × 1730	4440 × 1855 × 1660	4325 × 1830 × 1730
轴距(mm)	2640	2630	2640	2630
发动机型号	2.0L θ - II	2.0 β -DOHC CVVT	2.4L θ - II	2.7 δ -DOHC/V6
发动机排量(cc)	1998	1975	2359	2656
最大功率(Kw/rpm)	163/6200	104/6000	174/6000	127/6000
最大扭矩(N · m/rpm)	194/4600	184/4500	226/4000	241/4000
理论油耗 (L/100km)	8.3	8.8	9.5	10
价格 (万元)	16.48	16.58	24.98	24.18

资料来源：太平洋汽车网、海通证券研究所

智跑的外形设计同样属于欧系风格，出自顶级设计师 Peter Schreyer（前奥迪、大众首席设计师）之手，在强调个性化的今天，我们估计 2011 年智跑+狮跑的 SUV 组合的累计销量将超过 11 万台。

图 13 东风悦达起亚 狮跑（SUV）



资料来源：易车网、海通证券研究所

图 14 东风悦达起亚 智跑（SUV）——新狮跑



资料来源：易车网、海通证券研究所

2.4.4 福瑞迪月销量过万（2009 年 2 季度上市）

福瑞迪作为赛拉图的换代产品上市后即成为主力车型，2010 年累计销售 10.6 万台，同比增长 119%。2011 年上半年月均销量超过 1 万台，是东风悦达起亚的最畅销车型。我们预计 2011 年福瑞迪销量将接近 13 万台。

图 15 东风悦达起亚 赛拉图（A 级）



资料来源：易车网、海通证券研究所

图 16 东风悦达起亚 福瑞迪（A 级）——新赛拉图



资料来源：易车网、海通证券研究所

2.5 新车型和网络建设双管齐下

东风悦达起亚 2011 年计划新增 4S 店 71 家，使网店总数达到 430 家，另外计划新建 60 家 K5 品牌专营店，积极抢占中级车市场份额。同时公司多款重量级新车型陆续上市，营销网络建设与产品线拓宽双管齐下，扩张的营销网络和多款新车型将推动汽车销量更上台阶。我们保守估计 2011-2013 年，东风悦达起亚的整车销量分别为 42 万、53 万和 62 万台。

表 4 公司各车型销量及预测（辆）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
千里马	5309						
嘉华	2416	1155	858	455			
远舰	6700	4103	2633	3336	2831	2973	2973
赛拉图	62786	74352	102835	82746	65779	69068	86335
锐欧	18503	29898	41232	44024	38464	40387	44426
狮跑	5713	32500	43828	67740	45689	47973	52771
福瑞迪			48298	105750	129053	141958	163252
秀尔			1636	17264	10433	10955	12050
智跑				11713	67603	84504	92954
K5					38026	60842	76052
K2					20092	70800	90624
销量合计	101427	142008	241320	333028	417970	529459	621436
同比(%)	-11.80	40.01	69.93	38.00	25.51	26.67	17.37

资料来源：乘联会、海通证券研究所

2.6 汽车业务盈利预测：规模效应快速提升利润率

公司整车销量今年预计突破 40 万台，明年有望突破 50 万台。汽车业务的规模效应不断扩大，成本持续降低，利润率快速提升。随着新车型销量上升，公司在 B 级车市场和 A0 级小车市场的份额将逐步提高。2010 年四季度东风悦达起亚计提了较多的资产减值准备，为今年的业绩增长打下基础。我们预计 2011-2013 年汽车业务投资收益分别为 9.69 亿元、12.55 亿元和 14.53 亿元，贡献 EPS 分别为 1.37 元、1.77 元和 2.05 元。

3. 各项业务处于稳定期

3.1 公路收费提供稳定现金流

公司目前拥有京沪高速沂淮段、陕西西铜高速以及徐州三环的公路收费权，高速公路收费比较稳定，为公司提供稳定的现金流。

京沪高速 2010 年在“迎国检”大修的情况下收费增长 15%，净利润受大修影响仅增长 2.5%。我们预计今年净利润增长将在 10%以上。

西铜高速 2010 年二季度才开始全计重收费，因此 2011 年全计重收费的时间更长。当地正在新建的并行路线预计在 2011 年 10 月通车，但新建公路一般收费较高，因此分流影响有限，同时 2010 年车流量较大，西铜高速经常由于过于拥堵免费放行，适当分流可以解决拥堵造成的免费放行问题。我们预计西铜高速 2011 年净利润增长 12%。

徐州三环由于功能转换，收费能力减弱，对利润影响很小。我们预计 2011-2013 年公路收费业务归属母公司的净利润分别为 5.6 亿元、6.5 亿元和 7.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.79 元、0.91 元和 0.99 元。

