

曙光股份 (600303)

营收稳定增长，未来还看新能源

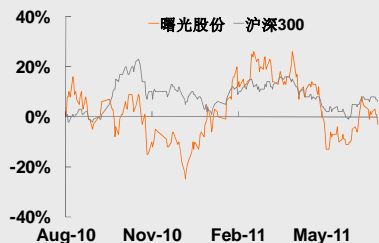
推荐(维持)

现价: 7.00 元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.sgautomotive.com
大股东/持股	曙光集团/20.65%
实际控制人/持股	李进巅/10.17%
总股本(百万股)	575
流通 A 股(百万股)	575
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	40.16
流通 A 股市值(亿元)	40.16
每股净资产(元)	3.77
资产负债率(%)	67.3

行情走势图



相关研究报告

携手株洲所, 优势互补抢占新能源客车制高点 (推荐) ——2010 半年报点评 (2010.08.23)

证券分析师

余兵 S1060511010004
021-33830530
yubing006@pingan.com.cn

王德安 S1060511010006
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

事项:

2011 年 1-6 月, 公司实现营业收入 33.2 亿元, 同比增长 18.7%; 实现归属母公司净利润 1.1 亿元, 同比增长 25.7%; 每股收益 0.19 元。每股净资产 3.77 元。

平安观点:

■ **公司营收持续增长, 受益于销量增长。**公司 1-6 月实现营业收入 33.2 亿元, 同比增长 18.7%, 主要原因是由于本期销量增长。其中: 乘用车本期实现收入 12.6 亿元, 同比增加 2 亿元, 增幅 19.1%; 黄海客车本期销售实现收入 8.6 亿元, 同比增加 3.3 亿元, 增幅 62.3%。

公司 1-6 月实现净利润 1.1 亿元, 同比增长 25.7%, 主要原因是由于销售规模增长导致毛利率、净利率提升所致。

■ **2011年上半年汽车行业销量增速大幅回落, 公司仍取得较快增长。**2011年 1-6月, 汽车行业产销分别增长2.48%和3.35%, 增速显著回落。公司采取积极有效的措施, 力保增长: 1、调整产品结构, 开拓中高端市场。推出LNG节能型客车产品以及乘用车新车型旗胜V3, 成为新的增长点; 2、积极拓展海外市场; 3、加强成本管控, 降低管理费用。

■ **积极布局新能源汽车产业链, 前景广阔。**2011年上半年, 公司与南车株洲所确定合作发展新能源客车; 成立黄海麦科卡电动汽车公司。黄海麦科卡电动汽车公司主要进行电动车的研发和生产, 一期规划产能6万辆/年, 总规模至30万辆, 总投资额10亿元。这两项投资可以实现公司传统汽车与新能源技术优势互补, 提升公司在新能源汽车领域的竞争力, 促进新能源汽车产业的发展。

■ **维持“推荐”评级。**公司在车桥和客车制造领域有一定技术和市场积累, 同时积极布局新能源汽车领域, 公司未来成长前景良好。预计公司2011、2012、2013年EPS分别为0.48、0.62、0.84元, 对应最新收盘价的PE分别为15、11、8倍。维持“推荐”评级。

■ **风险提示: 新能源汽车行业进展低于预期。**

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,051	6,109	7,941	10,324	13,421
YoY(%)	-6.3	50.8	30.0	30.0	30.0
净利润(百万元)	161	243	277	359	481
YoY(%)	138.4	51.2	14.1	29.5	34.2
毛利率(%)	16.7	16.5	15.7	15.7	15.8
净利率(%)	4.0	4.0	3.5	3.5	3.6
ROE(%)	11.5	11.7	11.9	13.5	15.5
EPS(摊薄/元)	0.28	0.42	0.48	0.62	0.84
P/E(倍)	25.0	16.6	14.5	11.2	8.4
P/B(倍)	2.9	1.9	1.7	1.5	1.3

公司 2011 年 1-7 月座位客车、公交客车销量和市场占有率均出现下滑。下滑的主要原因是行业内其他厂商发展迅速，销量迅速上升。其中宇通客车 2011 年 1-7 月座位客车销量同比增长 9.4%、公交客车销量同比增长 34.3%，而同期公司对对应产品销量出现下滑。

图表1 黄海客车销量及市占率 单位：辆

产品分类	2011 年 1-7 月			2010 年 1-7 月	
	销量	销量同比	市占率	销量	市占率
合计	1993	-8.5%	1.6%	2177	2.0%
座位客车	382	-17.9%	0.4%	465	0.6%
卧铺客车	0			0	
公交客车	1611	-5.8%	4.6%	1711	5.5%
其他客车	0			1	0.3%

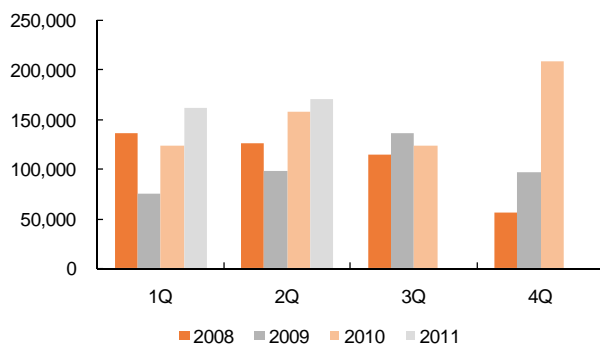
资料来源：中国客车统计信息网

图表2 曙光股份主营构成 单位：万元

产品分类	营业收入	营业成本	营业利润率 (%)	收入同比 (%)	利润率同比
整车	21203	177930	16.1	35.3	增加 0.01 个百分点
车桥	38952	31948	18.0	-27.0	减少 1.63 个百分点
其它汽车零部件	28667	23041	19.6	84.5	减少 9.17 个百分点
经销其他汽车	42597	41426	2.8	-9.8	增加 0.57 个百分点

