

新能源客车产业的先驱者

——曙光股份(600303)公司投资价值分析

核心观点

1、公司主营业务是商用车黄海客车、乘用车 SUV/皮卡、车桥及与车桥相关的零部件。09年黄海客车业务占主营收入29%，毛利占24%；乘用车 SUV/皮卡业务占主营收入31%，毛利占38%；曙光车桥占主营收入21%，毛利占24%。

2、轿车、轻卡市场带动车桥业务增长。公司车桥产品目前排产情况良好，订单充足。2010年车桥增长将主要依靠配套江淮和悦的悬挂车桥增长和配套福田、江淮轻卡，阁瑞斯、瑞风商务车的轻型车桥增长。

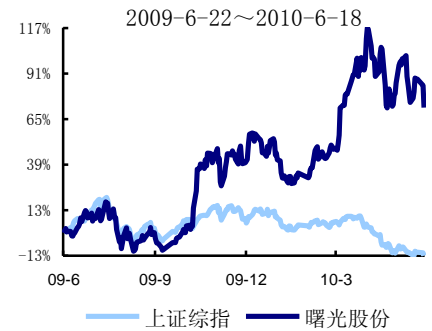
3、SUV及皮卡有望高增长。黄海皮卡是目前美式风格最为突出的产品之一，受到用户欢迎。公司在大连建设车身生产基地，主要配套自身的SUV、皮卡，将降低生产成本。公司在中档皮卡市场竞争中有自己特有的优势。近年来国内 SUV 的销量增长强劲，是乘用车市场中增长最好的细分市场。预计10年公司 SUV 销量会有高速增长。

4、北方公交企业龙头南下开拓市场。客车行业竞争愈发激烈，公司逐步调整产品结构，进入高毛利的旅游、长途客车领域。伴随2010年中大客行业复苏，加上常州基地的投产对市场开拓的帮助，黄海客车应在东南部和中部公交市场占得一定份额。

5、合作互补抢占新能源客车市场。曙光股份在客车制造技术和市场方面占据优势，南车时代在电控技术领域是国内少有的掌握自主核心技术的优势企业。合资后，曙光股份在东北的大连、沈阳、丹东，中部的江苏常州，南方的长株潭地区都有生产企业，完成了新能源客车的完整战略布局。有利于抢夺地方政府保护特征非常明显的新能源客车订单。合作后，关键零部件的国产化率应该最高，预计其产品售价会较国内其他厂家有一定优势，很可能在竞争中占得先机，成长空间值得期待。

6、预计10-12年公司传统业务EPS分别为0.71、0.84、1.16元；合资公司10-12年为曙光股份贡献EPS为0.1、0.27、0.66元。合并后EPS为0.81、1.11、1.82元。对应的动态市盈率为20.78、15.16、9.25倍，相比新能源客车相关公司10年平均36倍的PE具有安全边际。考虑到公司在核心零部件领域的行业地位等优势，而新能源业务有可能带来巨大盈利空间，给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	22200
流通A股(万股)	19151
52周内股价区间(元)	8.2-20.5
总市值(亿元)	35
总资产(亿元)	51
每股净资产(元)	6.3
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	4047	6322	8382	11249
同比增速(%)	-6.4%	56.2%	32.6%	34.2%
净利润(百万)	161	179	247	404
同比增速(%)	138.3%	11.2%	38.0%	63.6%
EPS(元)	0.72	0.81	1.11	1.82
P/E	23.38	20.78	15.16	9.25

研究员：李元

电话：010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号：S0940207080086

联系人：刘芬

电话：010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

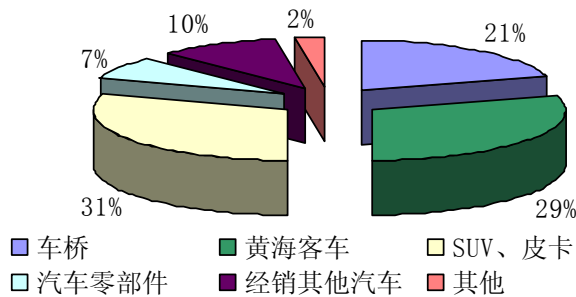
正文目录

一、公司介绍.....	3
二、国内轻型车桥龙头：受益轿车、轻卡市场增长.....	4
1、轻卡、SUV 市场带动轻型车桥增长	4
2、中重型车桥外配空间小.....	6
3、悬挂车桥将有较大的成长空间.....	6
4、车桥技术优势明显，10 年有望增长 30%.....	6
三、SUV 及皮卡有望高增长	6
四、北方公交企业龙头南下开拓市场.....	8
五、新能源客车抢占先机.....	9
1、合作带来领先技术优势.....	10
2、合资方已占得市场先机.....	11
3、合作互补抢占新能源客车市场.....	12
六、盈利预测与估值.....	12
1、盈利预测.....	12
2、估值和投资建议.....	15
七、风险提示.....	15

一、公司介绍

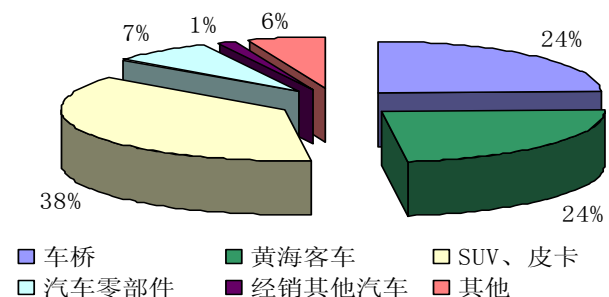
公司主营业务是商用车黄海客车、乘用车 SUV/皮卡、车桥及相关零部件。09 年黄海客车业务占主营收入 29%，毛利占 24%，黄海客车是国内两大公交客车生产企业之一，产品已批量出口。乘用车 SUV/皮卡业务占主营收入 31%，毛利占 38%，是公司市场开拓的重点。曙光车桥占主营收入 21%，毛利占 24%，公司是我国为数不多的独立的车桥零部件一级供应商。

