

曙光股份 (600303)

业绩扎实的新能源汽车龙头

-2010 年一季报点评

增持/ 维持评级

股价: RMB18.38

分析师

姚宏光

SAC 执业证书编号:S1000208110159

+755-82492723 yaohg@lhqz.com

联系人

黄未樵

+755-82366964 huangwq@lhqz.com

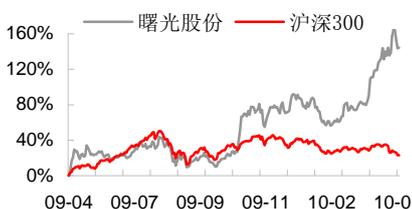
- 一季度, 公司实现销售收入 12.27 亿元, 归属母公司净利润 3,543 万元, 合 EPS 0.16 元。由于一季度实际所得税税率达到 40%, 存在明显的季节性, 若以 25% 的税率计算, 一季度业绩可达 0.20 元, 实际业绩超预期。
- 一季度丹东黄海客车仅销售 508 辆, 同比增长不到 3%, 季节性环比下降 44%, 经营状况仍然面临较大困难。但我们认为伴随大中客市场 2010 年大概率行业复苏和常州基地逐步投入运营, 黄海客车的经营状况应会有所改善, 仍然维持全年 4,500 辆的销量预测。
- 一季度销售收入的大幅增长主要是由于 SUV、皮卡销量增长较为明显。由于乘用车产品的毛利率较高, 因此销售收入的结构性变化也使得综合毛利率上升至 17.03%。由于二季度开始, 原材料成本上升的压力将逐渐显现, 预计对全年毛利率仍将造成不利影响, 仍然维持全年综合毛利率 16.53% 的谨慎预测。
- 不考虑合并南车株洲电动汽车合资公司的情境下, 预计公司 2010、2011 年分别可实现经营性业绩 0.71 元和 0.87 元。全年合并情境下, 预计 2010、2011 年 EPS 0.80 和 1.10 元, 对应 PE 分别为 23.0 倍和 16.7 倍, 与 A 股同类公司相比, 估值明显偏低, 维持“增持”评级。
- 公司与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(涵盖电机电控、充电设备及整车, 横跨乘用车与大中客)的中国新能源客车航母。
- 为实现之前设定的新能源汽车推广目标, 我们预计相关配套政策将逐步推出, 从而推动新能源汽车行业(特别是新能源公交和充电基础设施产业这两个细分子行业)的产业化进程和大规模普及。因此, 中国电动汽车“十二五”规划等相关政策的出台或将成为公司股价催化剂。

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)	3520

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	179.0	246.0
(+/-%)	-36.3	138.3	10.9	37.6
EPS(元)	0.30	0.72	0.80	1.10
P/E(倍)	60.6	25.4	21.8	15.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测, 合并情景下

**表 1 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	1.58	1.93
合资公司贡献净利润		0.21	0.53
合计净利润		1.79	2.46
EPS (元/股)		0.80	1.10

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

**表 2 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	3809	营业收入	4047	5467	6373
现金	1540	1348	1589	营业成本	3370	4563	5290
应收账款	521	694	809	营业税金及附加	48	66	76
其他应收款	38	36	51	营业费用	193	262	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	40	45
其他流动资产	244	328	382	资产减值损失	8	10	10
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	208	255
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	5902	利润总额	207	213	260
流动负债	2949	3020	3359	所得税	42	49	60
短期借款	490	451	400	净利润	165	164	200
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	158	193
非流动负债	729	729	729	EBITDA	315	342	404
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	3748	4088	主要财务比率			
少数股东权益	50	56	61		<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
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	795	988	营业利润	80.3%	11.6%	22.3%
归属母公司股东权益	1402	1560	1753	归属于母公司净利润	138.3%	-1.8%	22.5%
负债和股东权益	5130	5364	5902	获利能力			
				毛利率(%)	16.7%	16.5%	17.0%

现金流量表	单位:百万元			净利率(%)	1.2%	4.0%	2.9%
	2009	2010E	2011E				
经营活动现金流	337	169	408	ROIC(%)	15.3%	15.2%	19.7%
净利润	165	164	200	偿债能力			
折旧摊销	94	94	105	资产负债率(%)	71.7%	69.9%	69.3%
财务费用	34	40	45	净负债比率(%)	33.54%	26.25%	22.82%
投资损失	-40	-10	-10	流动比率	1.02	1.08	1.13
营运资金变动	65	-135	57	速动比率	0.85	0.86	0.91
其他经营现金流	18	16	11	营运能力			
投资活动现金流	-323	-71	-72	总资产周转率	0.85	1.04	1.13
资本支出	342	70	70	应收账款周转率	7	8	8
长期投资	8	0	0	应付账款周转率	3.26	3.65	3.58
其他投资现金流	27	-1	-2	每股指标(元)			
筹资活动现金流	338	-289	-96	每股收益(最新摊薄)	0.72	0.71	0.87
短期借款	-357	-39	-51	每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	0.76	1.84
长期借款	215	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.32	7.03	7.90
普通股增加	0	0	0	估值比率			
资本公积增加	-19	0	0	P/E	25.42	25.90	21.13
其他筹资现金流	499	-250	-45	P/B	2.91	2.62	2.33
现金净增加额	351	-192	240	EV/EBITDA	12	11	9

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 2010 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