

悦达投资 (600805.sh)

汽车业务是业绩主要增长动力

汤俊 分析师 电话: 020-87555888-8628 eMail: tj5@gf.com.cn 执业编号: S0260511010005	杨华超 首席分析师 电话: 021-68828289 eMail: yhc2@gf.com.cn 执业编号: S0260511010016	黎韦清 分析师 电话: 020-87555888-8630 eMail: lwq@gf.com.cn 执业编号: S0260511020007
--	---	---

煤炭具有增长潜力, 汽车业务是主要增长点

从近年来公司各项业务的发展情况来看, 公司准格尔旗乌兰煤渠的煤炭品质较高, 该业务增长较快, 具有增长潜力, 但是目前贡献规模较小, 公司业绩的主要增量来自于汽车业务。2011年上半年DYK实现净利润19.11亿元, 同比增长68.85%, 贡献公司投资收益4.78亿元, 占公司净利润比例在80%以上。我们判断DYK三季度因为SUV产品结构下降、新车K2上市的相关促销影响业绩环比二季度下滑20%左右, 但是四季度DYK在营销策略上有所调整, 预计狮跑、智跑的比例会有所提升, 同时K2一个季度的市场预热已经取得了较好的效果, 因此, 我们认为DYK四季度的盈利能力将得到回升。

公路、纺织以及拖拉机业务未来维持稳定

我们判断未来京沪高速仍然保持相对平稳的增长状态; 而西铜高速计重收费影响结束, 也恢复到平稳增长的状态, 虽然年底西铜高速方向的一条高速公路将建成通车, 但是由于造价较高, 预计收费标准也将提升明显, 因此我们判断对西铜高速商用车的收费影响将不明显。

东风悦达起亚处于品牌的提升期

随着新车型的投放, 公司的销售规模与产品结构均处于上升状态。2011年1-9月公司销售汽车30.07万辆, 同比26.49%, 其中1.6L以上车型销售10.45万辆, 占比34.75%, 相对去年同期提升了11个百分点。在公司第三工厂审批建设阶段, 我们认为未来两年公司的业绩增长主要来自于两点: (1) 规模效应的进一步体现; (2) 产品结构的进一步提升。

盈利预测

我们预计公司2011-2013年EPS为1.62元、1.95元、2.19元, 基于目前不到8倍的估值水平, 我们给予“买入”评级。

风险提示: 利率提升对财务费用的影响; DYK的销量低于我们的预期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1529.42	2126.87	2452.65	2654.48	2876.48
增长率(%)	-24.10%	39.06%	15.32%	8.23%	8.36%
EBITDA(百万元)	412.20	666.58	672.63	696.69	727.04
净利润(百万元)	324.03	717.27	1150.10	1385.26	1552.22
增长率(%)	415.42%	121.36%	60.35%	20.45%	12.05%
每股收益(元)	0.59	1.32	1.62	1.95	2.19
市盈率	20.05	11.13	8.36	6.94	6.19
市净率	4.40	3.64	3.00	2.16	1.64
EV/EBITDA	22.19	16.00	15.04	12.18	9.18

数据来源:江苏悦达投资股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

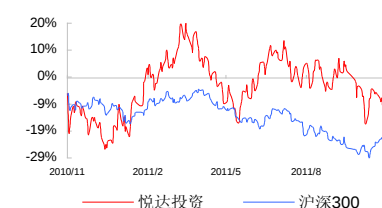
广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格	12.75元
合理价值	16.00元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-4.78	-13.03	-32.65
沪深300	5.60	-6.00	-23.22

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	709/708
主要股东:	江苏悦达集团有限公司
主要股东持股比例	23.06%
流通A股比例	99.86%

财务比率

ROE	32.69%
ROA	8.74%
资产负债率	67.93%

2010 年报数据

煤炭具有增长潜力，汽车是业绩的主要增长点

公司主要的业务板块包括：纺织、拖拉机、公路、煤炭以及汽车。其中纺织、拖拉机、公路、煤炭业务是公司的收入构成，而汽车业务主要是持有东风悦达起亚的25%的股权，按投资收益合并报表。从近年来公司各项业务的发展情况来看，公司准格尔旗乌兰煤渠的煤炭品质较高，该业务增长较快，具有增长潜力，但是目前贡献规模较小，公司业绩的主要增量来自于汽车业务。