图 1: 公司 09 年主营业务收入结构



资料来源: 国都证券

图 2: 公司 09 年主营业务毛利结构



资料来源: 国都证券

公司本部位于辽宁丹东，下设 16 个控股子公司，3 家参股公司。09 年公司实现营业收入 40.47 亿元，比去年下降 6.37%，主要是因为客车产品销量同比下降；实现营业利润 1.87 亿元，比去年同期增加 80.35%，主要是由于毛利率提升使毛利额增加以及出售福田汽车股份 675 万股，实现投资收益 3363.63 万元；归属于母公司股东的净利润 1.61 亿元，比去年同期增加 138.26%。

表 1: 公司下属子公司及参股公司 (万元)

控股公司	主营产品	持股比例	09 年净利润
诸城市曙光车桥	汽车、农用车车桥及配件	100%	1481
辽宁曙光汽车制动系统	悬架系统轿车车桥及相关零部件、制动器等	100%	28
丹东曙光重型车桥	汽车车桥、汽车底盘及零部件	99.68%	271
曙光(美国)技术中心	车桥及零部件概念及产品设计、服务	100%	-867
丹东黄海汽车	汽车(不含小轿车)、特种专用车、汽车底盘及零部件, 溶解乙炔	96.76%	4285
常州黄海汽车	汽车(除小汽车)、汽车底盘及其零部件	96.87%	-167.64
沈阳黄海汽车	汽车整车、底盘及零部件	100%	-3
山东荣成曙光齿轮	齿轮、汽车零配件	67%	878
辽宁曙光进出口	各类商品和技术的进出口	100%	0
凤城市曙光汽车半轴	汽车零部件, 钢材销售(顶账产品)	100%	2075
丹东曙光专用车	民用改装车, 汽车底盘, 汽车零部件	100%	2395
丹东曙光汽车贸易	汽车(含小轿车)汽车配件等;	100%	246
丹东市高新技术培训学校	培训	100%	-301
丹东黄海汽车销售	汽车(不含小轿车), 汽车底盘及零部件;	100%	-409
丹东傲龙汽车销售	汽车(小轿车只限经营上级公司生产的)、汽车底盘及汽车零部件	100%	2573
大连曙光汽车零部件制造	汽车零部件	100%	-6
参股公司			
安徽安凯福田曙光车桥	汽车车桥及配件	30%	2171
辽宁鸭绿江国际旅行社	旅游	49%	15

数据来源: WIND 国都证券

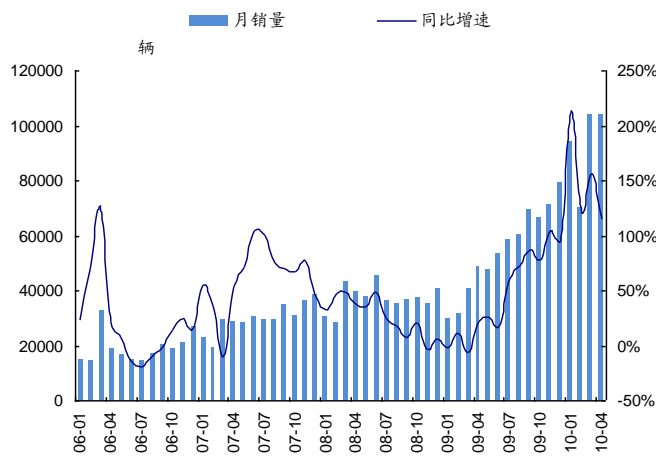
二、国内轻型车桥龙头: 受益轿车、轻卡市场增长

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几年销量第一。车桥是公司的传统支柱业务, 主要分为轻型车桥、重型车桥(中重卡、大中客)、悬挂市场(轿车)三大种类。

1、轻卡、SUV 市场带动轻型车桥增长

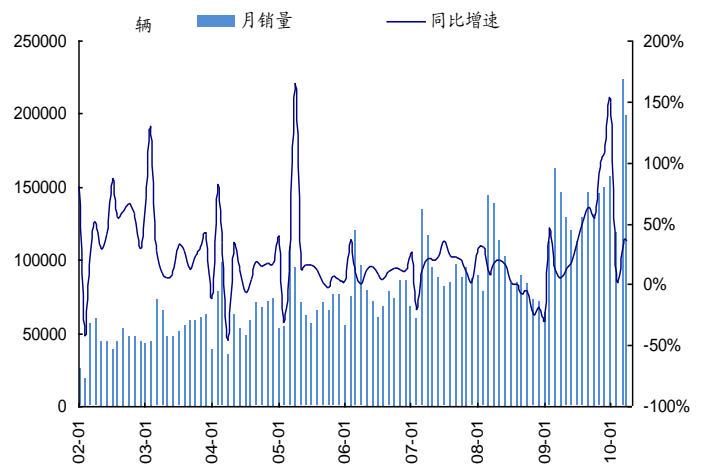
过去几年特别是 09 年轻微卡、轻客、SUV 均实现跨越式增长, SUV 的销量增长最为强劲, 带动轻型车桥市场增长。

