

曙光股份 (600303)

新能源客车航母扬帆起航

增持/ 首次评级

股价: RMB17.47

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159
+755-82492723 yaohg@lhzq.com

联系人

黄未樵

+755-82366964 huangwq@lhzq.com

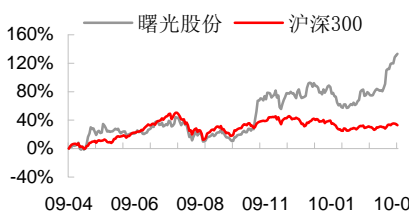
- 农村及城镇市场持续成长带动下，传统业务的轻型车桥、皮卡未来数年都有望稳健增长，而新能源汽车业务成长空间巨大，首次给予“增持”评级。
- 公司与中国南车株洲电力机车研究所有限公司进行合资合作属于强强联合，有望充分发挥黄海在公交车领域多年的销售、制造、研发、管理的经验和能力，以及株洲所在电动汽车整车、电气系统及关键零部件的研发、制造上的领先优势，从而打造出“高、大、全”——技术水平高、产销规模大、产业链布局全的中国新能源客车航母。
- 不考虑合并情景下，预计公司 2010、2011 年销售收入分别可达 54.67 亿元和 63.73 亿元，实现净利润 1.64 及 1.99 亿元，合 EPS 0.71 元和 0.87 元。
- 预计合资公司 2010 年可完成销售收入约 8 亿元，贡献 EPS 0.09 元。2011 年，预计实现销售收入 18.15 亿元，贡献 EPS 0.24 元。合并情境下，预计 2010、2011 年 EPS 0.80 和 1.10 元，对应 PE 分别为 21.8 倍和 15.9 倍。关于合资公司的预测，由于缺乏详细财务数据，存在一定的不确定性。
- 为实现制定的 2012 年前新能源汽车普及量及销量目标，预计在未来 2~3 年新能源公交的大规模推广势在必行。目前年销售规模 5 万辆的公交大中客，在 2013 或 2014 年时绝大多数是混合动力或纯电动新能源客车是完全有可能的。此假设下，2010~2013 年合资公司可分别贡献 EPS 0.09 元、0.24 元、0.67 元、1.50 元。若考虑乘用车电机电控，成长空间更为巨大。
- 如果当前 A 股同类公司的股票价格和公司市值反映了目前市场对未来新能源汽车业务的合理预期，那么我们相信凭借南车株洲所的技术、规模、产业链布局上的优势，作为新能源客车绝对龙头的曙光股份应当享有更高的溢价，市值百亿或许也不为过。
- 从更安全的角度分析，我们认为公司的传统业务在稳健增长背景下给予 2010 年 20 倍 PE，而盈利成长性非常好的新能源汽车业务给予 2011 年 50 倍 PE 是合理的，则公司传统业务和新能源汽车业务分别价值 14 元和 10 元，公司股票价格也应在 24 元以上。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	222
流通 A 股 (百万股)	192
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	3346

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4322.5	4047.0	6267.0	8188.0
(+/-%)	5.1	-6.4	54.9	30.7
归属母公司净利润(百万元)	67.4	160.5	178.0	245.0
(+/-%)	-36.3	138.3	10.9	37.6
EPS(元)	0.30	0.72	0.80	1.10
P/E(倍)	57.6	24.2	21.8	15.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

传统业务稳健增长，联手株洲所打造新能源客车航母

曙光作为轻型车桥龙头，将受益经济型轿车、轻卡市场的持续增长；其传统客车业务，通过全国布局，有望扭转局限于北方公交市场的不利境地，经营状况将有改善；而其皮卡业务在行业持续高增长的背景下，凭借价格优势和产品个性，在解决产能瓶颈问题后，有望呈高增长态势。因此，其传统业务未来数年都有望稳健增长，目前股价仍有一定安全边际。

而公司和中国南车株洲电力机车研究所有限公司进行合资合作属强强联合，有望充分发挥黄海在公交车领域多年的销售、制造、研发、管理的经验和能力，以及株洲所在电动汽车整车、电气系统及关键零部件的研发、制造上的领先优势，从而打造出“高、大、全”——技术水平高、产销规模大、产业链布局全的中国新能源客车航母。

在不考虑合并株洲电动汽车公司的销售收入及利润的情景下，我们预计公司2010、2011年销售收入分别可达54.67亿元和63.73亿元，实现净利润1.64及1.99亿元，合EPS 0.71元和0.87元。株洲电动汽车2009年完成销售500辆，预计2010年可完成销售整车1,000辆，300套电机电控系统，及400台地面充电机，合计销售收入约8亿元，净利润5,150万元，可为曙光贡献利润约2,369万元，合EPS 0.09元左右。2011年，我们预计公司整体销量有望翻番以上，从而实现销售收入18.15亿元，实现净利润1.16亿元，贡献曙光5,331万元，合EPS 0.24元。

合并情境下，我们假设电动汽车销售公司仅贡献销售收入，不贡献业绩，合资公司净利润通过投资收益体现。该假设下，我们预计合并后2010、2011年销售收入62.67亿元、81.88亿元，实现净利润1.78亿元、2.45亿元，合EPS 0.80和1.10元，对应PE分别为21.8倍和15.9倍。

目前A股市场，新能源客车，包括电机电控、充电机等概念的公司众多，股价涨幅和公司市值均较为可观。如果可以认为当前这些公司的股票价格和公司市值反映了目前市场对未来新能源汽车业务的合理预期，那么我们相信凭借南车株洲所的技术、规模、产业链布局上的优势，作为新能源客车绝对龙头的曙光股份应当享有更高的溢价，市值百亿或许也不为过。

而如果以上公司的定价可以理解为市场泡沫下的非理性定价结果。从更安全的角度分析，我们认为公司的传统业务在稳健增长背景下给予2010年20倍PE，而盈利成长性非常好的新能源汽车业务给予2011年50倍PE是合理的，则公司传统业务和新能源汽车业务分别价值14元和10元，公司股票价格也应在24元以上。