2011上半年公司实现营业收入12.45亿元，同比增长35.18%，其中煤炭销售2.22亿元，同比增长162.59%。虽然煤炭业务增速较快，但是对业绩贡献的规模较小，2010年公司煤炭业务贡献业绩为4253.61万元。我们预计2011年公司煤炭业务贡献净利润在6500万左右。我们认为基于公司乌兰煤渠高品质的动力煤以及市场的需求增长，我们认为公司煤炭业务具有增长潜力。

图1：2010年公司主营构成

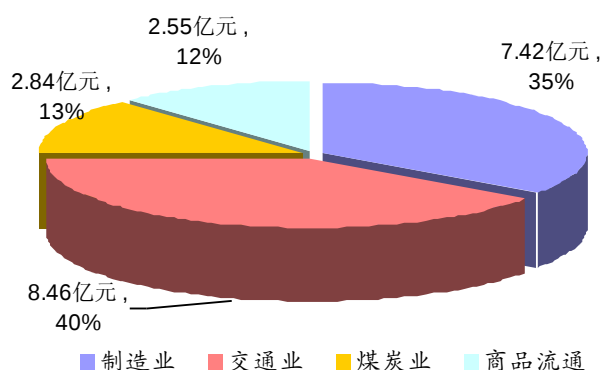
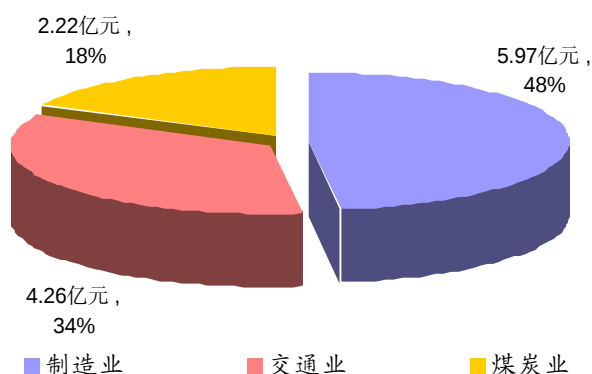


图2：2011年上半年公司主营构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3：公司煤炭业务的增长情况

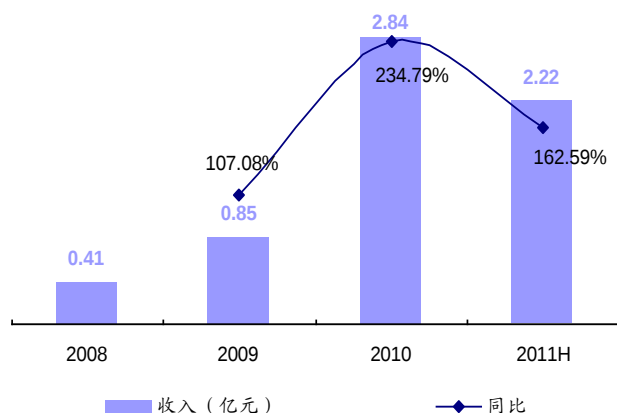
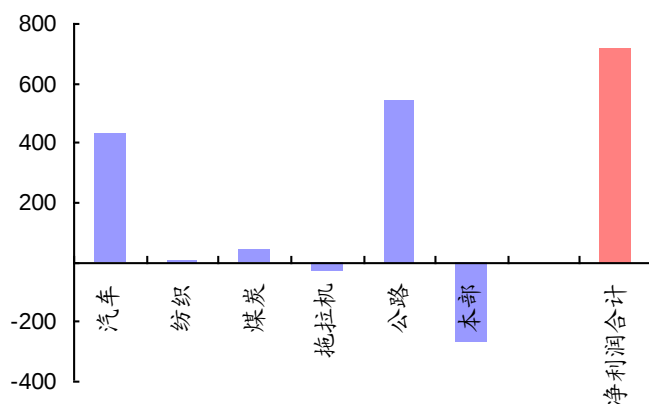