图 3: SUV 市场销量



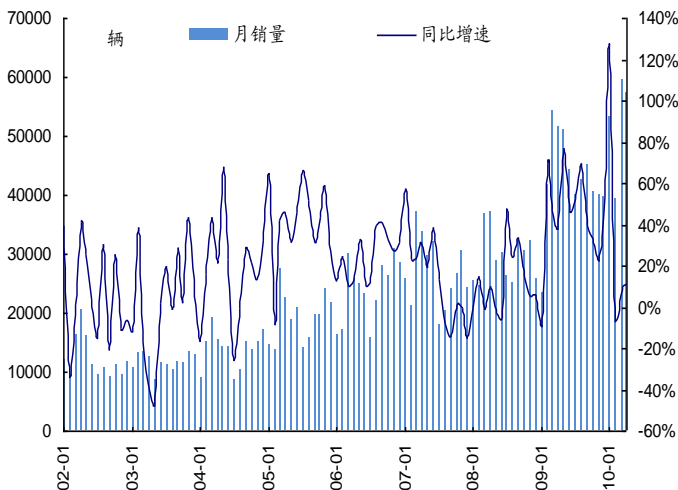
资料来源: 中汽协 国都证券

图 4: 轻卡市场销量



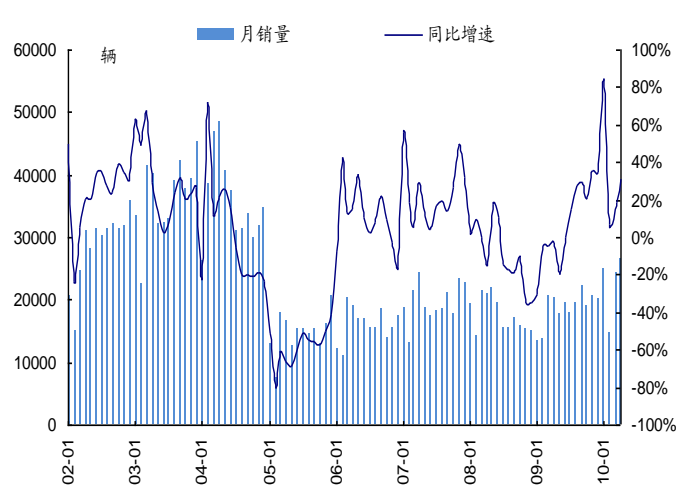
资料来源: 中汽协 国都证券

图 5: 微卡市场销量



资料来源: 中汽协 国都证券

图 6: 轻客市场销量



资料来源: 中汽协 国都证券

轻微卡、轻客、皮卡主要用在农村市场。农村居民实际可支配收入的快速增长, 城镇化进程的加快带来的建设需求、农村商品经济发展, 国家汽车下乡政策, 使得主要用于城乡结合部和农村物流市场的轻微卡、轻客、皮卡未来数年仍将处于快速增长的阶段。

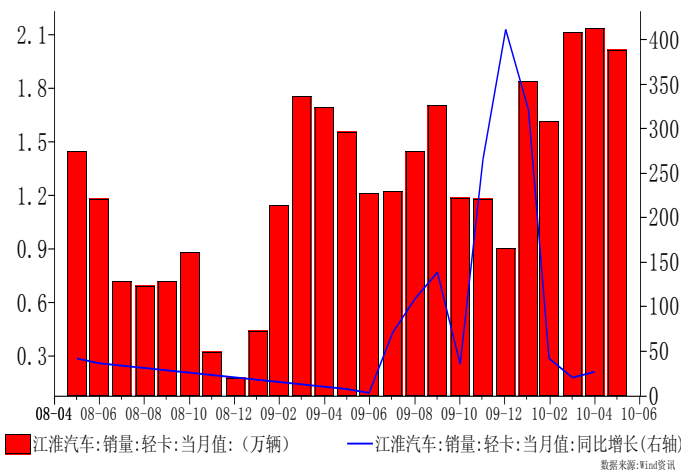
公司轻型车桥主要为轻微卡、轻客、SUV、皮卡等配套，其中为轻卡配套占到所有车桥的70%。目前公司轻型驱动后桥主要配套阁瑞斯、瑞风、金杯海狮、江淮和福田轻卡、霸道、特拉卡等；以福田为主要客户。福田、江淮轻卡的快速增长和阁瑞斯、瑞风销量的平稳上升都将带动公司轻型车桥销量的稳步提高。

表 2: 轻型车桥产品系列及配套

分类品种	产品系列	主要配套对象	配套比例
越野、SUV 系列	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 CJY6421D	“勇士”军车	
商务车、客车系列	SG6470D 前后桥	蒙派克、阁瑞斯	60%-70%
	HFC6500 后桥总成	瑞风商务车	60%-70%
	6480H1 后桥总成	海狮 6 代	
卡车系列	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%