公司长短期借款总额 42 亿元，估计有半数是由银行贷款投资公路产生，2010 年财务费用 2.77 亿元左右，随着加息效应的累积，财务费用将有所上升。预计 2011-2013 年公司的财务费用分别为 3.4 亿元、3.8 亿元和 4.2 亿元。

3.2 煤炭业务规模较小，内蒙限小带来整合机遇

公司 100%控股的乌兰渠煤矿位于内蒙古准格尔旗，露天可采储量 5542 万吨，总储量 3.58 亿吨，开采有效期至 2030 年 4 月，核定产量是每年 60 万吨，实际年产量在 140-200 万吨之间。

目前鄂尔多斯存在类似小煤矿 200 个以上，且多为民营。近期内蒙再次发出煤矿整合通知，规定煤炭新建项目，井工煤矿——单井年生产力不得低于 120 万吨，露天煤矿——年生产能力不得低于 300 万吨，这对于国有上市公司背景的悦达投资是一个收购小煤矿的机遇。

由于上市公司目前经营情况较好，未来集团能否注入更多煤矿资产尚不明朗。我们预计 2011-2013 年煤炭业务分别实现净利润 5077 万元、6443 万元和 7409 万元。

3.3 纺织业务积极拓展市场

公司的纺织业务由于建造标准较高，成本相对偏高，曾经出现过大幅亏损。2010 年公司储备较多棉花，在棉价上涨的背景下纺纱业务盈利预计达到 3000 万，弥补织布业务亏损。公司纱线产品下游为服装企业，坯布供给家纺企业，纺织业务目标是拓展市场，延伸产业链。2010 年公司纺织业务整体扭亏，实现净利润 260 万元，预计 2011 年亏损幅度将控制在 1900 万元左右。

3.4 拖拉机业务存在改善空间

2010 年拖拉机老厂总资产 7 亿元，净利润亏损 2749 万元，由于老厂的亏损较大，未来可能要处置资产，为公司发展卸除包袱。2010 年公司和印方合资联营的马恒达拖拉机厂（持股 49%）贡献净利润约 150 万元，未来的目标是发展大型拖拉机，开拓市场，提高产能利用率，经营存在较大的改善空间。

4. 公司看点：车型向两端延伸

4.1 汽车业务的成长空间：B 级车和 A0 级车市场

2010 年公司的 A 级车福瑞迪和 SUV 狮跑+智跑的月度销量都在万台左右，而 B 级车远舰的销量仅为 3336 台，A0 级小车锐欧销量 4.4 万台，也未达到应有水平。未来公司汽车业务将向两端延伸，K5 打开 B 级车市场，K2 扩张 A0 级车市场。

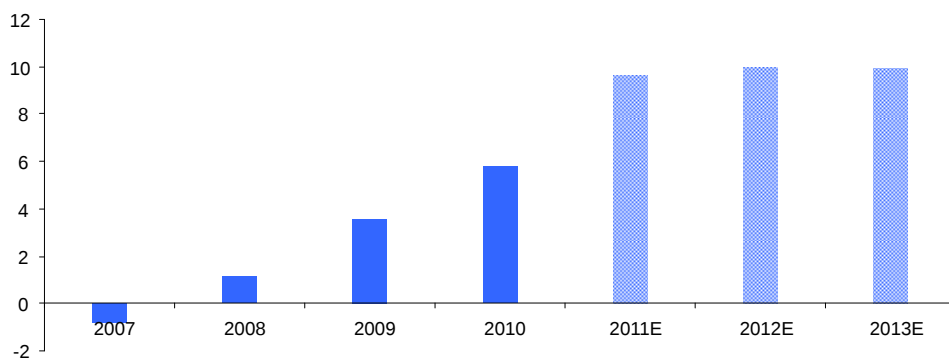
K5 的月销量已经超过 3000 台，市场接受度较高，预计 2011 年全年销量 3.8 万辆，摆脱老远舰颓势，首次在 B 级车市场夺得一席之地。K2 于 2011 年下半年上市，务实的定价和时尚的外形有望大幅提升公司在 A0 级车市场的份额。这两个细分市场将是公司汽车业务的成长空间。

4.2 规模效应不断提升净利润率

东风悦达起亚的第二工厂于 2007 年 12 月正式投产，设计产能 30 万辆，整个工厂配备了冲压、焊装、涂装、总装和发动机车间等完整的整车生产配套设施。随着二工厂运营时间的推移，设备摊销成本逐步减少，东风悦达起亚进入盈利快速提升阶段。

