

分析师： 张乐 (8621) 68751760 zhangle@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490511060002

联系人： 谭焜元 (8621)68751760 tanky@cjsc.com.cn

传统业务表现良好，新能源客车曙光初现

事件描述

曙光股份 8 月 22 日发布 2011 年中报，实现营业收入约 33.19 亿元，同比增加约 18.7 %；归属于上市公司股东净利润约 1.09 亿元，同比增加 25.7 %；摊薄后每股收益为 0.19 元。

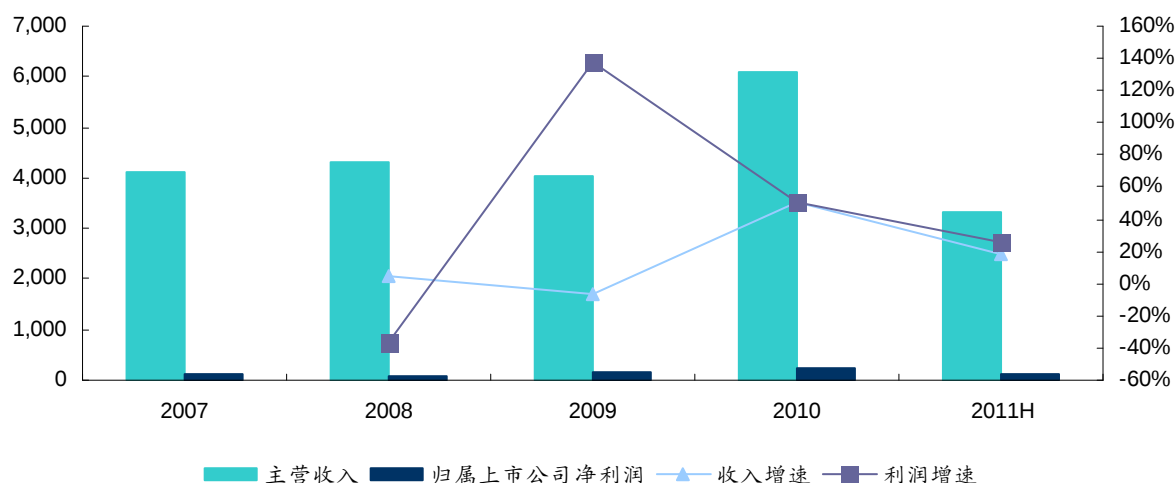
我们对此有如下点评：

事件评论

第一、汽车行业弱市背景下，收入和净利润双双快速增长

在今年上半年汽车行业整体呈现弱市表现的背景下，公司的收入和归属上市公司净利润双双实现了快速的增长，分别增长了 18.7%和 25.7%，净利润增速快于收入的增速。