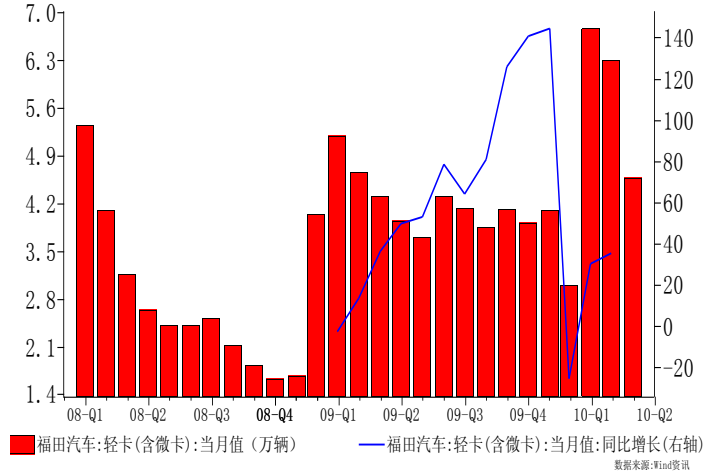
数据来源：公司网站 国都证券

图 7: 江淮汽车轻卡销量及同比增速



资料来源：中汽协 国都证券

图 8: 福田汽车轻卡销量及同比增速



资料来源：中汽协 国都证券

图 9: 瑞风销量

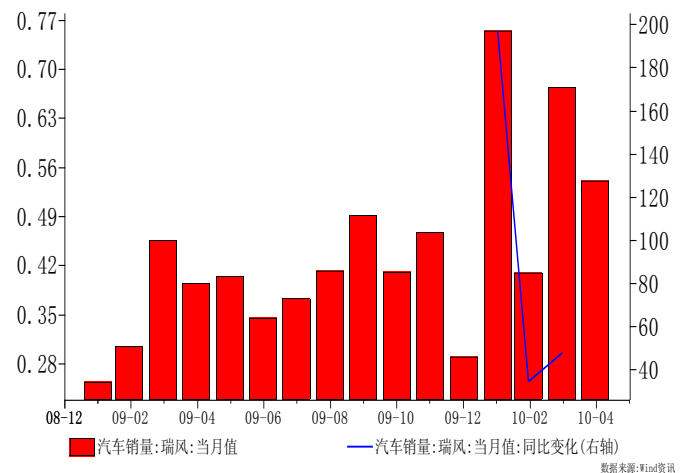
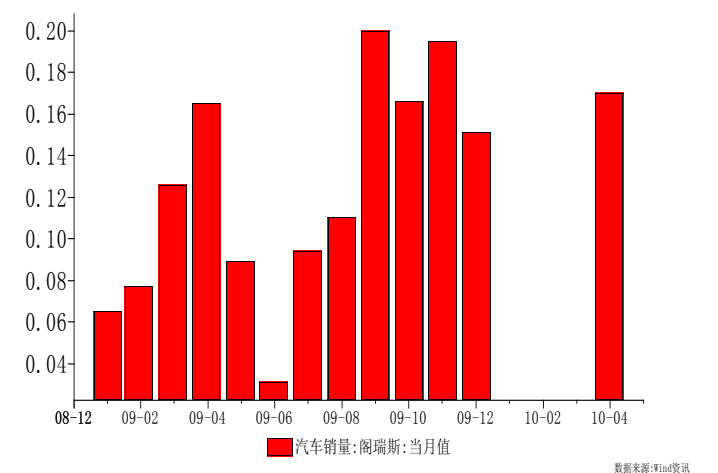


图 10: 阁瑞斯销量



资料来源：中汽协 国都证券

资料来源：中汽协 国都证券

2、中重型车桥外配空间小

重型车桥以内部配套为主，市场化竞争程度较低。目前，国内重型车桥生产企业主要集中在东风德纳车桥、一汽解放汽车车桥分公司、中国重汽济南桥箱、陕西汉德车桥、安徽安凯福田曙光车桥、一汽山东汽车改装厂及青特众力车桥等 7 家主要的生产企业，市场占有率 90% 以上，集中度高。

公司重型车桥基本配套黄海客车，少量供应福田欧 V 客车，外配空间较小。与大型重型商用车公司旗下的车桥企业相比，公司在重型车桥上的研发、生产无优势。因此，我们预计曙光在重型车桥市场短期内难有突破。

表 3：中重型车桥产品系列

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：公司网站 国都证券

3、悬挂车桥将有较大的成长空间

公司车桥 30% 为轿车用车桥。悬挂市场（轿车）产品覆盖 A、B 级车型，主要配套中华、江淮和悦及奇瑞部分高端车型。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。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。我们预计公司在悬挂市场将有较大的成长空间。

表 4：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：公司网站 国都证券

4、车桥技术优势明显，10 年有望增长 30%

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。齿轮加工能力和总成能力要求较高，公司控股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。

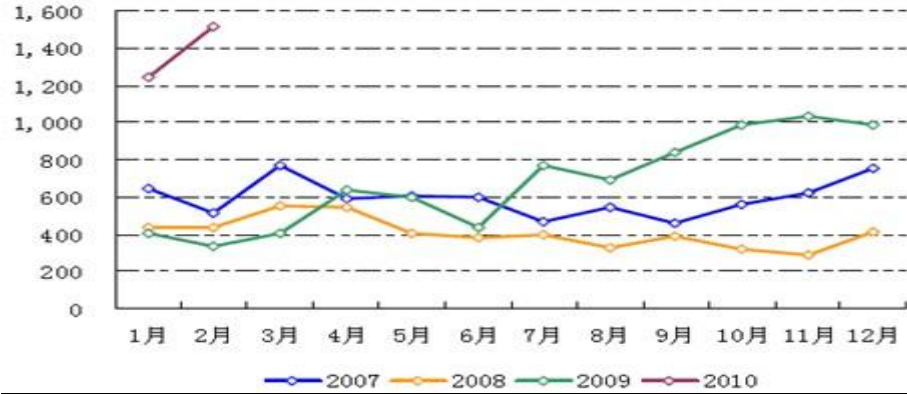
目前车桥业务主要拥有本部、诸城、辽宁曙光汽车制动系统的轿车悬挂 3 个生产基地。本部产能 40 万支，诸城 20 万支。2009 年销售 56 万支。2010 年，本部可新增产能约 15 万支，诸城基地将进行技改，完成后可增加 20 万支产能。

公司车桥产品目前排产情况良好，订单充足。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，和阁瑞斯、瑞风商务车的轻型车桥增量，预计 2010 年实现销量 73 万支，同比增长 30%。

三、SUV 及皮卡有望高增长

公司 09 年销售 SUV 和皮卡共 2 万辆左右，其中皮卡占 60%左右，SUV 占 40%左右，同比增长 30%，低于行业增速，主要是公司对行业需求复苏判断不足，年初基本没有保留库存，一季度后期需求迅速恢复时，公司产能面临瓶颈。

图 11: 曙光股份 SUV 月度销量 (单位: 辆)



数据来源: 中汽协 国都证券

图 12: 曙光股份皮卡月度销量 (单位: 辆)

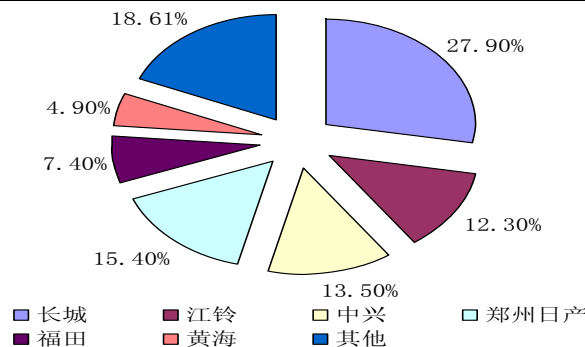


数据来源: 中汽协 国都证券

在国内，皮卡多年来仍处于小众市场阶段，09 年全年销量 26 万辆，占全部汽车比例仅为 1.88%。这主要是由于许多城市有限制皮卡进城政策。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，相信皮卡将有一轮爆发式增长。

目前皮卡市场格局基本稳定，长城遥遥领先，占 28%的市场份额。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。从产品档次而言，郑州日产、江铃、庆铃基本为高档产品；黄海与长城、中兴、福田、吉奥基本为中档产品，属竞争对手。

图 13: 皮卡市场份额 (单位: 辆)