新车型上量助推汽车业务的产品结构提升，毛利率不断提高，规模效应使得东风悦达起亚的净利润率水平快速攀升，我们预计 2011-13 年，汽车业务净利润率将超过 9%。

图 17 东风悦达起亚的销售净利润率水平及预测（%）

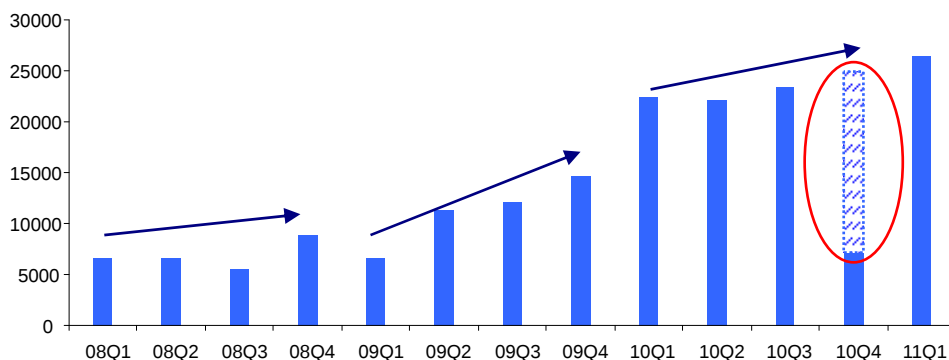


资料来源：公司公告，海通证券研究所

4.3 2010 年四季度费用处理充分

2010 年 4 季度东风悦达起亚计提了两款车型的专项资产减值准备，导致公司当期投资收益环比减少 1.6 亿元（-69%），我们猜测可能是针对年销量 5000 台以下的嘉华和老远舰两款车型。

图 18 悦达投资季度投资收益情况（万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们预计 2011 年除嘉华、远舰外的其他车型销量均超过 1 万台，出现大幅计提资产减值准备的可能性较低。因此我们预计 2011 年的汽车业务净利润同比增长 125%，是公司业绩的主要增长点。

5. 盈利预测和估值

公司的汽车业务拥有较高的业绩弹性，在新车型陆续推出后有望提高市场份额，并有助于产品结构向中高端移动。现金流收入主要来源于公路收费业务，预计未来公路收费业务持续平稳增长。我们遵循谨慎原则，不考虑煤矿收购的可能，预计煤炭业务将维持目前规模，纺织小幅亏损，拖拉机业务继续减亏。

综合公司各项业务，预测 2011-2013 年 EPS 分别为 1.70 元、2.04 元、2.34 元，按照 7 月 29 日收盘价计算 2011-2013 年动态市盈率为 8.36 倍、6.97 倍和 6.07 倍。考虑汽车业务成长性较高，我们给予公司汽车板块 2011 年 13-15 倍 PE，给予其他业务 2011 年 8-10 倍 PE，认为公司合理估值区间为 20.45-23.85 元，维持对公司的“买入”评级。

表 5 悦达投资分业务盈利预测

		2010	2011E	2012E	2013E
汽车业务	净利润(万元)	43026	96886	125546	145371
	EPS(元)	0.61	1.37	1.77	2.05
公路收费	净利润(万元)	49806	56192	64850	69910
	EPS(元)	0.70	0.79	0.91	0.99
煤炭采掘	净利润(万元)	4254	5077	6443	7409
	EPS(元)	0.06	0.07	0.09	0.10
纺织	净利润(万元)	260	-1929	-327	2307
	EPS(元)	0.00	-0.03	0.00	0.03
拖拉机	净利润(万元)	-2597	-2152	-430	-34
	EPS(元)	-0.04	-0.03	-0.01	0.00
其他 (主要是财务费用)	净利润(万元)	-23022	-33411	-51661	-58853
	EPS(元)	-0.32	-0.47	-0.73	-0.83
合计	净利润(万元)	71727	120663	144420	166111
	EPS(元)	1.01	1.70	2.04	2.34

资料来源：海通证券研究所

6. 风险提示

- 1) 汽车行业竞争激烈导致的降价风险;
- 2) 加息造成财务费用增加;
- 3) 新车型销量不达预期。

表 6 2011-2013 年公司利润表预测（万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	181336	201500	152942	212687	242481	268346	293060
营业成本	131450	151072	111230	143645	165822	184727	201260
营业税金及附加	2237	2772	2972	4184	4753	5233	5715
销售费用	6942	6492	1491	2445	2619	2898	3136
管理费用	13804	16864	18602	16821	18186	20126	21686
财务费用	26712	33636	24972	27658	34239	38095	42267
资产减值损失	1557	1443	408	1966	2000	2200	2200
公允价值变动	-23	0	0	0	0	0	0
投资收益	17792	27598	44690	75120	128244	164004	188125
营业利润	16404	16820	37957	91088	143106	179072	204920
营业外收入	1294	6443	8540	2449	2500	2500	2500
营业外支出	325	477	233	517	500	500	500
利润总额	17373	22786	46264	93021	145106	181072	206920
所得税	8585	8390	8210	12438	14511	25350	28969
净利润	8788	14395	38054	80582	130596	155721	177952
少数股东	5037	8109	5651	8855	9932	11301	11841
归属于母公司所有者的净利润	3751	6287	32403	71727	120663	144420	166111
EPS（元）	0.05	0.09	0.46	1.01	1.70	2.04	2.34