考虑到公司传统业务可提供一定的安全边际，而新能源业务有可能带来巨大盈利空间，首次给予“增持”评级。

轻型车桥龙头，受益经济型轿车、轻卡市场持续增长

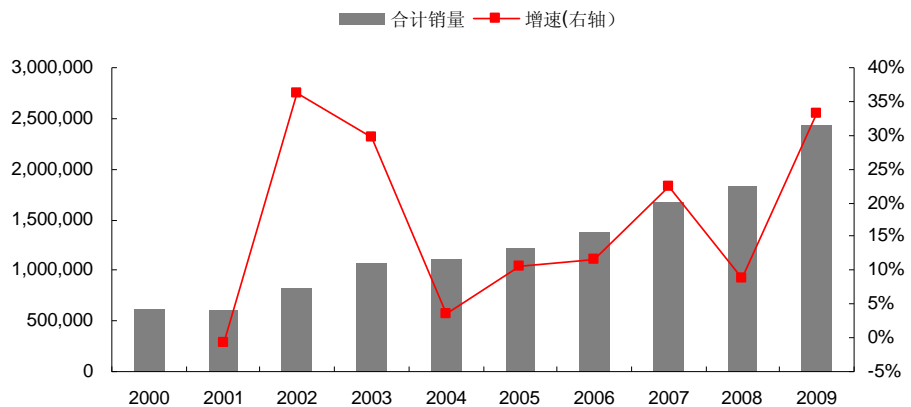
公司自车桥业务起步，目前是国内最大的轻型驱动车桥生产商，在轻型车桥市场已连续十一年销量第一。

中国汽车销量过去十年的跨越式发展也带来了车桥行业的快速增长，车桥主要分为轻型车桥（包括轻微卡、轻客、SUV、皮卡等）、重型车桥（中重卡、大中客）、悬挂市场（轿车）三大种类。

轻型车桥市场

过去5年国内轻型车桥产销量增速基本保持在了10%以上，主要受益于轻卡（含皮卡）、轻客、SUV的销量几乎翻番。

图 1 轻型车桥目标市场销量（辆）



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：目标市场数据包括轻卡（含皮卡）、轻客、SUV

农村居民实际可支配收入的快速增长；农城镇化进程的加快带来的建设需求、农村商品经济发展；农村提高生产效率的迫切要求；以及国家汽车下乡政策的催化作用，我们相信在以上因素的影响下，主要用于城乡结合部和农村物流市场的低端轻卡、主要用于城乡结合部和农村基础设施建设及物流运输需要的工程轻卡，未来数年仍将处于快速增长的阶段。

两驱版的城市休闲型 SUV 的兴起是过去几年 SUV 成为中国汽车市场增长最为强劲的细分市场的主要原因，随着 SUV 从实用到休闲转变的趋势为厂家和消费者逐渐接受，越来越多的城市休闲 SUV 车型的投放，预计 SUV 市场仍有巨大的增长空间。

因此，我们预计轻型车桥市场未来几年销量仍至少可保持 10%~15% 的增长速度。

由于以轻卡为代表的轻型整车厂更多地采用关键零部件外购的方式组织生产，其采购体系更为开放，因此轻型车桥市场主要是专业化车桥生产厂商的竞争。另一方面轻型车桥的附加值和技术壁垒相对较低，导致了轻型车桥市场集中度较低。目前国内轻型车桥生产企业超过 80 家，其中曙光车桥、湖南车桥、湖北三环车桥、合肥车桥、江铃底盘等实力较强，但即使是规模领先的曙光车桥，其市场份额也仅在 10% 左右（09 年公司车桥销量 56 万支，预计轻型车桥约在 50 万支左右，而轻卡、轻客、SUV 合计销量 243.37 万辆，即轻型车桥市场规模在 500 万支左右）。

从配套情况来看，公司在其主要配套企业均为首选配套商，福田、江淮轻卡的快速增长和阁瑞斯、瑞风销量的平稳上升都将带动公司轻型车桥销量的稳步提高。

表 1 曙光轻型车桥产品系列

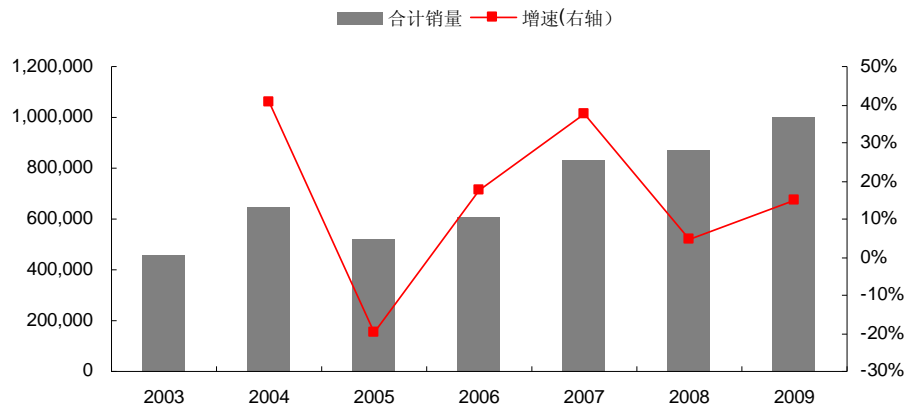
分类品种	产品系列	主要配套对象	配套比例
越野、SUV	SG2032 前后桥总成	霸道	100.00%
	SG2033、圣达菲系统 前后桥总成	特拉卡	100.00%
	BJ2022J3 前后桥	“勇士”军车	
商务车、轻客	CJY6421D		
	SG6470D 前后桥	蒙派克、阁瑞斯	60%-70%
	HFC6500 后桥总成	瑞风	60%-70%
	6480H1 后桥总成	海狮 6 代	
轻卡	1020 皮卡前后桥总成		
	130 轻卡后桥总成	江淮	60%-70%
	五十铃系列轻卡后桥总成	福田	60%-70%

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所

重型车桥市场

重型车桥主要用于中重卡及大中型客车，由于过去几年重卡市场的快速增长，因此重型车桥市场增长比较迅速。

图 2 重型车桥目标市场销量（辆）



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：目标市场数据包括中重卡、大中客

无论从重要程度还是价值量来看，车桥在重型商用车中是仅次于发动机、驾驶室的核心总成之一。过去，整车企业的发展战略是驾驶室自制，发动机力争自制，车桥一般外购，但随着中重卡市场竞争加剧，一方面掌握核心总成已成为各家整车厂的主导战略，另一方面重型车桥的高利润也令整车厂难以放弃，因此各家均重点发展自己的车桥业务，或独立建厂或与大型车桥企业合资设厂。目前，国内重型车桥生产企业主要集中在东风德纳车桥有限公司、一汽解放汽车有限公司车桥分公司、中国重汽济南桥箱有限公司、陕西汉德车桥有限公司、安徽安凯福田曙光车桥有限公司、一汽山

东汽车改装厂及青特众力车桥有限公司等七家主要的生产企业，市场占有率 90% 以上，集中度较高。因此，重型车桥以内部配套为主，市场化竞争程度较低。

由于重型车桥这种特殊的行业状况，曙光股份的重型车桥也基本配套黄海客车，少量供应福田欧 V 客车，外配空间较小。并且与大型重型商用车公司旗下的车桥企业相比，其在重型车桥上的研发、生产也无优势。因此，我们预计曙光在重型车桥市场短期内难有突破。

