

买入 维持

悦达投资 (600805)

2011 年 8 月 22 日

2 季度业绩符合预期 盈利大幅增长确定性高

2011 年 8 月 19 日收盘于 13.89 元

汽车行业: 冯梓钦

fengzq@htsec.com

SAC 执业证书编号: S0850511040003

021-23219402

汽车行业高级分析师: 赵晨曦

SAC 执业证书编号: S0850208120586

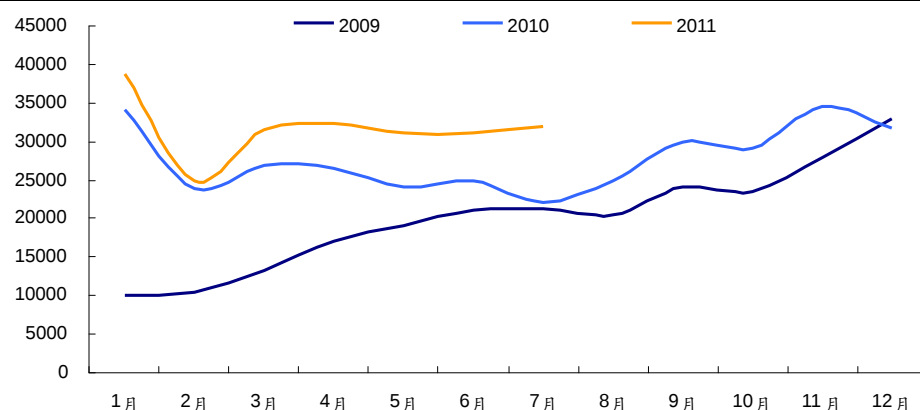
zhaocx@htsec.com

021-23219473

2011 年上半年悦达投资实现 EPS0.81 元, 同比增长 69%, 符合我们此前预期。2011 年上半年公司实现收入 12.45 亿元, 同比增长 35%; 实现归属母公司净利润 5.74 亿元, 同比增长 69%。其中, 2 季度实现净利润 3.5 亿元, 单季度同比增长 84%。

汽车业务产品结构上移, 利润快速增长。公司参股 25% 的东风悦达起亚 2011 年上半年实现整车销售 19 万台, 同比增长 18%。智跑和 K5 上市后销量增长迅速, 推动公司产品结构快速上移, 单车均价 10.92 万元, 比 2010 年提高 2 万元。汽车业务收入和净利润率双双大幅提升, 单车净利润达到 1.01 万元, 同比提升 43%。2011 年上半年公司汽车业务净利润同比增长 69%, 贡献 EPS0.67 元。

图 1 东风悦达起亚月度销量图 (辆)



资料来源: 乘联会, 海通证券研究所

公路业务增长较快, 西铜净利润同比增长 52%。西铜高速 2010 年二季度才开始全计重收费, 因此 2011 年上半年西铜公司的通行费收入同比大幅增长 26%, 投资收益 1.96 亿元, 贡献 EPS0.28 元, 同比增长 52%。京沪公司收入同比增长 9%, 净利润同比增长 1.7%。徐州通达收费收入同比减少 13%, 但该路产利润仅占公路板块 0.5%, 影响甚微。

其他业务多有改善。2011 年上半年公司纺纱产品结构改善, 高支纱新品和新型纤维混纺纱线提高了产品毛利率, 我们估计上半年盈利可能超过 1000 万元, 同比大幅扭亏。拖拉机业务 2011 年上半年销售 1.8 万台, 同比增长 12%, 估计合资企业马恒达仍处于盈亏平衡状态。煤炭业务销售收入同比增长 163%, 主要受益于煤炭品质提升、价格上涨、乌兰渠地区煤管票取消等因素, 预计煤炭业务上半年贡献 EPS 超过 0.04 元。

新车型支撑未来两年持续增长。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。智跑、K5、K2 等新车型支撑 2011 年销量大幅增长，2012 年 K5、K2 比 2011 年分别多卖 2 个月和 6 个月，且作为成熟车型，销量还将大幅增长。长期来看，现代起亚集团的车型更新速度加快，有利于公司的市场份额持续提升。

产能利用率维持在高位有利于汽车业务保持较高的盈利能力。东风悦达起亚的第二工厂于 2007 年 12 月正式投产，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。

汽车产能弹性较大，足以满足未来 1-2 年增长。公司目前一、二工厂的设计产能共 43 万辆，东风悦达起亚已有新建第三工厂的计划，但即便三工厂不上马，现有产能改进调整后仍能提高至 54 万辆，足以满足未来 1-2 年的发展。

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较多的资产减值准备，导致公司当期投资收益环比减少 1.6 亿元（-69%），为 2011 年的业绩增长打下基础。我们预计 2011 年出现大幅计提资产减值的可能性较低。

维持对公司的“买入”评级。我们维持对公司的盈利预测，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.70 元、2.04 元和 2.34 元，按照 8 月 19 日收盘价计算 2011-2013 年动态市盈率分别为 8 倍、7 倍和 6 倍。公司汽车业务具有较高业绩弹性，2011-12 年利润大幅增长确定性较高，是乘用车板块较好的投资品种，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。

表 1 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	96882	125545	145328
	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	-58847
	EPS(元)	-0.32	-0.47	-0.73	-0.83
合计	净利润(万元)	71727	120660	144419	166074
	EPS(元)	1.01	1.70	2.04	2.34

资料来源：海通证券研究所

表 2 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
投资收益	17792	27598	44690	75120	128240	164003	188082
营业利润	16404	16820	37957	91088	143102	179070	204877
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	145102	181070	206877
所得税	8585	8390	8210	12438	14510	25350	28963
净利润	8788	14395	38054	80582	130592	155720	177915
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	120660	144419	166074
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范围包括证券投资咨询业务。