图 1：公司上半年弱市下收入和净利润仍保持快速增长



资料来源：公司公告，长江证券研究部

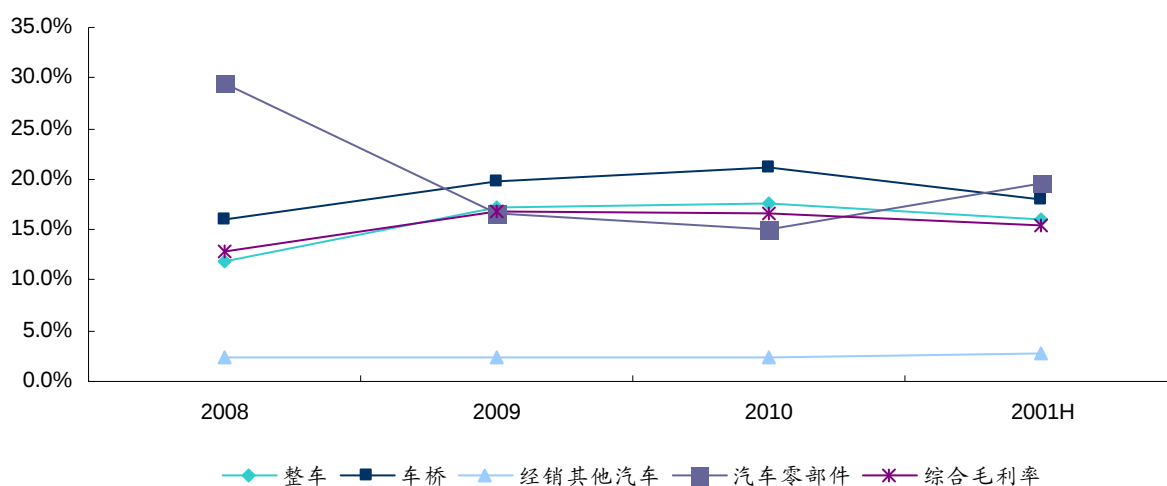
从分产品情况看，占据公司收入 65%以上的整车业务收入快速增长是公司增长的主要动力，其收入同比增长了 35.3%。而车桥业务和经销其他汽车业务的收入分别下滑了 27%和 9.8%，对公司收入增长带来了一定负面影响。

毛利率方面，公司上半年综合毛利率 15.5%，与去年同期相比下降了 0.1 个百分点，基本持平。而与去年全年水平相比较，占比较大的整车和车桥业务均有小幅的下滑，带动综合毛利率下降了约 1%。

表：2011 年上半年公司分产品收入情况

	收入（百万元）	收入占比%	收入同比增速	毛利率
整车	2,120	65.8%	35.3%	16.1%
车桥	390	12.1%	-27.0%	18.0%
经销其他汽车	426	13.2%	-9.8%	2.7%
汽车零部件	287	8.9%	84.5%	19.6%

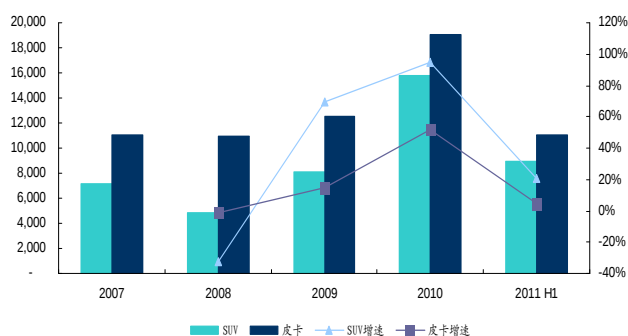
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：公司综合毛利率小幅回落


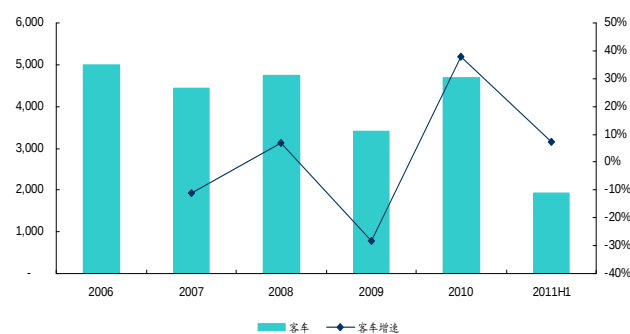
资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，经济型 SUV 仍保持较快增长，出口带动客车销量稳中有升

公司整车业务收入的快速增长来源于相关车型销量的上升。上半年公司 SUV 产品销量保持了 21% 的较快增速，客车产品防御性属性较强，销量稳中有升增长了 7%，而皮卡产品增速开始放缓，上半年的销量仅增长了 5%。