表 2 曙光重型车桥产品系列

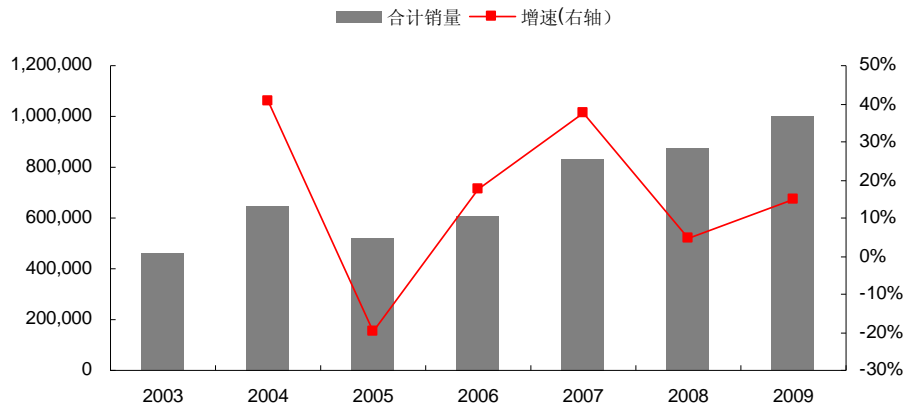
产品系列	主要配套对象
前后车桥	黄海客车、福田欧 V 客车
重卡车桥	
挂车桥平台	

数据来源：公司资料，华泰联合证券研究所

悬挂系统

过去几年自主品牌经济型轿车的快速增长，为国内车桥企业带来了悬挂系统的庞大市场机会。我们看好中国轿车的二次普及，以及这一过程中经济型轿车，特别是自主品牌的增长，因此国内车桥企业在悬挂市场面临着较大的成长机遇。

图 3 1.6L 以下轿车销量（辆）



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

在悬挂系统中，主要分为简单悬挂和具有驱动功能的悬挂。目前，公司产品全部为简单悬挂，包括前后悬挂总成、前后副车架总成、后轴总成等，产品覆盖 A、B 级车型。主要配套车型包括中华、江淮和悦及奇瑞部分高端车型，江淮和悦的全面上市将是公司 2010 年悬挂系统销量增长的主要动力。未来悬挂系统销量的上升则寄望于公司为江淮、奇瑞配套量的上升，以及进入更多自主品牌轿车配套体系。我们预计公司在悬挂市场将有较大的成长空间。

表 3 曙光悬挂产品系列

分类品种	主要配套对象	配套比例
A 级车悬挂	中华骏捷 FRV	100.00%
B 级车悬挂	中华骏捷、尊驰、瑞麒 G6、威麟 V5、和悦	100.00%
商用车悬挂	宽体新海狮	100.00%

数据来源：公司资料、华泰联合证券研究所

规模化、专业化是曙光车桥竞争力所在

在汽车底盘平台中，依靠国内现有技术，车桥总成最有可能达到国际先进水平。但是，如今国内上百家商用车车桥企业中，具有一定实力、水平及规模的只有十多家，多数车桥企业的产品竞争力不高，主要是由于研发投入不够和生产的工艺水平及制造质量不高。

国内的车桥企业对研发的投入普遍较少，其主要原因有以下三点：第一，由于对知识产权的保护力度不够，使得每一个成功推向市场的优秀产品都会成为竞争对手拷贝的对象；第二，封闭的集团内车桥市场使得企业缺乏研发投入的动力，缺乏市场竞争使得多数车桥企业不愿意在研发上给予投入；第三，大多数车桥企业缺乏技术积淀和研发人才的储备，没有能力投入研发，只能靠引进或抄袭的手段扩充产品线或改进产品。

曙光股份作为作为独立于四大汽车集团之外最大的车桥供应商，从事车桥行业超过 25 年，拥有强大的技术研发体系，设施完备，人才济济。曙光车桥技术中心是国内唯一以车桥产品为研发方向的国家认定企业技术中心，分别在丹东、沈阳、北京、美国底特律设立了研发分支机构。曙光还是美国车桥公司、美国德纳公司、美国伊顿公司、美国泰利福公司等著名公司的长期合作伙伴，多次被授予“全球首席供应商”荣誉称号。

车桥最关键的部分是减速器，而减速最主要的组成部分就是减速锥齿轮和起差速作用的行星齿轮。因此齿轮的加工技术和热处理能力从很大程度上决定了车桥的稳定性和可靠性，同时齿轮的材料和加工精度决定着车桥的承载能力和使用寿命。特别是汽车螺旋伞齿轮是汽车传动系中技术最为复杂的关键零件之一，当前国际螺旋伞齿轮技术发展较快，大部分已进入磨齿阶段。公司控股的子公司（股比 67%）的山东荣成曙光齿轮有限责任公司是国内车桥行业内唯一具备磨齿加工技术的齿轮企业，主要为公司配套，形成了曙光在车桥制造工艺上的独有竞争优势。

在专业化生产带来研发、制造优势的同时，曙光强大的成本控制能力配合其规模优势，使得其成本较行业平均水平大约低 10% 左右，价格优势成为了其在与大型国有和跨国汽车企业竞争中的另一重要手段。

突破产能瓶颈，2010 年车桥销量有望增长 25%

目前车桥业务主要拥有本部及诸城两大基地，另包括沈阳制动的轿车悬挂。本部产能 40 万支，诸城 20 万支。2009 年销售 56 万支，产能已显不足。2010 年，诸城基地将进行技改，完成后可增加 20 万支产能，但预计 2010 年仅能释放部分产能，产能提升主要将依靠本部的技改。

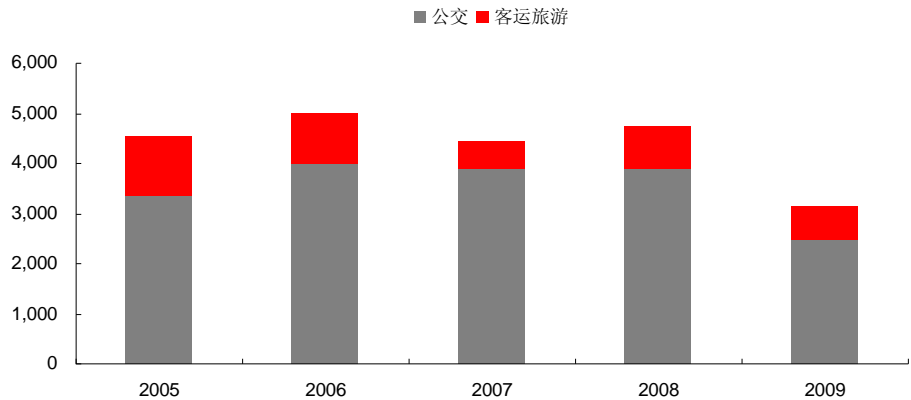
2010 年车桥增长将主要依靠江淮和悦的悬挂增量和福田、江淮轻卡的增量，预计全年销量可增长 25%，至 70 万支。