图4：2010年分块业务的业绩贡献情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司的业绩弹性主要来自于东风悦达起亚（DYK）的业绩增长。2011年上半年DYK实现营业收入207.59亿元，实现净利润19.11亿元，同比增长68.85%，净利率达到9.21%，贡献公司投资收益4.78亿元，占公司净利润的比例达到80%以上。我们判断DYK三季度因为SUV产品结构下降，以及新车K2上市的相关促销影响业绩环比二季度下滑20%左右，但是四季度DYK在营销策略上有所调整，预计狮跑、智跑SUV的比例会有所提升，同时K2一个季度的市场预热已经取得了较好的效果，因此，我们认为DYK四季度的盈利能力将得到回升，预计全年实现净利润36亿元，贡献投资收益9亿元左右。

图5：DYK净利润与净利率的变化情况

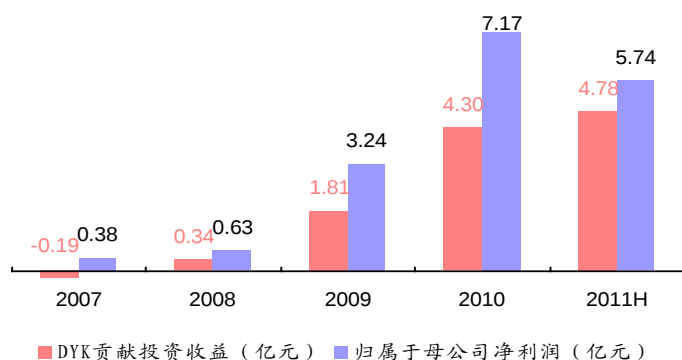
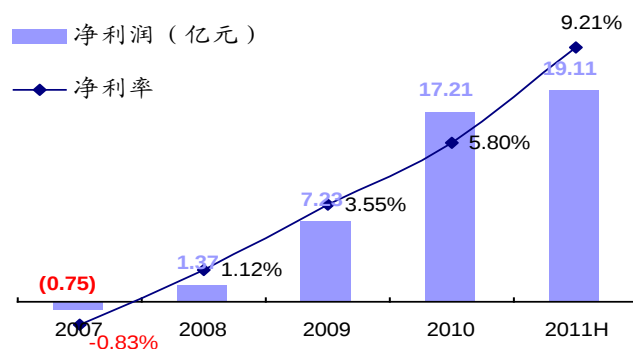


图6：DYK贡献投资收益与公司净利润的变化情况

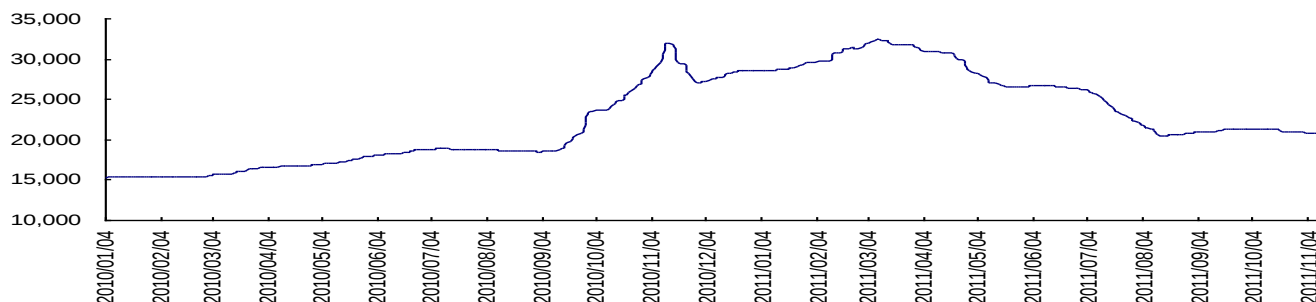


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公路、纺织以及拖拉机业务未来维持稳定

公司的公路交通业业绩主要贡献主要来自西铜高速（持股70%）以及京沪高速（21%），西铜高速2010年实现收入7.41亿元，同比增长38.54%，主要原因是2010年5月开始实施计重收费，今年前三季度受该措施影响，同比增速预计在20%左右，但是剔除计重收费影响，增速在10%左右；京沪高速相对稳定，今年前三季度预计增速在6-7%。我们判断未来京沪高速仍然保持相对平稳的增长状态；而西铜高速计重收费影响结束，也恢复到平稳增长的状态，虽然年底西铜高速方向的一条高速公路将建成通车，但是由于公路造价较高，预计收费标准也将提升明显，因此我们判断对西铜高速商用车的收费影响将不明显。