数据来源: 中汽协 国都证券

目前中档皮卡市场产品技术性能差距不大。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。目前欧美风格的皮卡产品成为皮卡市场的主流消费导向。黄海皮卡是美式风格最为突出的产品之一，受到用户欢迎。而且公司在大连建设车身生产基地，预计两年内达产，主要配套公司自身的 SUV、皮卡。大连基地建成后，将降低公司乘用车产品的生产成本。公司在中档皮卡市场价格竞争中将有自己特有的优势。

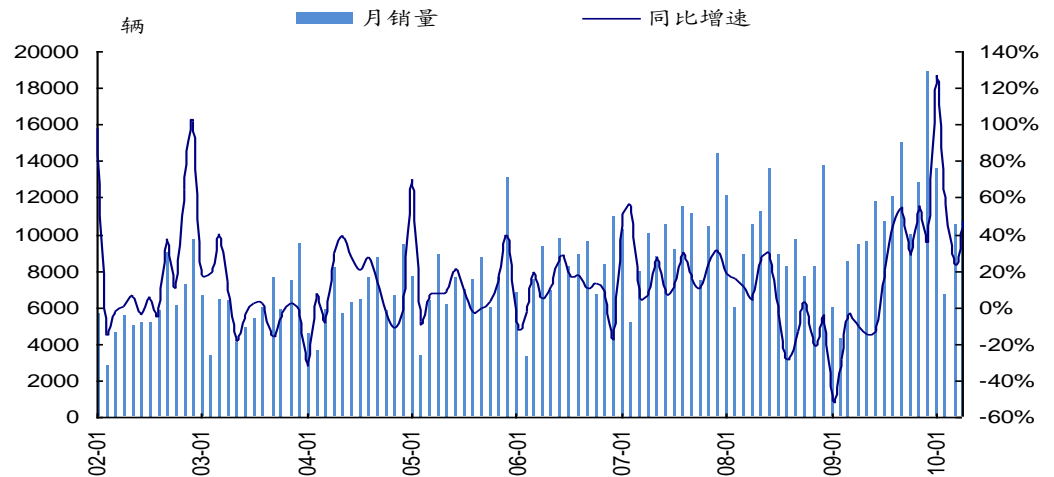
近年来国内 SUV 的销量增长强劲，是乘用车市场中增长最好的细分市场。随着 SUV 从实用到休闲转变的趋势为厂家和消费者逐渐接受，越来越多的城市休闲 SUV 车型的投放，预计 SUV 市场仍有巨大的增长空间。预计公司 SUV 销量 10 年会有高速增长。

目前公司 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）。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，我们预计公司 2010 年可实现销售 3.5 万辆。

四、北方公交企业龙头南下开拓市场

10 年大中客行业需求复苏明显，主要原因是：1、经济向好带动内需增长；2、09 年出口下降 60%，10 年出口复苏明显。大中客车行业受宏观经济波动影响小，行业一般下半年需求好于上半年，2010 年增长确定，增速有望超过 15%。

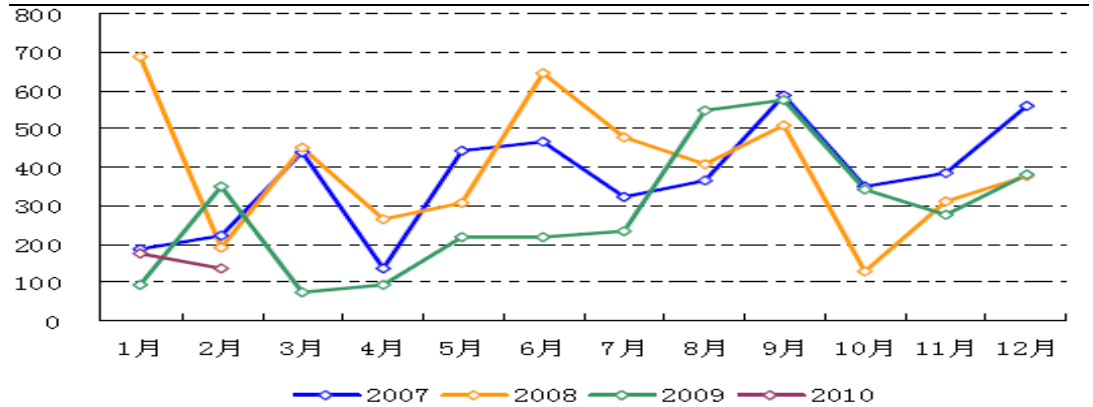
图 14：大中客车合计销量（辆）



数据来源：中汽协 国都证券

黄海大中客主要以公交车为主，比例约在 90%。2009 年销售城市公交占公交车市场份额 4.96%，是我国北方公交企业中的龙头企业。在公交整体销量上升的背景下，2009 年黄海客车销售 3146，同比下降 34%。2010 年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。

图 15: 曙光股份客车月度销量 (单位: 辆)



数据来源: 中汽协 国都证券

主要原因: 1、公司地处丹东, 地理位置比较偏远, 市场集中于北方, 市场开拓有一定劣势, 对南方和中西部市场开拓不足; 2、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; 3、高铁的迅速发展严重挤压了高毛利的长途、旅游客车业务, 使得原本并不涉足低毛利公交车领域的宇通、金龙等相继进入这一细分市场参与竞争, 加剧公交车市场竞争。

针对客车行业当前的变化趋势和企业自身存在的不足, 黄海客车公司开始南下拓展市场, 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。

同时由于公交车的毛利率较低, 公司为改善客车产品的盈利情况, 逐步调整产品结构, 逐步进入高毛利的旅游、长途客车领域。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。未来, 丹东基地将以公交为主, 而常州基地将以长途、旅游客车为主, 公交、新能源为辅。

目前, 丹东基地产能 5000 台; 常州基地产能 6000 台。我们认为伴随大中客市场 2010 年大概率的行业复苏, 和常州基地的投产对市场开拓的帮助, 黄海客车应能在东南部和中部公交市场占得一定份额。黄海客车的经营状况应会有所改善, 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。但由于常州基地投资达 5 亿元, 折旧压力较大, 预计客车整体盈利水平恢复有限。