图 3：经济型 SUV 仍保持较快增长


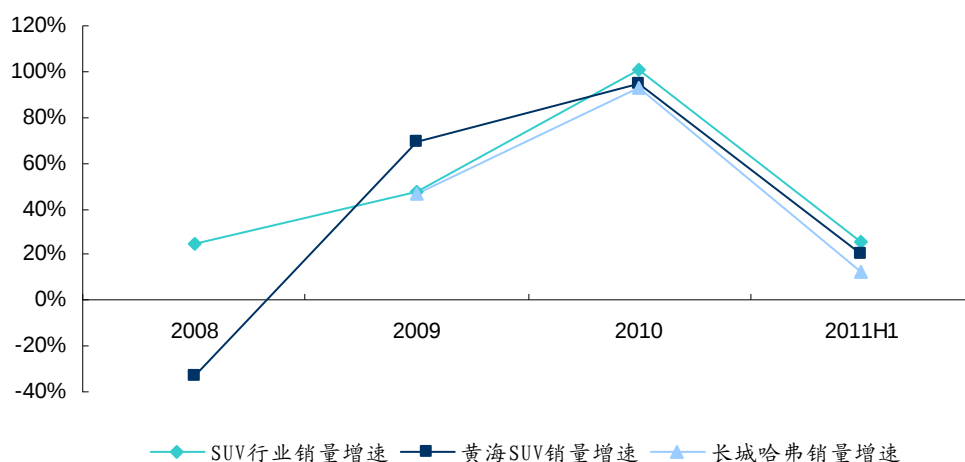
资料来源：CAAM，长江证券研究部

图 4：客车销售稳中有升


资料来源：CAAM，长江证券研究部

需要注意的是，SUV 产品主要是经济型 SUV，在这一块长城哈弗是目前的领军者，从上半年情况看哈弗的销售增速下降的很明显，仅为 12.9%，落后于 SUV 整体增速的 25.4% 较多。我们认为目前对于经济增长的预期开始变差，并且通货膨胀背景下可支配收入实际下降，对于经济型 SUV 的消费对象的消费欲望和消费能力都会造成一定的负面影响，有必要警惕下半年经济型 SUV 销售可能出现的放缓。

图 5: 经济型 SUV 代表长城哈弗的增速开始落后于 SUV 整体



资料来源: CAAM, 长江证券研究部

在客车方面, 出口成为上半年黄海的一大亮点。上半年我国客车出口整体增速 31.9%, 而黄海客车上半年实现出口 258 辆, 增长 4.2 倍, 出口客车占黄海客车总销量的比重也从 1.3% 迅速提高到 13.3%。此外公司公告, 黄海客车获得了 500 台 KD 成套散件订单, 维持我们此前的观点, 公司海外市场的放量是厚积薄发的集中体现, 后续有望得以延续。

表: 2011 年上半年公司分产品收入情况

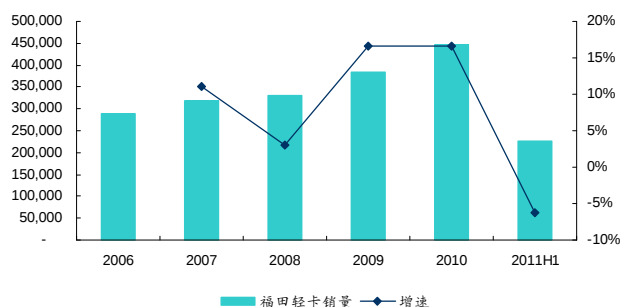
	2009	2010	2011H
客车出口总量	18294	28202	18827
黄海出口量	35	62	258
客车出口增速		54.2%	31.9%
黄海出口增速		77.1%	4200.0%
黄海出口占公司比例	1.0%	1.3%	13.3%