车桥常规毛利率水平在 15%~16%，09 年毛利率的大幅上升主要由于钢材价格的大幅下跌（采购成本占总成本的 70%~80%）。由于成本传导难度较大，因此如果钢价大幅上涨将对车桥毛利率造成不利影响。目前，我们仍然预计全年钢材价格将是温和上涨，车桥毛利率可维持在 17%~18%的水平。

黄海客车全国布局，混合动力将成亮点

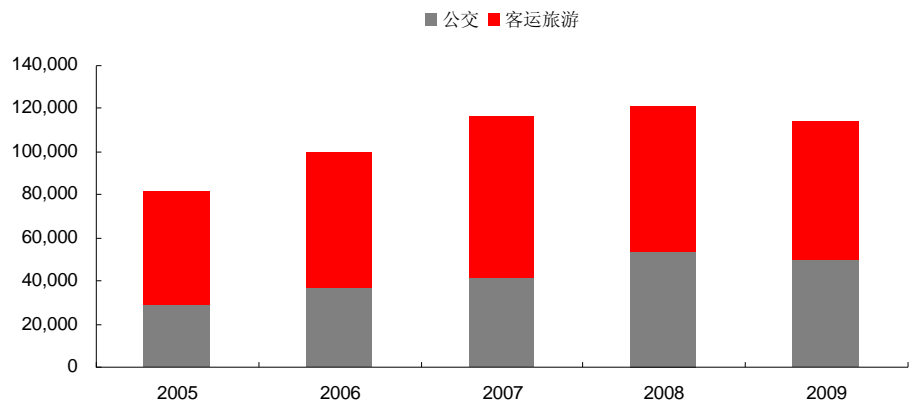
公司的黄海客车一直是北方公交市场龙头企业，特别是在 2005 年的北京奥运公交车招标项目中，黄海客车一举夺得 1161 辆客车整车、100 辆客车底盘的第一大单。

图 4 黄海客车销量（辆）



数据来源：中客网，华泰联合证券研究所

图 5 国内大中客车销量（辆）



数据来源：中客网，华泰联合证券研究所

近年来，大中客市场，特别是公交大中客有着不俗的增长（黄海产品几乎全部为大中客），但黄海客车销量却一直在 4,500 辆的水平徘徊。我们认为主要是由于：第一，在北方公交市场，拥有地缘优势的福田欧 V 客车的崛起对黄海在北方最重要的北

京市场的冲击明显；第二，公司地处丹东，市场集中于北方，对南方和中西部市场开拓不足；第三，公司产品结构过于单一，由于客运旅游市场受高铁及经济环境影响已连续两年下滑，越来越多的客车企业开始进入公交市场，竞争愈发激烈。

由于公交市场普遍采取分期付款，因此资金回流慢，同时产品利润空间小，为此 09 年公司在公交招标过程中主动放弃了部分毛利率过低和回款可能不稳定的订单，这造成了客车销量的下滑，但也使产品毛利率在销售收入大幅下降的同时，毛利率出现回升。

针对客车行业当前的变化趋势和企业自身存在的不足，黄海客车做出了积极的应对：一方面通过设立常州黄海基地以及和南车株洲所的合作，形成了丹东、常州、株洲的三点布局，将能够基本覆盖北方、东南部及中部市场，从而实现公司客车南下的战略意图；另一方面，在 08 年公司推出了 DD6129K02、DD6119K01 等数款客运旅游新产品，力图进入中档客旅市场，而常州黄海基地未来也将争取以客旅产品为主；第三，由于公交市场是国家推广新能源汽车的前头阵地，未来公交出现大规模新能源客车化的趋势已经出现，目前来看混合动力客车可能将是其间的主流产品，因此公司迅速调整了过去新能源客车主要以发展天然气客车为主的策略，力争通过与株洲所的强大联合，争取在混合动力客车市场取得先机。

我们预计未来通过常州、株洲两个基地，黄海客车应能在东南部和中部公交市场占得一定份额；对于客旅市场，在整体客旅市场受高铁影响难有明显增长的背景下，预计难以寄望黄海在宇通、金龙，乃至福田、安凯的夹击中能有出色表现；而新能源客车，我们则非常看好本次曙光与株洲所的合作，我们认为在未来混合动力公交的大规模普及中，合资公司的产品将有明显优势。

目前，丹东基地产能 5000 台，将以公交为主；常州基地产能 6000 台，将以客运旅游车为主，公交、新能源为辅；株洲电动汽车基地产能 2000 台，以新能源客车为主。2010 年，我们预计丹东基地有望实现销售 3,500 辆，而常州基地可在东南部地区实现销售 1,000 辆，合计实现销售 4,500 辆传统客车。而株洲电动汽车基地可实现销售混合动力客车 1,000 辆。

皮卡新势力

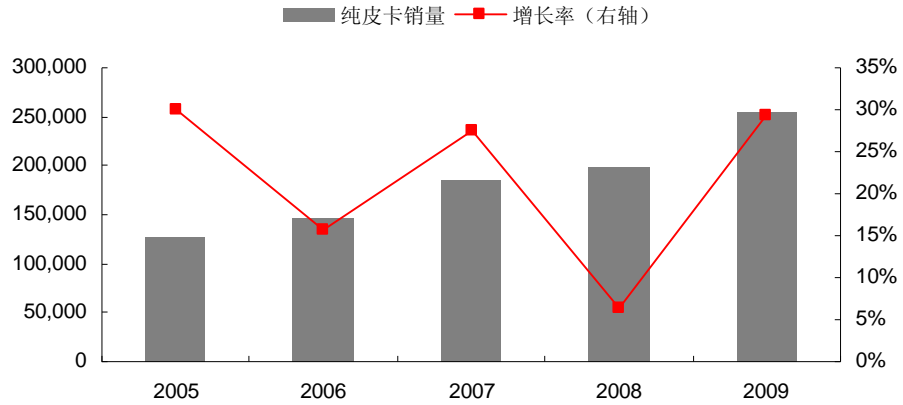
皮卡市场期待政策变化

皮卡车在上世纪九十年代初是以货车名义引入我国。在国外皮卡作为最适宜客货两用的车型颇受欢迎，福特 F 系列皮卡连续多年位居美国畅销车第一位，皮卡销量占汽车总销量比例接近 20%。但是在国内，皮卡多年来仍处于小众市场阶段，09 年全年销量 25.58 万辆，占全部汽车比例仅为 1.88%。这主要是由于，一方面皮卡市场主要针对农村及城郊结合部（美国市场亦如此），而目前中国该地区消费者收入仍未至皮卡成为首选的水平，多选择微客、微卡，但是最主要的限制因素在于许多城市限制皮卡进城的政策严重限制了其应用。