五、新能源客车抢占先机

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

1) 双方在南车株洲电力机车研究所下属子公司南车时代电动一期工程的基础上, 共同投资 2.55 亿元, 建设二期工程, 同时将原公司注销, 建立新的南车黄海电动汽车股份有限公司, 初步测算曙光股份持股比例为 46%;

2) 南车株洲所向曙光股份旗下全资子公司常州黄海投资 1.67 亿元, 初步测算南车株洲所持持股比例为 49%;

3) 双方共同投资 2000 万元建立株洲汽车销售公司, 专门负责销售南车黄海电动汽

车股份有限公司生产的产品。股权比例为曙光股份 51%，南车株洲所 49%。

我们非常看好曙光与株洲所的合作。新能源汽车已上升为国家战略，近两年来密集出台的国家政策的扶持加速行业的产业化进程，而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。黄海客车在和南车株洲所合作后在新能源公交领域的前景值得期待。

1、合作带来领先技术优势

南车时代电动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。公司 2007 年获得国家第一个新能源汽车制造资质，具备很强的自主研发、持续创新和专业制造能力，拥有从驱动电机系统等关键零部件到动力系统总成和整车的全套电动汽车核心技术，目前在行业中的市场占有率高达 70%-80%。

公司在驱动电机系统等关键零部件、混合动力系统等电气系统和整车集成等三个电动汽车核心研发层次上，具备很强的自主开发、持续创新和专业制造能力。公司目前具备的电动汽车八大关键技术为：

- 电动客车整车集成技术；
- 大、中型车辆的纯电动、无轨电车、混合动力电气系统集成技术；
- 串/并联混合动力系统技术；车用驱动电机系统技术；
- 车载能源（锂电池、镍氢电池、超级电容等）应用技术；
- 电动汽车网络控制技术；电动汽车车载和地面充电技术；
- 电动汽车辅助系统（转向系、制动系、高低压转换电源等）集成技术。

公司在以上八个电动汽车关键技术上拥有完全自主知识产权，已拥有 30 余项中国注册专利权，其中发明专利 14 项及 3 项注册软件版权。

表 5：公司科研项目获奖情况列表

序号	获奖情况名称	奖项
1	纯电动客车关键技术及在公交系统中的应用	08 年国家科学技术进步二等奖
2	北京奥运电动客车开发及关键技术推广应用	08 年教育部科学技术进步一等奖
3	混合动力客车用镍氢动力电池组系统	07 年中国有设金属工业科学技术二等奖
4	城市无轨电车交流传动系统	09 年湖南机械工业科学技术进步一等奖
5	城市无轨电车交流传动系统	07 年南车科技进步二等奖
6	电动汽车电机及其控制器	06 年湖南省科学技术进步二等奖
7	城市无轨电车交流传动系统	07 年湖南省优秀技术创新项目
8	电动汽车驱动控制系统	07 年湖南省名牌产品
9	株洲市电动汽车示范运营	06 年株洲市科技进步奖一等奖

数据来源：公司网站 国都证券

此外，南车株洲所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机电电控方面有着不小的优势。

2、合资方已占得市场先机

南车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，机电电控关键零部件，充电站所需的充电机。机电电控系统目前主要供应宇通、金龙、上海申沃等厂家。

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。09 年时代电动的 500 辆混合动力订单全部来自于长沙（250 辆）、株洲（150 辆）和湘潭（100 辆）。

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。

根据发改委已经公布的《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》，南车株洲所为其中绝大多数客车匹配电机及电机控制器。其中南车时代电动汽车的混合动力型节油效果达到了 30%，达到了中度混合的标准，可以得到示范推广补贴的额度是 25 万元。

表 6: 《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》中使用南车株洲所机电电控的车型情况

公司	车型	试运行范围
南京汽车	依维柯纯电动服务车	国家电网公司所属湖南省、天津、成都内部电动车辆的示范运行；上海世博会电动车辆示范运行
中通客车	纯电动客车	仅限销售给北京市电动公交示范线路运营使用
南车时代电动	混合动力城市客车	示范运行区域为湖南省长沙市株洲市湘潭市
东风汽车公司	纯电动城市客车	
丹东黄海汽车	混合动力城市客车	仅限销售给上海市电动客车示范线路运营使用
上海申沃客车	纯电动城市客车	
北汽福田	纯电动城市客车	

数据来源：工信部网站，中国汽车网，国都证券

南车时代电动在北京奥运会期间获得大量订单，也是上海世博会最大的电动汽车关键部件供应商。

表 7: 南车时代电动汽车公司奥运和世博会期间订单

订单	内容
北京奥运会	300 套交流传动系统，180 套电池管理系统，以及 5 辆整车，240 台地面充电机和谐波治理装置。
上海世博会	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。提供 250 多台电动汽车用充电机

数据来源：公开资料 国都证券

今年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。

3、合作互补抢占新能源客车市场

公交车将是未来新能源客车推广的主要载体。曙光股份是目前大中型公交车领域市场份额国内龙头公司，在制造技术和市场方面占据优势，南车时代在电控技术领域是国内少有的掌握自主核心技术的优势企业。尽管其核心技术领先，但南车的客车发展并不成功，缺乏客车制造、销售经验。株洲所和黄海客车的合作对发展新能源客车业务具有较强的互补性。

经过与南车时代的合资，曙光股份在东北的大连、沈阳、丹东，中部的江苏常州，南方的长株潭地区都布有生产企业，完成了新能源汽车时代的完整战略布局。在行业启动初期，新能源客车以地方政府补贴刺激为主，政府为主要客户，各地政府普遍具有较强的当地采购生产的附加条件，曙光股份从北到南涉及四个主要省份都有投资完整的客车生产基地，在南车时代领先的新能源技术保障下将有很大把握拿下这四地的新能源客车订单。有利于抢夺地方政府保护特征非常明显的新能源客车订单。

新能源客车的大范围推广的重要难点在于降低成本及售价。未来黄海和株洲所合作后，其关键零部件的国产化率应是国内最高，同时又拥有成熟的客车生产管理经验，因此我们预计其产品售价会较国内其他厂家有一定优势，很可能在竞争中占得先机，成长空间值得期待。