图7：2010-2011年棉花价格变化



数据来源：wind资讯

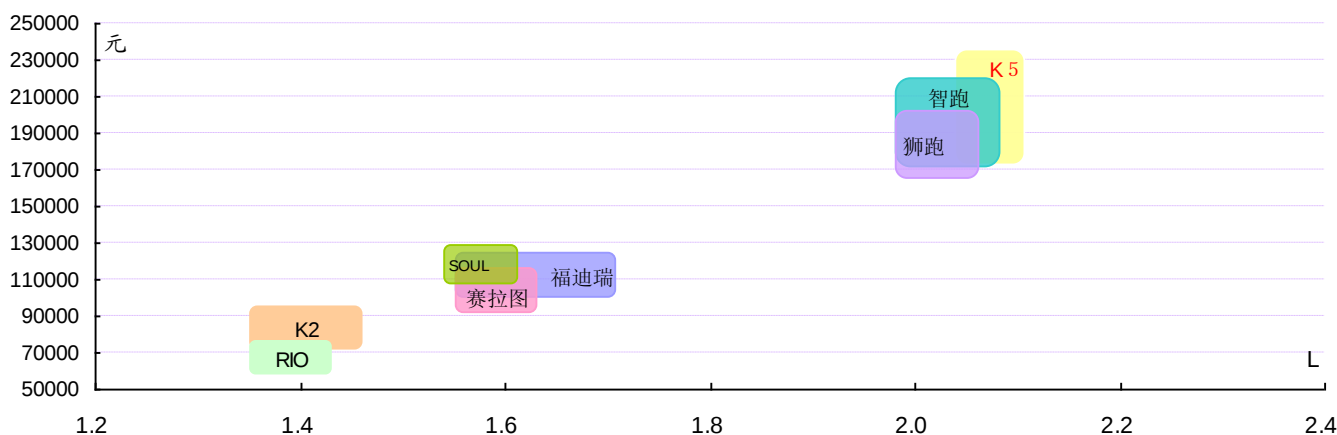
由于棉花价格下跌以及纱线价格下降，公司纺织业务受到棉花库存较高的影响，我们预计今年难以盈利；而拖拉机业务预计也将维持亏损状态；对于未来我们认为两项业务将维持贡献收入，但是不贡献业绩的状态。

东风悦达起亚处于品牌的提升期

东风悦达起亚（DYK）2011年成立，2002年一工厂投产，2007年12月二工厂正式投产，目前总产能43万台。目前的车型有赛拉图（2005年上市）、RIO（2007年上市）、狮跑（2007年上市）、福迪瑞（2009年上市）、SOUL（2009年上市）、智跑（2010年上市）、K2（2011年上市）、以及K5（2011年上市）。

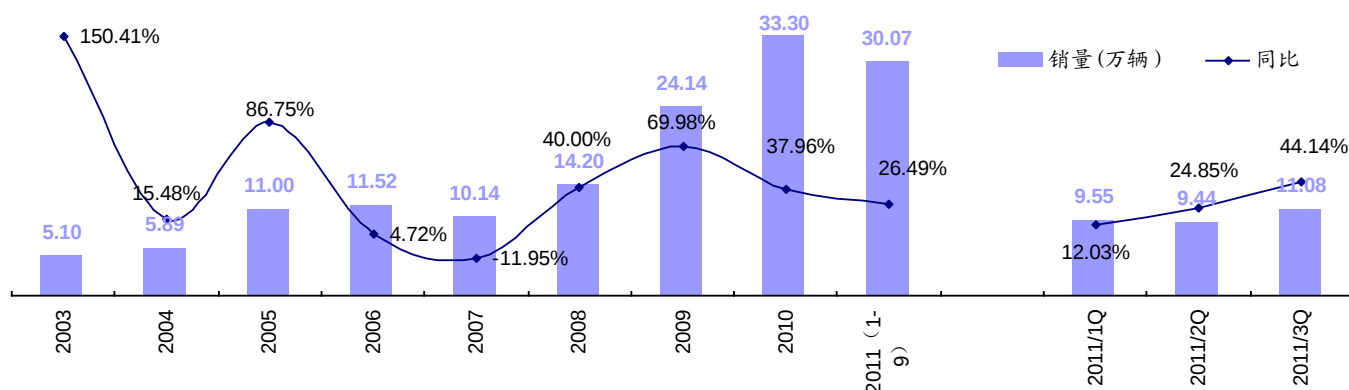
随着新车型的投放，公司的销售规模与产品结构均处于上升状态。2011年1-9月公司销售汽车30.07万辆，同比26.49%，其中1.6L以上车型销售10.45万辆，占比34.75%，相对去年同期提升了11个百分点。