由于皮卡属货车目录，其在国家各项统计中都被归为轻型货车，因此几乎所有的省会城市和大半以上的地市级城市都限制皮卡车的使用。而实际上皮卡尽管脱胎于轻卡，但目前的皮卡早已轿车化，环保、安全方面也可以达到国内最严格的法规要求。

尽管以曙光为首的众多皮卡企业多次向有关部门建议了为皮卡放行，但目前仍未有政策松动的迹象。预计在政策变化前，皮卡仍将维持当前 20%~30% 的增速，若取消限制政策，则相信皮卡将有一轮爆发式增长。

图 6 国内纯皮卡（不含 SUV）主要品牌销量（辆）



数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

在目前政策松动仍然无望的背景下，各家皮卡企业为寻求新的市场，推出了由皮卡车改装成的 SUV 产品，成功打入了城市 SUV 市场。由于近年来 SUV 市场是国内增长最佳的细分市场，因此 SUV 也成为了各家企业近年来的主要增长来源之一。

突出产品个性和价格优势，竞争中档皮卡市场

目前皮卡市场格局基本稳定，分别为长城遥遥领先，中兴、郑州日产、江铃为第二梯队，福田、庆铃、黄海、吉奥为第三梯队，这 8 家企业占据近 90% 的市场份额。从产品档次而言，郑州日产、江铃、庆铃产品档次接近，基本为高档产品；长城、中兴、福田、黄海、吉奥基本为中档产品，属竞争对手。

表 2 主要皮卡厂家销量（单位：辆）

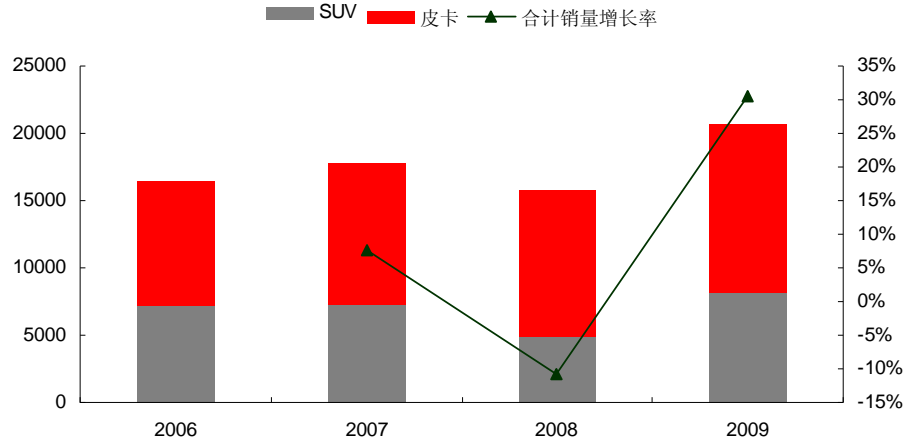
公司	2006 年		2007 年		2008 年 1-11 月		2009 年	
	销量	份额	销量	份额	销量	份额	销量	份额
长城	46,000	31.54%	54,185	29.15%	51,380	28.32%	71,368	27.90%
江铃	24,900	17.07%	23,716	12.76%	24,392	13.45%	31,463	12.30%
中兴	22,600	15.50%	27,862	14.99%	22,626	12.47%	34,533	13.50%
郑州日产	22,300	15.29%	26,867	14.45%	28,899	15.93%	39,393	15.40%
福田	12,500	8.57%	12,906	6.94%	12,546	6.92%	18,929	7.40%
黄海	9,270	6.36%	10,540	5.67%	10,313	5.68%	12,539	4.90%
其他	8,266	5.67%	29,835	16.05%	31,259	17.23%	47,574	18.61%
行业	145,836	100.00%	185,911	100.00%	181,415	100.00%	255,800	100.00%

数据来源：CAAM，华泰联合证券研究所

注：庆铃 06、07 年包含在其他厂家内

09年黄海合计销售20,668辆，同比增长30%，其中皮卡12,539辆，皮卡销量增长较慢的原因主要是由于公司产能有限，而SUV利润空间大，因此下调了皮卡产量所致。

图7 黄海SUV、皮卡销量(辆)



数据来源: CAAM, 华泰联合证券研究所

当前的皮卡市场中，除开高端的郑州日产、庆铃、江铃三款日系皮卡采用日本动力（庆铃的进口4JB1，江铃进口消化后的4JB1，郑州日产的进口D22、QD32T以及朝柴CYQD32T），中档产品市场的皮卡关键零部件采购来源类似，汽油发动机多采购航天三菱，柴油发动机多采购四川绵阳，变速箱多采购唐齿，因此从产品技术性能的角度而言，中档皮卡市场产品差距不大。由此，价格比拼和产品差异化成为了中档皮卡市场竞争的主要手段，各生产厂家在外观、价格、配置上多方面入手，突出各自个性，吸引用户眼球。

日系风格皮卡曾经在中国市场一直占据着垄断地位，但随着中国市场的不断发展，以及欧美风格的皮卡的导入，日系风格皮卡一统天下的市场格局被打破。与传统日系风格皮卡相比完全另类的欧美风格的皮卡产品，正改变了皮卡市场的主流消费走向。黄海皮卡是目前市场中美式风格最为突出的产品之一，正日益受到用户欢迎。

另一方面，公司强大的成本控制能力在皮卡业务上也充分发挥了其作用，价格成为黄海皮卡在市场竞争中的利器。随着大连皮卡车身基地的开工，未来实现SUV、皮卡的自配后，其价格优势有望进一步强化。

因此，公司在中档皮卡市场竞争中有着自己特有的优势，同时公司对皮卡在国内市场的长期发展非常看好，做大做强皮卡业务的信心和意愿十分强烈，公司正在向成为国内皮卡领头羊的目标积极努力。

新基地投入使用，2010年皮卡、SUV销量增长超50%

公司SUV、皮卡产能主要由三大生产基地组成：本部1万辆、沈阳基地3万辆（09年11-12月开始试生产）、丹东金泉基地（目前进入调试阶段，规划产能为6万辆，预计2010年部分释放）。因此，产能不足的情况将在2010年得以缓解。目前产

品仍处于供不应求状态,根据 1~2 月销量情况,我们预计公司 2010 年可实现销售 3.2 万辆,同比增长接近 55%。

SUV 及皮卡产品毛利率过去一般在 17%~18%的水平,2009 年由于成本下降和规模效应而上升至 20%以上。2010 年尽管沈阳基地投入使用,但由于该基地是通过收购旧厂改造而来,投资仅 3000 万,因此新增折旧压力较小。而金泉基地投资较大,达 7 亿元,但预计释放产能较小,转固压力同样不大。因此,若钢材等原材料价格不出现意外的大幅上涨,我们预计由于规模扩大带来零部件等采购成本的下降,2010 年公司 SUV 及皮卡业务毛利率仍可维持 20%。