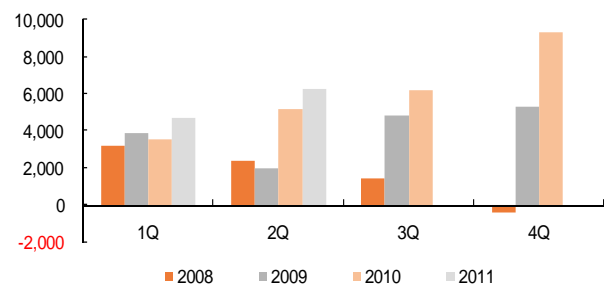
资料来源：公司公告

图表3 曙光股份季度收入 单位：万元



资料来源：公司公告

图表4 曙光股份季度净利润 单位：万元



资料来源：公司公告

图表5 利润表主要项目 单位：万元

报告表格	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	同比	环比
营业收入	157,003	122,800	208,412	161,282	170,612	8.7%	5.8%
营业成本	134,323	94,229	179,645	138,929	141,627	5.4%	1.9%
销售费用	4,333	10,726	4,134	4,671	9,225	112.9%	97.5%
管理费用	8,323	7,667	8,868	7,682	7,510	-9.8%	-2.2%
财务费用	982	672	1,819	808	1,904	93.9%	135.8%
净利润	5,197	6,236	9,302	4,704	6,281	20.9%	33.5%
EPS	0.09	0.11	0.16	0.08	0.11	20.9%	33.5%
						同比增减百分点	环比增减百分点
毛利率	14.4%	23.3%	13.8%	13.9%	17.0%	2.5	3.1
销售费用率	2.8%	8.7%	2.0%	2.9%	5.4%	2.6	2.5
管理费用率	5.3%	6.2%	4.3%	4.8%	4.4%	-0.9	-0.4
财务费用率	0.6%	0.5%	0.9%	0.5%	1.1%	0.5	0.6
三项费用合计	8.7%	15.5%	7.1%	8.2%	10.9%	2.2	2.8
税率	17.4%	16.8%	27.2%	38.2%	21.6%	4.2	-16.6
净利率	3.3%	5.1%	4.5%	2.9%	3.7%	0.4	0.8

资料来源：公司公告、平安证券研究所

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	4320	5654	7332	9328
现金	1929	2383	3244	4156
应收账款	747	987	1284	1665
其他应收款	37	54	72	91
预付账款	275	669	696	791
存货	702	911	1203	1553
其他流动资产	630	649	832	1073
非流动资产	2334	2309	2273	2230
长期投资	55	72	74	70
固定资产	1344	1265	1179	1087
无形资产	820	869	929	986
其他非流动资产	116	102	91	87
资产总计	6654	7963	9604	11558
流动负债	3666	4567	5724	7078
短期借款	502	555	526	532
应付账款	1397	1944	2545	3262
其他流动负债	1767	2067	2652	3284
非流动负债	846	986	1130	1267
长期借款	639	783	926	1064
其他非流动负债	207	203	203	204
负债合计	4512	5553	6853	8345
少数股东权益	63	74	85	100
股本	287	575	575	575
资本公积	932	644	644	644
留存收益	862	1119	1449	1895
归属母公司股东权	2079	2337	2666	3112
负债和股东权益	6654	7963	9604	11558

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	296	330	853	884
净利润	247	288	370	497
折旧摊销	115	120	122	122
财务费用	43	20	20	16
投资损失	-19	-25	-25	-24
营运资金变动	-111	-114	338	235
其他经营现金流	21	40	29	39
投资活动现金流	-367	-76	-60	-56
资本支出	371	0	0	0
长期投资	2	24	-2	-3
其他投资现金流	6	-51	-62	-59
筹资活动现金流	511	200	68	83
短期借款	12	54	-29	5
长期借款	106	144	143	137
普通股增加	65	287	0	0
资本公积增加	388	-287	0	0
其他筹资现金流	-60	2	-47	-60
现金净增加额	439	454	861	911

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6109	7941	10324	13421
营业成本	5100	6692	8700	11295
营业税金及附加	89	102	137	180
营业费用	252	345	448	578
管理费用	316	429	562	722
财务费用	43	20	20	16
资产减值损失	17	12	13	13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	19	25	25	24
营业利润	312	365	469	640
营业外收入	26	25	25	25
营业外支出	7	6	6	6
利润总额	331	383	488	659
所得税	84	95	118	162
净利润	247	288	370	497
少数股东损益	5	11	11	15
归属母公司净利润	243	277	359	481
EBITDA	470	505	610	778
EPS (元)	0.85	0.48	0.62	0.84

会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	50.8%	30.0%	30.0%	30.0%
营业利润	67.3%	17.0%	28.5%	36.5%
归属于母公司净利润	51.2%	14.1%	29.5%	34.2%
获利能力				
毛利率(%)	16.5%	15.7%	15.7%	15.8%
净利率(%)	4.0%	4.0%	3.5%	3.5%
ROE(%)	11.7%	11.9%	13.5%	15.5%
ROIC(%)	8.2%	7.9%	9.0%	10.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.8%	69.7%	71.4%	72.2%
净负债比率(%)	26.8%	26.1%	22.9%	20.4%
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.0	1.0	1.1	1.1
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	8.8	8.4	8.3	8.3
应付账款周转率	4.0	4.0	3.9	3.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.48	0.62	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.57	1.49	1.54
每股净资产(最新摊薄)	3.62	4.07	4.64	5.42
估值比率				
P/E	16.6	14.5	11.2	8.4
P/B	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.0	6.5	5.4	4.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755)82449257