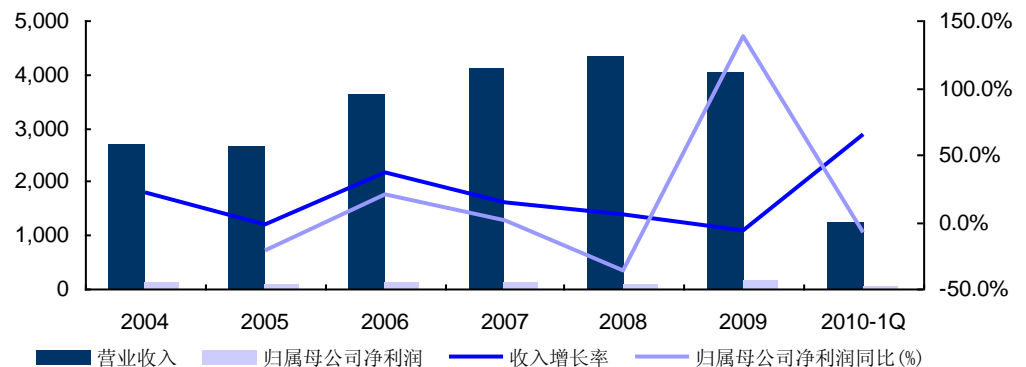
因此，我们认为基于双方优势资源的互相补充，未来双方有望联手打造一个具备整车产品以及电动传动总成的新能源动力平台。

六、盈利预测与估值

1、盈利预测

10年1季度公司实现营业收入12.27亿元，同比增长64.94%；归属母公司所有者的净利润3544万元，同比下滑8.70%。主要是因为公司部分所得税是先征后返，10年1季度所得税率高达39.9%，全年所得税率预计在20%-25%。

图 16：公司近几年业绩变化（百万元）



数据来源：公司公告 国都证券

我们预计，2010年公司三大传统业务分别会呈现不同程度的快速增长，预计不考虑

合资公司的情况下,2010年销售收入可达54.37亿元,净利润实现1.57亿元,EPS为0.71元。

表 8: 传统业务业绩关键假设 (亿元)

		2009A	2010E	2011E	2012E
车桥	销售收入	8.34	9.50	11.6	14.11
	销量 (万)	56.00	73.00	87.6	105.12
	YOY		30.36%	20.00%	20.00%
	毛利率	19.83%	18.50%	18.00%	18.00%
黄海客车	销售收入	11.94	17.55	20.18	23.21
	销量	3146.00	4500.00	5175	5951.25
	YOY		43.04%	15.00%	15.00%
	毛利率	13.45%	12.12%	13.00%	15.00%
SUV、皮卡	销售收入	12.10	18.36	22.03	26.43
	销量	20666.00	35000.00	42000	50400
	YOY		69.36%	20.00%	20.00%
	毛利率	21.00%	20.00%	20.50%	20.50%
汽车零部件	销售收入	2.97	3.42	3.76	4.13
	YOY		15.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	16.70%	18.00%	18.00%	18.00%
经销其他汽车	销售收入	4.13	4.55	5.00	5.50
	YOY		10.00%	10.00%	9.99%
	毛利率	2.36%	2.30%	2.30%	2.30%
其他	销售收入	0.98	1.00	1.00	1.00
	毛利率	38.30%	38.00%	38.00%	38.00%
合计	销售收入	40.47	54.37	63.57	74.39
	YOY		34.34%	16.92%	17.02%
	毛利率	16.73%	15.93%	16.36%	17.06%

数据来源: 国都证券

表 9: 不考虑合资公司的盈利预测表 (百万元)

会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4047	5437	6357	7439
营业成本	3370	4571	5317	6170
营业税金及附加	48	61	73	85
营业费用	193	248	295	343
管理费用	248	306	368	426
财务费用	34	61	73	81
资产减值损失	8	7	7	7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	40	20	12	10
营业利润	187	203	236	337
营业外收入	24	23	23	23
营业外支出	3	6	5	5
利润总额	207	221	255	355
所得税	42	54	59	84
净利润	165	167	196	271
少数股东损益	4	9	9	13
归属母公司净利润	161	157	187	258
EBITDA	315	364	429	554
EPS (元)	0.72	0.71	0.84	1.16

数据来源: 国都证券

2009年,我国新能源客车销量约为3400辆,我们预计2010年新能源客车销量有望达到5000-6000辆,需求在于:1)“十城千辆”试点范围从13个城市扩大到20个;2)原有的13个试点城市要在2012年以前达到1000辆新能源汽车的采购规模,现在只有北京完成了目标;3)部分非试点城市在政府支持下,也在广泛采购新能源车。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。

未来新能源客车生产将主要集中于株洲,部分可在丹东或常州。目前株洲基地产能为3,000辆,南车原计划两年将扩产至1万辆整车和2万套系统。我们认为曙光与时代电动合作后,其关键零部件的国产化率将是国内最高,同时又拥有成熟的客车生产管理经验,因此毛利和净利将有进一步的提升空间。

我们测算未来曙光股份在新能源方面的收入利润情况,南车时代电动2009年的收入是2.3个亿,完成销售500辆新能源客车。新能源汽车业务盈利将爆发式增长。预计10年可完成销售整车1100辆,300套电机电控系统,及400台地面充电桩,合计销售收入约8.9亿元,净利润4800万元,可为曙光贡献利润约2200万元,合EPS 0.1元左右。

表 10: 合资公司盈利预测

		2010E	2011E	2012E
整车	销售收入(亿元)	7.70	17.50	24.50
	销量(辆)	1100.00	2500.00	3500.00
	单价(万)	70	70	70
	净利率	5.00%	6.00%	7.00%
	净利润(亿元)	0.39	1.05	1.72
电机电控系统	销售收入(亿元)	0.75	1.75	10.00
	销量(套)	300.00	700.00	5000.00
	单价(万)	25	25	20
	净利率	10.00%	11.00%	12.00%
	净利润(亿元)	0.08	0.19	1.20
地面充电桩	销售收入(亿元)	0.40	1.00	3.60
	销量(套)	400.00	1000.00	4000.00
	单价(万)	10	10	9
	净利率	5.00%	6.00%	7.00%
	净利润(亿元)	0.02	0.06	0.25
合计	销售收入(亿)	8.85	20.25	38.10
	净利润(亿万)	0.48	1.30	3.17
	贡献利润(亿万)	0.22	0.60	1.46
	贡献EPS(元)	0.10	0.27	0.66