图8：公司主要车型的排量、价格分布



数据来源：广发证券发展研究中心

图9：DYK的历年的销量变化情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

图10：2011年前三季度公司的车型结构

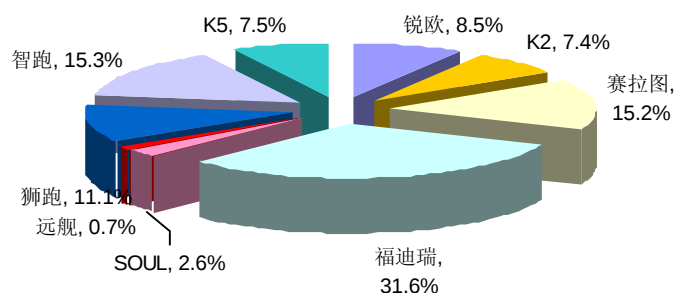
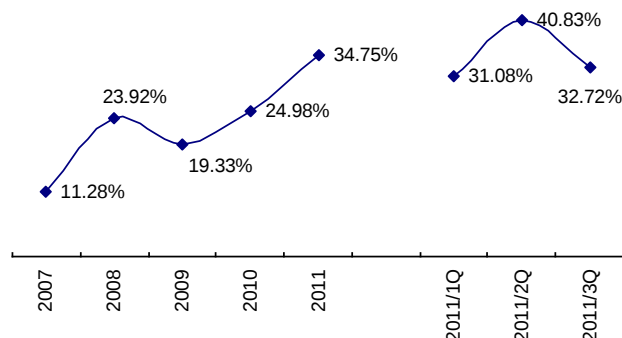


图11：历年公司1.6L以上排量的结构比例变化



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

目前DYK的产能是43万台，今年基本已经实现了满产，公司三工厂建设还需要走审批程序，如果顺利，按照正常的产能建设周期，三工厂要到2014年才能投产，因此最近两年公司只能通过现有的产能解决。因此，我们认为三工厂的建设进度将影响公司未来的新车投放速度；同时，对比K5、智跑以及八代索纳塔、ix35的市场表现，我们认为公司的渠道建设存在较大的改善空间。因此，我们认为在未来两年里，公司的业绩增长主要来自于两点：（1）规模效应的进一步体现；（2）产品结构的进一步提升。

图12：智跑、IX35的销量对比

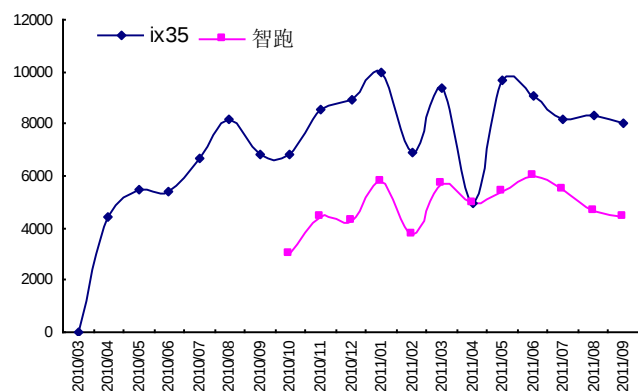
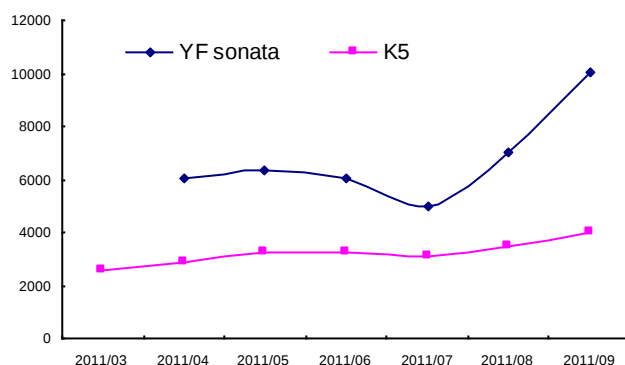