强强联合,打造新能源客车航母

2010 年 3 月 2 日,辽宁曙光汽车集团股份有限公司和中国南车株洲电力机车研究所有限公司(简称“株洲所”)签订《合资合作意向协议书》,合作内容包括:

1) 南车株洲所和曙光汽车集团分别向南车株洲所下属子公司湖南南车时代电动汽车股份有限公司(以下简称“时代电动”)增资,曙光汽车集团约投资 1.77 亿元,南车株洲所约投资 7800 万元,预计曙光股份持股比例为 46%;

2) 南车株洲所向曙光股份旗下子公司常州黄海投资 1.67 亿元,预计南车株洲所持股比例为 49%;

3) 曙光汽车集团与南车株洲所共同投资 2000 万元在株洲组建汽车销售公司(销售电动汽车股份有限公司产品),曙光汽车集团控股,占 51%的股权,南车株洲所参股,占 49%的股权。设立该公司主要目的是为曙光可合并电动汽车公司销售收入。

南车株洲所在新能源客车电机电控、充电机等领域技术领先,但缺乏整车制造的经验、能力,由于株洲所判断公交将是国内新能源汽车率先取得突破的领域,因此亟需寻找公交客车龙头合作;而黄海客车作为北方公交龙头,在公交营销、制造上均有一定优势和丰富经验,但由于地理位置原因,迫切希望打开其他地区市场,另外在新能源客车这个新兴市场缺乏关键零部件实力也是其亟待解决的难题。

因此,我们认为本次双方合作属于强强联合,有望充分发挥黄海在公交车领域多年的销售、制造、研发、管理的经验和能力,以及株洲所在电动汽车整车、电气系统及关键零部件的研发、制造上的领先优势,从而打造出“高、大、全”——技术水平高、产销规模大、产业链布局全的中国新能源客车航母。

依托株洲所,技术水平高

湖南南车时代电动汽车股份有限公司于 2007 年 7 月注册成立,是南车株洲电力机车研究所有限公司(简称株洲所)联合清华大学、三一集团等国内优势资源而组建的股份制公司,注册资本 1.6 亿元。是我国第一家集电动汽车整车、电气系统及关键零部件于一体的,具备研发、制造和检测试验能力的电动汽车专业公司。目前产品主要为混合动力客车,纯电动专用车,以及混合动力客车的电机电控系统。

公司的战略定位是以电动车辆电传动系统及关键零部件技术工程化为切入点,致力于为电动车辆行业提供电传动系统的全面解决方案,通过电动车辆电传动系统及关键零部件的模块化、系列化开发设计与批量制造,成为电动汽车行业电传动系统关键

零部件的首选供应商。以技术和市场差异化的策略，开发设计符合电动车特点、满足电动汽车特定用途的电动汽车整车，成为国内一流的电动汽车整车专业制造商。

株洲所作为公司主发起人之一，是我国轨道交通电传动领域技术与产品公认的领导者。2002年初，株洲所将自己在轨道交通领域长期积累的核心技术（电机及其控制技术、变流技术、网络控制技术），拓展到电动汽车领域，先后承担了国家863电动汽车重大专项课题十余项，并面向市场将科研成果转化为产品，从而逐步形成了较强大的电动汽车研发、工程化和产业化能力。

目前从技术水平来看，南车时代电动汽车、北理工、清华是国内电动汽车技术成熟度最高的三家单位，同其他研究机构或企业相比，可能领先3~5年。而由于株洲所在轨道交通领域的长期积累，南车时代电动汽车又在电机电控方面有着不小的优势。

商业化程度高，产销规模大

南车株洲所的一大强项是科技成果转化率高，该所85%的科技成果均实现商业化。其科技人员能在株洲所内就把实验室搬到生产一线，实现“运行工况完全模拟”，各方协同配合，加速打磨出适应市场的技术产品。以新能源汽车的研发为例，一经立项，株洲所市场营销人员就开始全国市场调研，及时将市场需求告知研发团队。第一辆车下线，立即在厂区投入运营，接送职工上下班，运行状况随时监控测试，随时加快改进。从时代电动汽车2007年成立开始，不到2年时间，产品就投入长沙、株洲市场运营。2009年混合动力销售及投放规模达500辆，销售收入接近3亿元，新能源客车投放规模全国第一（福田销售规模超过时代电动汽车，但实际投放量为200~300辆）。

09年时代电动的500辆混合动力订单全部来自于长沙、株洲和湘潭（其中长沙市250辆、株洲市150辆、湘潭市100辆）。2010年，目前在手订单已达1,000辆，除去绝大部分来自长株潭地区，还有包括昆明、南昌等在内的其他省市订单。由于《长株潭国家两型社会试验区节能与新能源汽车示范推广工程实施方案》，提出在2012年前，在公共服务领域推广节能与新能源汽车4570辆，其中混合动力公交车2300辆，混合动力出租车1470辆，混合动力和纯电动公务、环卫、邮政、电力车辆和旅游观光车辆800辆。因此，我们可以预计包括公交、旅游观光车等在内，每年仅长株潭地区就可提供近1,000辆的混合动力车订单。

因此，同北理工、清华这些研究机构相比，时代电动汽车不仅技术水平高，而且商业化程度高，产销规模大。

全线布局新能源汽车产业链，提供新能源公交一体化解决方案

时代电动汽车公司目前产品主要为混合动力客车、纯电动专用车，以及电机电控关键零部件（包括电池管理系统、异步牵引电机、整车控制总成柜等）。电机电控系统目前主要供应宇通、金龙、上海申沃等厂家。

公司先后向北京奥运电动客车市场提供了超过300套交流传动系统、180套电池管理系统、以及5辆整车。2010年上海世博会，公司取得50%的纯电动电气系统市场订单、100%的超级电容电气系统市场订单和100%的世博游行花车系统订单，总计价值超过5000万元，是上海世博会最大的电动汽车关键部件供应商。迄今，“南车时代电动”已向上海世博会交付全部充电机产品和100套电传动系统产品。

除此以外，公司还可生产新能源汽车产业的基础设施——充电站所需的充电机。公司的地面充电机采用 TGX2 智能电源，和最先进的 IGBT 作为主功率开关器件；整机具有工作稳定，体积小，重量轻，电磁辐射小，工作效率超过 91%；同时，该充电机具有预置充电电压、充电电流和自动报警功能，还可根据客户需要实行不同控制模式和充电模式。北京奥运会期间，公司提供了 240 台地面充电机和谐波治理装置，而 2010 年世博会公司将为世博园区提供 250 多台电动汽车用充电机，下半年还有望中标长沙 30 个充电站所需充电机的订单。