资料来源：公司公告、海通证券研究所

信息披露

分析师声明

冯梓钦：汽车行业

赵晨曦：汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：悦达投资(600805.SH)、星马汽车（600375.SH）、星宇股份（601799.SH）、金龙汽车（600686.SH）、亚太股份（002284.SZ）

重点研究上市公司：上海汽车（600104.SH）、长安汽车(000625.SZ)、中国重汽(000951.SZ)、潍柴动力(000338.SZ)、江铃汽车(000550.SZ)、一汽轿车(000800.SZ)、威孚高科(000581.SZ)、宇通客车(600066.SH)

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com
汪 辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com

联系人

高 远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com
李 宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com
荀玉根 (021) 23219658 xyg6052@htsec.com

联系人

王 旭 (021) 23219396 wx5937@htsec.com
汤 慧 (021) 23219733 tangh@htsec.com

基金研究团队

姜 静 (021) 23219450 loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com
罗 震 (021) 23219326 luozh@htsec.com
唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com

联系人

徐益璠 (021) 23219443 xuyj@htsec.com
陈 瑶 (021) 23219645 chenyaoyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732 fengjr@htsec.com
朱剑涛 (021) 23219745 zhujt@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com
邱庆东 (021) 23219424 qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com
联系人
袁兵兵 (021) 23219770 ybb6053@htsec.com
蒋 科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438 zhb6065@htsec.com
刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路 颖 (021) 23219403 luying@htsec.com
潘 鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com
联系人
李宏科 (021) 23219671 lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
联系人
赵 健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓 勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com

机械行业

龙 华 (021) 23219411 longh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com
熊哲颖 (021) 23219407 xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com
联系人
夏 木 (021) 23219748 xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610 lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董 乐 (021) 23219374 dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com
联系人
张孝达 (021) 23219697 zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

联系人
白 洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com
联系人
虞 楠 (021) 23219382 yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaocx@htsec.com
冯梓钦 (021) 23219402 fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵 勇 (0755) 82775282 zhaoyong@htsec.com
联系人
齐 莹 (021) 23219166 qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

医药行业

联系人
刘 宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com
刘 杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com
冯皓琪 (021) 23219709 fhq5945@htsec.com

有色金属行业

联系人
刘 博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com
联系人
易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com
张 瑞 (021) 23219634 zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪（021）23219244 联系人 孔维娜（021）23219223	chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵健（021）23219472	zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张浩（021）23219383 牛品（021）23219268 联系人 房青（021）23219692	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com
公用事业 陆凤鸣（021）23219415 白瑜（021）23219430 联系人 汤砚卿（021）23219768	lufm@htsec.com baiy@htsec.com tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞（021）23219635	lr6185@htsec.com	社会服务业 林周勇（021）23219389	lzy6050@htsec.com
房地产业 涂力磊（021）23219747 谢盐（021）23219436 联系人 贾亚童（021）23219421	tll5535@htsec.com xiey@htsec.com jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐琳（021）23219767	xl6048@htsec.com		

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
 （021）63609993
 chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
 （021）23219381
 hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清（0755）82775962 刘晶晶（0755）83255933 辜丽娟（0755）83253022 高艳娟（0755）83254133	ctq5979@htsec.com liujj4900@htsec.com gulj@htsec.com gyj6435@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱（021）23219386 李唯佳（021）23219384 胡雪梅（021）23219385 黄 毓（021）23219410 朱 健（021）23219592 肖文宇（021）23219442 王丛丛（021）23219454	gaoqin@htsec.com jiwj@htsec.com huxm@htsec.com huangyu@htsec.com zhuj@htsec.com xiaowu@htsec.com wcc6132@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊（010）58067988 张广宇（010）58067931 殷怡琦（010）58067944 王秦豫（010）58067930	sunj@htsec.com zgy5863@htsec.com yinyq@htsec.com wqy6308@htsec.com
---	---	---	--	---	---

海通证券股份有限公司研究所
 地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
 电话：（021）23219000
 传真：（021）23219392
 网址：www.htsec.com