资料来源: CAAM, 长江证券研究部

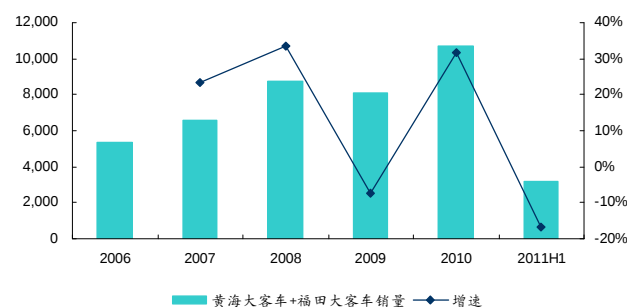
第三, 车桥业务受制于下游配套整车的需求回落

公司的车桥业务上半年表现不佳, 出现了同比负增长并且毛利率有接近 2 个百分点的下降, 我们认为主要是受制于下游配套的整车需求下降的影响。公司的轻型车桥主要配套福田轻卡, 其对应的是 3 万元左右的中端产品, 在汽车下乡政策退出之后销量受到了比较大的影响。而重型车桥方面, 尽管黄海自身的大客车实现了小幅增长, 但另一重点配套的福田大客车销量同比大幅下滑, 因而对重型车桥也产生了一定的负面影响。综合两方面的原因, 车桥在上半年的表现不够理想。

商用车配套零部件今年面临较大压力, 公司公告曙光车桥在高端市场开发取得突破性进展, 已成功开发了广汽、吉利、HENDRICKSON、BLUE-BIRD 等新客户。不仅在自主品牌乘用车, 同时在合资品牌乘用车企业的配套突破是公司产品质量高认可度的集中体现, 也将成为公司对抗商用车配套企业成长风险的重要保障。随着配套车型的放量, 我们认为公司该业务下滑的趋势有望得到缓解。

图 5：福田轻卡销量出现负增长


资料来源：汽车产销快讯，长江证券研究部

图 6：福田+黄海大客车销量出现负增长


资料来源：汽车产销快讯，长江证券研究部

第四，南车时代电动表现优异

公司目前持有湖南南车时代电动 35.71% 的股权比例，上半年南车时代实现收入 2.3 亿元，净利润 427 万元，为公司贡献的权益净利润约为 152.5 万元。

尽管目前看对公司业绩提升不大，但据中国南车五月二十八日公告，南车时代电动已与株洲市公交有限责任公司签订了价值 1.5 亿元的混合动力公交车销售合同。此外根据相关媒体报道，今年 3 月 19 日，南车时代电动与天津公交集团签订了 200 辆混合动力城市客车采购协，价值超过 1 亿元；而在此前的 3 月 6 日，南车时代电动与台北市高能汽车工业公司签订了首批并联式混合动力系统合同，意味着南车时代电动将通过配套的方式进入台湾新能源客车市场。

对比此前南车时代的绝大部分新能源客车产品仅在湖南地区投放，我们认为，在地方保护政策较为普遍的新能源客车市场，异地大单的签订意充分反映了公司在技术领域的领先优势，并且开始得到市场的认可。与台湾汽车厂商的合作更有望推动品牌建立，打开新能源客车和系统的出口市场。随着南车时代电动未来产能的逐步投放，南车与曙光的契合度将不断提升，而市场的开拓有望超越此前预期，将有望未上市公司贡献丰厚的投资收益。

第五，维持“推荐”评级

预计公司 11 年 12 年摊薄后 EPS 分别为 0.49 元和 0.66 元，当前股价 7.00 元，对应 PE 分别为 14.2 倍和 10.6 倍，维持“推荐”评级。