根据当前规划，年内国家电网将在 27 个省市(区)建立公用充电站 75 座；中海油上半年将在中国 2 个以上省会城市启动纯电动汽车充电站网络建设；中石化也将以北京为突破口，利用中石化现有面积较大的加油、加气站改建成加油充电综合服务站；南方电网则将在深圳建设充电站。以时代电动汽车在北京奥运会和上海世博会上体现出来的充电机技术实力，我们完全有理由相信公司将能够在这些建设中取得较大份额的订单。

目前公司的电机电控系统仍主要应用客车，但公司对乘用车所需电机电控系统的基础研究也一直在进行。从客车向乘用车的技术转移理论上是可行的，但由于乘用车电机电控系统要求更高，目前仍有较大差距。由于公司一直以来同上海安乃达驱动技术公司、上海大郡动力控制技术公司等乘用车领域领先的公司有技术合作和交流，而这些公司又急需有实力的合作者给予资金支持，因此不排除公司未来通过收购兼并或合资的形势介入乘用车电机电控系统领域。

未来，时代电动汽车公司有望全线布局新能源汽车产业链，产品包括新能源汽车整车、除电池电容外的关键零部件、关键基础设施，覆盖客车、乘用车两大领域，能够为新能源公交提供整车及充电站的一体化解决方案。

有望成为混合动力公交大规模推广的最大受益者

目前时代电动汽车的混合动力客车售价大约在 70 万元左右，包括采购自美国的超级电容 15 万元（其混合动力采用超级电容作为动力源，未选择电池），自行研制并委托株洲所生产的电机电控系统 20 万元。由于关键零部件的国产化，公司整车产品较全部采购国外产品的福田、中通等的产品有明显价格优势（其他公司产品多在 100~120 万元）。未来，随着产销量的提升，其关键零部件成本下降将更为迅速，从而形成价格优势与规模效应的良性循环。

为实现制定的 2012 年前新能源汽车普及量及销量目标，预计在未来 2~3 年新能源公交的大规模推广势在必行。目前年销售规模 5 万辆的公交大中客，在 2013 或 2014 年时绝大多数是混合动力或纯电动新能源客车是完全有可能的。

而北京、上海、深圳等一线大城市普及新能源公交时，由于这些地区有大型客车企业存在，且当地政府资金实力雄厚，因此照顾当地企业成为优先考虑原则，而产品性价比并不十分重要。但我们认为混合动力公交大规模推广普及的主力将是当地没有生产企业的城市 and 二三线城市，而这些地区在采购时性价比将会被优先考虑，此时公司的价格优势将凸显无疑，同时能够提供整车及充电站一体化解决方案的优势也将帮助公司在竞争中取得先机。因此公司有望成为混合动力公交大规模推广的最大受益者。

因此，我们认为在 2013 或 2014 年中国公交若可实现新车销售的混合动力大规模化，时代电动汽车实现制定的 5,000 辆整车，20,000 套系统的年度销售目标并不是“天方夜谭”，公司完全有机会实现这一目标，从而成为中国新能源客车航母。

盈利预测及价值分析

传统业务稳健增长

不考虑合并情景下，预计公司 2010、2011 年实现销售收入 54.67 亿元、63.73 亿元，净利润 1.57 亿元、1.92 亿元，合 EPS 0.71 元、0.87 元。

表 7 销售收入预测（单位：元）

	2009	2010E	2011E
车桥	834,404,948	980,000,000	1,176,000,000
黄海客车	1,193,774,799	1,755,000,000	2,018,250,000
SUV、皮卡	1,210,308,837	1,835,555,556	2,202,666,667
汽车零部件	297,091,699	341,655,454	375,820,999
经销其他汽车	413,259,478	454,585,426	500,043,969
其他	98,148,721	100,000,000	100,000,000
合计	4,046,988,482	5,466,796,435	6,372,781,634

数据来源：华泰联合证券研究所预测

表 8 毛利率预测

	2009	2010E	2011E
车桥	19.83%	18.50%	18.00%
黄海客车	13.45%	14.00%	15.00%
SUV、皮卡	21.00%	20.00%	20.50%
汽车零部件	16.70%	18.00%	18.00%
经销其他汽车	2.36%	2.30%	2.30%
其他	38.30%	38.00%	38.00%
合计	16.73%	16.54%	17.00%

数据来源：华泰联合证券研究所预测

新能源汽车业务盈利将爆发式增长

首先提示，关于合资公司的预测，由于缺乏详细财务数据，存在一定的不确定性。

株洲电动汽车公司 2009 年完成销售 500 辆，预计 2010 年可完成销售整车 1,000 辆，300 套电机电控系统，及 400 台地面充电机，合计销售收入约 8 亿元，净利润 5,150 万元，可为曙光贡献利润约 2,369 万元，合 EPS 0.09 元左右。

表 9 2010 年合资公司业务预测 (注: 整车盈利包含自产电机电控盈利)

	单价 (万元)	销量	销售收入 (亿元)	净利率	净利润 (万元)
整车	70	1,000	7.00	5%	3,500
电机电控系统	25	300	0.75	10%	750
地面充电机	10	400	0.40	5%	200
合计			8.15		4,450
贡献利润					2,047

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

2011 年, 我们预计公司整体销量有望翻番以上, 从而实现销售收入 18.15 亿元, 实现净利润 1.16 亿元, 贡献曙光 5,331 万元, 合 EPS 0.24 元。

表 10 2011 年合资公司业务预测

	单价 (万元)	销量	销售收入 (亿元)	净利率	净利润 (万元)
整车	70	2,200	15.40	6%	9,240
电机电控系统	25	700	1.75	10%	1,750
地面充电机	10	1,000	1.00	6%	600
合计			18.15		11,590
贡献利润					5,331

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

如果我们之前作出的, 关于在 2013 或 2014 年中国公交可实现新车销售大规模混合动力化的预测能够实现, 我们预计合资公司将凭借其技术和成本优势在中国新能源公交客车市场占据较大份额, 盈利有望出现爆发式增长。届时, 合资公司年销售规模可达 5,000 辆整车, 2,000 套电机电控系统, 5,000 台地面充电机, 从而实现年销售 64 亿元, 净利润 7.2 亿元, 可为曙光贡献利润 3.3 亿元, 合 EPS 1.50 元。若考虑到非常有可能的乘用车电机电控业务, 其成长空间更为巨大。

表 11 新能源公交大规模普及情景下合资公司业务预测

	单价 (万元)	销量	销售收入 (亿元)	净利率	净利润 (万元)
整车	60	5,000	30.00	8%	24,000
电机电控系统	15	20,000	30.00	15%	45,000
地面充电机	8	5,000	4.00	8%	3,200
合计			64.00		72,200
贡献利润					33,212