图13：K5与第八代索纳塔的销量对比



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

盈利预测

我们预计公司2011-2013年每股收益分别为1.62元、1.95元、2.19元。基于目前不到8倍的估值水平，我们给予“买入”评级。

风险提示

利率提升对母公司财务费用的影响；东风悦达起亚的销售情况低于我们的预期。

资产负债表

单位：百万元

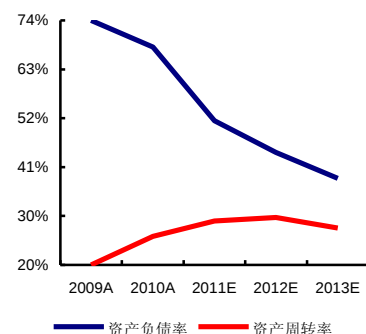
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,230	2,779	2,408	4,163	6,012
货币资金	1,507	1,757	1,376	3,004	4,815
应收及预付	577	526	693	795	809
存货	146	387	340	364	388
其他流动资产	1	109	0	0	0
非流动资产	5,522	5,891	5,673	5,374	5,159
长期股权投资	2,608	3,010	3,010	3,010	3,010
固定资产	1,189	1,295	1,348	1,322	1,324
在建工程	65	14	-15	-103	-158
无形资产	1,601	1,571	1,330	1,145	984
其他长期资产	58	1	0	0	0
资产总计	7,752	8,670	8,081	9,537	11,171
流动负债	3,908	3,981	2,291	2,371	2,455
短期借款	1,896	2,248	0	0	0
应付及预收	1,497	1,408	2,291	2,371	2,455
其他流动负债	515	326	0	0	0
非流动负债	1,815	1,909	1,876	1,876	1,876
长期借款	1,776	1,876	1,876	1,876	1,876
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	39	32	0	0	0
负债合计	5,723	5,890	4,168	4,248	4,331
股本	545	545	709	709	709
资本公积	275	275	275	275	275
留存收益	656	1,373	2,218	3,461	4,872
归属母公司股东权益	1,477	2,194	3,202	4,446	5,856
少数股东权益	553	586	711	843	984
负债和股东权益	7,752	8,670	8,081	9,537	11,171

利润表

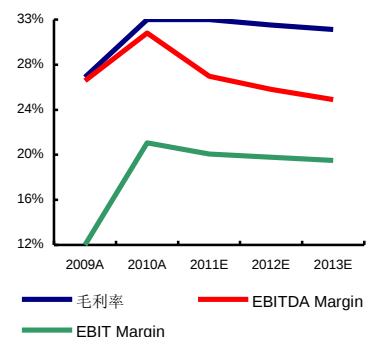
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1529	2127	2453	2654	2876
营业成本	1112	1436	1657	1804	1967
营业税金及附加	30	42	48	52	56
销售费用	15	24	20	21	23
管理费用	186	168	228	244	262
财务费用	250	277	287	285	281
资产减值损失	4	20	18	18	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	447	751	1226	1434	1582
营业利润	380	911	1422	1664	1853
营业外收入	85	24	29	29	32
营业外支出	2	5	22	7	8
利润总额	463	930	1430	1686	1877
所得税	82	124	154	169	184
净利润	381	806	1275	1517	1693
少数股东损益	57	89	125	132	141
归属母公司净利润	324	717	1150	1385	1552
EBITDA	412	667	673	697	727
EPS (元)	0.59	1.32	1.62	1.95	2.19

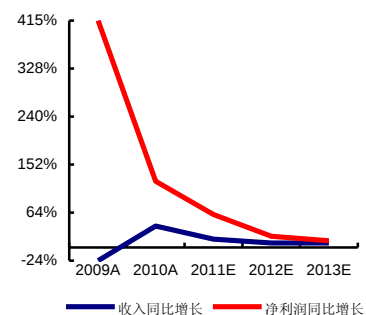
资产负债率趋势



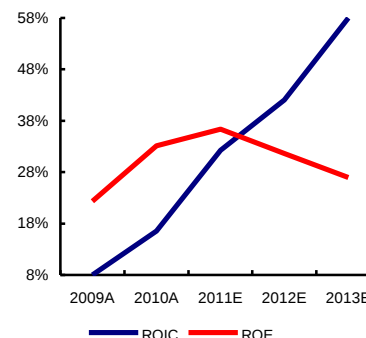
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