投资风险主要存在于经济型 SUV 销量增速下滑，车桥业务受配套方影响加速下滑、新能源客车推广进度低于预期等。

表 1: 主要财务指标透视

百万元	2011Q2	2011Q1	2010 Q4	2010 Q3	2010 Q2	2010 Q1
EPS(元)	0.11	0.08	0.16	0.11	0.09	0.06
一、营业总收入	1706	1613	2084	1228	1570	1227
二、营业总成本	1639	1543	1973	1155	1509	1179
营业成本	1416	1389	1796	942	1343	1018
营业税金及附加	24	24	31	18	18	21
销售费用	92	47	41	107	43	60
管理费用	75	77	89	77	83	67
财务费用	19	8	18	7	10	8
资产减值损失	12	-2	-3	4	12	5
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	8	4	5	4	4	6
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	0	14	0	0	0
四、营业利润	76	74	117	77	64	54
加：营业外收入	5	4	14	3	3	6
减：营业外支出	0	0	1	3	3	0
五、利润总额	81	78	130	77	64	60
减：所得税	17	30	35	13	11	24
六、净利润	63	48	95	64	52	36
减：少数股东损益	0	1	2	2	1	1
归属于母公司所有者的净利润	63	47	93	62	52	35
主要比率						
销售毛利率	16.99%	13.86%	13.80%	23.27%	14.45%	17.03%
销售净利率	3.71%	2.98%	4.55%	5.21%	3.34%	2.95%
销售费用率	5.41%	2.90%	1.98%	8.73%	2.76%	4.89%
管理费用率	4.40%	4.76%	4.25%	6.24%	5.30%	5.47%
财务费用率	1.12%	0.50%	0.87%	0.55%	0.63%	0.66%
净资产收益率 ROE	16.99%	13.86%	13.80%	23.27%	14.45%	17.03%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6109	7210	8694	10548	货币资金	1929	2806	3615	4876
营业成本	5100	5981	7174	8647	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1009	1230	1520	1901	应收账款	785	926	1117	1355
% 营业收入	16.5%	17.1%	17.5%	18.0%	存货	702	823	987	1190
营业税金及附加	89	105	127	154	预付账款	275	322	386	465
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	161	186	226	275
销售费用	252	297	365	443	流动资产合计	4320	5618	7000	8971
% 营业收入	4.1%	4.1%	4.2%	4.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	316	361	435	527	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	55	75	125	205
财务费用	43	142	128	124	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.7%	2.0%	1.5%	1.2%	固定资产合计	1375	1541	1566	1457
资产减值损失	17	0	0	0	无形资产	820	779	740	703
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	19	20	50	90	递延所得税资产	74	0	0	0
营业利润	312	345	516	743	其他非流动资产	10	10	10	10
% 营业收入	5.1%	4.8%	5.9%	7.0%	资产总计	6654	8022	9440	11346
营业外收支	19	40	0	0	短期贷款	571	0	0	0
利润总额	331	385	516	743	应付款项	2435	2855	3425	4127
% 营业收入	5.4%	5.3%	5.9%	7.0%	预收账款	225	266	320	389
所得税费用	84	96	129	186	应付职工薪酬	17	20	24	29
净利润	247	289	387	557	应交税费	100	117	148	197
归属于母公司所有者的净利润	242.8	283.3	379.5	546.5	其他流动负债	318	372	447	540
少数股东损益	5	5	7	11	流动负债合计	3666	3630	4365	5281
EPS (元/股)	0.42	0.49	0.66	0.95	长期借款	639	639	639	639
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	18	0	0	0
经营活动现金流净额	296	929	1027	1248	其他非流动负债	189	189	189	189
取得投资收益	3	0	0	0	负债合计	4512	4458	5193	6109
长期股权投资	-2	-20	-50	-80	归属于母公司	2079	2649	3029	3575
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-370	-472	-387	-305	股东权益	63	69	76	87
其他	5	0	0	0	负债及股东权益	2142	2718	3105	3662
投资活动现金流净额	-367	-492	-437	-385	基本指标	6654	7176	8298	9771
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.423	0.493	0.661	0.951
股权融资	528	287	0	0	BVPS	7.24	9.22	5.27	6.22
银行贷款增加 (减少)	63	-330	0	0	PE	16.56	14.19	10.60	7.36
筹资成本	77	-142	-128	-124	PEG	0.53	0.46	0.34	0.24
其他	-157	0	0	0	PB	0.97	0.76	1.33	1.12
筹资活动现金流净额	511	-184	-128	-124	EV/EBITDA	7.08	2.22	1.00	-0.16
现金净流量	440	252	462	739	ROE	11.7%	10.7%	12.5%	15.3%

分析师介绍

谭焜元，浙江大学工学学士，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。