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

注: 由于规模效应, 我们预计电机电控系统价格将由 25 万下降至 15 万元。

若我们判断中国政府将强力推进公交领域的混合动力或纯电动推广工作, 假设 2013 年可实现普及, 则 2010~2013 年合资公司可分别贡献 EPS 0.09 元、0.24 元、0.67 元、1.50 元。

表 12 2010-2013 年合资公司业务预测

	2010E	2011E	2012E	2013E
销量 (套、台)				
整车	1,000	2,200	3,700	5,000
电机电控系统	300	700	5,000	20,000
地面充电机	400	1,000	4,000	5,000
销售收入 (亿)	8.15	18.15	37.65	64.00
净利润 (万)	4,450	11,590	32,355	72,200
贡献利润 (万)	2,047	5,331	14,883	33,212
贡献 EPS (元)	0.09	0.24	0.67	1.50

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

公司价值分析

目前 A 股市场, 新能源客车, 包括电机电控、充电机等概念的公司众多, 股价涨幅和公司市值均较为可观。如果可以认为当前这些公司的股票价格和公司市值反映了目前市场对未来新能源汽车业务的合理预期, 那么我们相信凭借南车株洲所的技术、规模、产业链布局上的优势, 作为新能源客车绝对龙头的曙光股份应当享有更高的溢价, 市值百亿或许也不为过。

表 13 A 股市场同类公司比较

	股价	09 年 EPS	09 年 PE	市值 (亿元)
新能源客车整车				
安凯客车	14.79	0.08	184.88	45.41
中通客车	10.40	0.03	346.67	24.80
电机电控系统				
大洋电机	42.98	0.78	55.10	108.31
充电机				
奥特迅	34.16	0.22	155.27	37.09
曙光股份	17.47	0.72	24.26	38.78

数据来源: 华泰联合证券研究所

注: 以 2010 年 4 月 9 日收盘价计算

而如果以上公司的定价可以理解为市场泡沫下的非理性定价结果。从更安全的角度分析, 我们认为公司的传统业务在稳健增长背景下给予 2010 年 20 倍 PE, 而盈利成长性非常好的新能源汽车业务给予 2011 年 50 倍 PE 是合理的, 则公司传统业务和新能源汽车业务分别价值 14 元和 10 元, 公司股票价格也应在 24 元以上。

新能源客车航母扬帆起航

合并情境下, 假设电动汽车销售公司仅贡献销售收入, 不贡献业绩, 合资公司净利润通过投资收益体现。该假设下, 我们预计合并后 2010、2011 年销售收入 62.67 亿元、81.88 亿元, 实现净利润 1.78 亿元、2.45 亿元, 合 EPS 0.80 和 1.10 元, 对

应 PE 分别为 21.8 倍和 15.9 倍。公司传统业务可提供一定的安全边际，而新能源业务有可能带来巨大盈利空间，给予“增持”评级。

表 14 合并情境下销售收入及净利润预测（单位：亿元）

	2009	2010E	2011E
传统业务收入	40.47	54.67	63.73
电动汽车销售公司收入		8.15	18.15
合并收入	40.47	62.67	81.88
传统业务净利润	1.61	1.57	1.92
合资公司贡献净利润		0.21	0.53
合计净利润		1.78	2.45
EPS（元/股）		0.80	1.10

数据来源：华泰联合证券研究所预测

风险提示

- 1) 公司乘用车业务销量增长未达预期;
 - 2) 钢材等原材料价格上涨超预期;
- 合资公司新能源汽车业务发展不达预期。

表 15 不合并情景下财务报表预测

资产负债表	单位: 百万元			利润表	单位: 百万元		
	2009	2010E	2011E		2009	2010E	2011E
流动资产	3008	3251	3758	营业收入	4047	5467	6373
现金	1540	1348	1538	营业成本	3370	4563	5290
应收账款	521	694	809	营业税金及附加	48	60	73
其他应收款	38	36	51	营业费用	193	257	312
预付账款	172	205	238	管理费用	248	328	395
存货	492	639	741	财务费用	34	57	54
其他流动资产	244	328	382	资产减值损失	8	5	5
非流动资产	2122	2113	2093	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	116	116	116	投资净收益	40	10	10
固定资产	1003	1080	1108	营业利润	187	207	254
无形资产	713	705	696	营业外收入	24	5	5
其他非流动资产	290	211	173	营业外支出	3	0	0
资产总计	5130	5364	5850	利润总额	207	212	259
流动负债	2949	3020	3309	所得税	42	49	59
短期借款	490	452	350	净利润	165	164	199
应付账款	1133	1369	1587	少数股东损益	4	5	5
其他流动负债	1326	1200	1372	归属母公司净利润	161	157	192
非流动负债	729	729	729	EBITDA	315	358	413

长期借款	533	533	533	EPS (元)	0.72	0.71	0.87
其他非流动负债	196	196	196				
负债合计	3678	3749	4038	主要财务比率			
少数股东权益	50	56	61		2009	2010E	2011E
股本	222	222	222	成长能力			
资本公积	544	544	544	营业收入	-6.4%	35.1%	16.6%
留存收益	637	794	987	营业利润	80.3%	11.2%	22.3%
归属母公司股东权益	1402	1559	1752	归属于母公司净利润	138.3%	-2.2%	22.5%
负债和股东权益	5130	5364	5850	获利能力			
				毛利率(%)	16.7%	16.5%	17.0%
现金流量表				净利率(%)	1.2%	4.0%	2.9%
			单位:百万元	ROE(%)	11.4%	10.1%	11.0%
	2009	2010E	2011E	ROIC(%)	15.3%	16.2%	20.3%
经营活动现金流	337	185	417	偿债能力			
净利润	165	164	199	资产负债率(%)	71.7%	69.9%	69.0%
折旧摊销	94	94	105	净负债比率(%)	33.54%	26.26%	21.87%
财务费用	34	57	54	流动比率	1.02	1.08	1.14
投资损失	-40	-10	-10	速动比率	0.85	0.86	0.91
营运资金变动	65	-135	57	营运能力			
其他经营现金流	18	16	11	总资产周转率	0.85	1.04	1.14
投资活动现金流	-323	-71	-72	应收账款周转率	7	8	8
资本支出	342	70	70	应付账款周转率	3.26	3.65	3.58
长期投资	8	0	0	每股指标(元)			
其他投资现金流	27	-1	-2	每股收益(最新摊薄)	0.72	0.71	0.87
筹资活动现金流	338	-306	-156	每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	0.83	1.88
短期借款	-357	-38	-102	每股净资产(最新摊薄)	6.32	7.02	7.89
长期借款	215	0	0	估值比率			
普通股增加	0	0	0	P/E	24.16	24.69	20.16
资本公积增加	-19	0	0	P/B	2.77	2.49	2.21
其他筹资现金流	499	-268	-54	EV/EBITDA	11	10	8
现金净增加额	351	-192	189				

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com