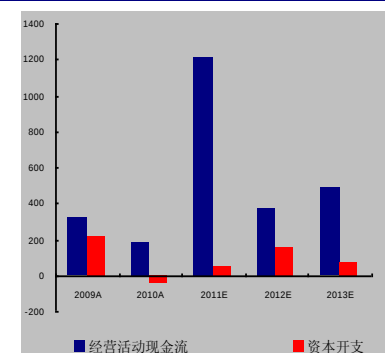
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	319	185	1,217	373	485
净利润	381	806	1,275	1,517	1,693
折旧摊销	226	211	172	164	159
营运资金变动	-77	-397	706	-58	36
其它	-210	-434	-937	-1,251	-1,402
投资活动现金流	344	263	1,277	1,585	1,655
资本支出	215	-41	52	151	73
投资变动	129	303	1,226	1,434	1,582
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	-789	-197	-2,875	-329	-329
银行借款	2,848	3,366	-2,248	0	0
债券融资	-2,402	-3,084	-350	0	0
股权融资	25	2	0	0	0
其他	-1,261	-481	-278	-329	-329
现金净增加额	-126	250	-381	1,628	1,811
期初现金余额	1,632	1,507	1,757	1,376	3,004
期末现金余额	1,507	1,757	1,376	3,004	4,815

主要财务比率

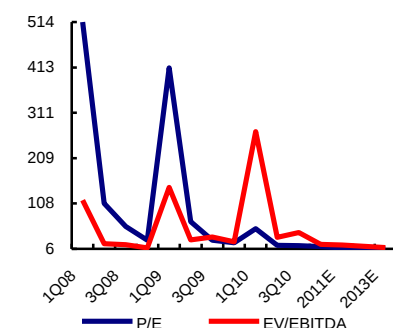
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	-24.1%	39.1%	15.3%	8.2%	8.4%
营业利润	125.7%	140.0%	56.1%	17.0%	11.4%
归属于母公司净利润	415.4%	121.4%	60.3%	20.4%	12.1%
获利能力					
毛利率	27.3%	32.5%	32.5%	32.0%	31.6%
净利率	24.9%	37.9%	52.0%	57.2%	58.9%
ROE	21.9%	32.7%	35.9%	31.2%	26.5%
ROIC	7.6%	16.1%	31.8%	41.6%	57.5%
偿债能力					
资产负债率	73.8%	67.9%	51.6%	44.5%	38.8%
净负债比率	130.7%	96.5%	12.8%	-21.3%	-43.0%
流动比率	0.57	0.70	1.05	1.76	2.45
速动比率	0.52	0.58	0.88	1.57	2.25
营运能力					
总资产周转率	0.20	0.26	0.29	0.30	0.28
应收账款周转率	18.35	50.04	20.56	24.37	27.36
存货周转率	4.67	5.39	4.88	4.96	5.07
每股指标 (元)					
每股收益	0.59	1.32	1.62	1.95	2.19
每股经营现金流	0.58	0.34	1.72	0.53	0.68
每股净资产	2.71	4.02	4.52	6.27	8.26
估值比率					
P/E	20.0	11.1	8.4	6.9	6.2
P/B	4.4	3.6	3.0	2.2	1.6
EV/EBITDA	22.2	16.0	15.0	12.2	9.2

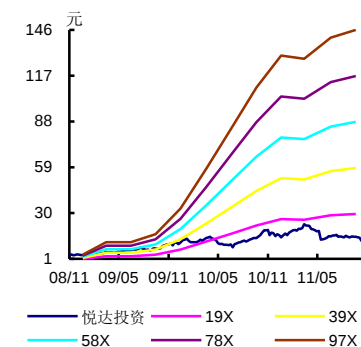
资本支出与经营活动现金流



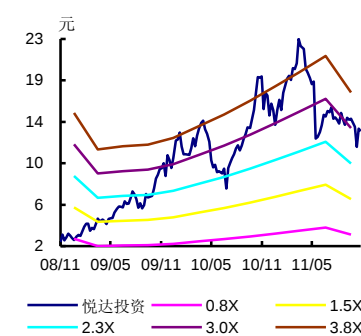
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤 俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。