数据来源:公司公告 国都证券

表 11: 合并情境下盈利预测(亿元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
传统业务收入	40.47	54.37	63.57	74.39
合资公司销售收入		8.85	20.25	38.10
合并收入	40.47	63.22	83.82	112.49
传统业务净利润	1.61	1.57	1.87	2.58
合资公司贡献净利润		0.22	0.60	1.46
合计净利润	1.61	1.79	2.47	4.04
EPS(元/股)	0.72	0.81	1.11	1.82

数据来源:国都证券

2、估值和投资建议

预计 10-12 年传统业务 EPS 分别为 0.71、0.84、1.16 元；合资公司 10-12 年为曙光股份贡献 EPS 为 0.1、0.27、0.66 元。合并后 EPS 为 0.81、1.11、1.82 元。对应当前股价的动态市盈率为 20.78、15.16、9.25 倍，相比新能源客车相关公司 10 年平均 36 倍的 PE 具有安全边际。考虑到公司在核心零部件领域的行业地位等优势，而新能源业务有可能带来巨大盈利空间，给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

表 12：新能源客车相关公司估值比较

代码	公司名称	当前股价	10EPS	11EPS	10PE	11PE
000868.SZ	安凯客车	11.30	0.17	0.22	66.51	50.97
000957.SZ	中通客车	8.79	0.28	0.46	31.25	19.01
600066.SH	宇通客车	15.90	1.28	1.48	12.47	10.72
600686.SH	金龙汽车	7.50	0.48	0.57	15.48	13.24
002227.SZ	奥特迅	31.50	0.52	0.69	60.22	45.44
000559.SZ	万向钱潮	12.52	0.41	0.54	30.39	23.39
600884.SH	杉杉股份	18.77	0.40	0.97	46.93	19.25
601766.SH	中国南车	5.00	0.22	0.34	22.32	14.85
600458.SH	时代新材	31.61	0.84	1.34	37.54	23.52
	平均水平				35.90	24.49
600303.SH	曙光股份	16.83	0.81	1.11	20.78	15.16

资料来源：国都证券

七、风险提示

- 1、公司乘用车业务销量增长未达预期；
- 2、原材料价格上涨超出预期，公司整车和零部件业务成本压力加大；
- 3、新能源客车产业发展规模与速度低于预期，合资公司新能源汽车业务发展不达预期。

附录：不合并情景下财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3008	4105	4386	5579	营业收入	4047	5437	6357	7439
现金	1540	1864	2260	2613	营业成本	3370	4571	5317	6170
应收账款	521	838	769	1104	营业税金及附加	48	61	73	85
其它应收款	38	28	51	41	营业费用	193	248	295	343
预付账款	172	184	220	254	管理费用	248	306	368	426
存货	492	828	676	1082	财务费用	34	61	73	81
其他	244	362	410	485	资产减值损失	8	7	7	7
非流动资产	2122	2387	2597	2803	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	116	90	99	96	投资净收益	40	20	12	10
固定资产	1003	1214	1371	1496	营业利润	187	203	236	337
无形资产	713	838	916	1010	营业外收入	24	23	23	23
其他	290	244	211	200	营业外支出	3	6	5	5
资产总计	5130	6491	6983	8381	利润总额	207	221	255	355
流动负债	2949	3976	4100	5060	所得税	42	54	59	84
短期借款	490	1033	767	1150	净利润	165	167	196	271
应付账款	1133	1517	1624	1998	少数股东损益	4	9	9	13
其他	1326	1426	1709	1912	归属母公司净利润	161	157	187	258
非流动负债	729	913	1106	1295	EBITDA	315	364	429	554
长期借款	533	715	908	1098	EPS (元)	0.72	0.71	0.84	1.16
其他	196	198	197	198					
负债合计	3678	4890	5206	6356					
少数股东权益	50	60	69	82	主要财务比率				
股本	222	222	222	222		2009	2010E	2011E	2012E
资本公积金	544	544	544	544	成长能力				
留存收益	637	777	943	1178	营业收入	-6.4%	34.3%	16.9%	17.0%
归属母公司股东权益	1402	1542	1708	1943	营业利润	80.3%	9.1%	16.2%	42.4%
负债和股东权益	5130	6491	6983	8381	归属母公司净利润	138.3%	-2.0%	18.8%	37.8%
					获利能力				
					毛利率	16.7%	15.9%	16.4%	17.1%
					净利率	4.0%	2.9%	2.9%	3.5%
					ROE	11.4%	10.2%	10.9%	13.3%
					ROIC	15.3%	12.0%	17.2%	17.2%
					偿债能力				
					资产负债率	71.7%	75.3%	74.5%	75.8%
					净负债比率	33.54%	38.90%	35.50%	37.99%
					流动比率	1.02	1.03	1.07	1.10
					速动比率	0.85	0.82	0.90	0.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.94	0.94	0.97
					应收帐款周转率	8	8	8	8
					应付帐款周转率	3.26	3.45	3.38	3.41
					每股指标(元)				
					每股收益	0.72	0.71	0.84	1.16
					每股经营现金	1.52	0.34	3.87	0.99
					每股净资产	6.32	6.94	7.70	8.75
					估值比率				
					P/E	21.68	22.12	18.62	13.51
					P/B	2.48	2.26	2.04	1.79
					EV/EBITDA	9.87	8.54	7.24	5.61

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	徐才华	机械、汽车及零部件	xucaihua@guodu.com
夏茂胜	商业、纺织服装	xiamoosheng@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com
王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com	刘芬	机械	liufen@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com	苏昌景	债券研究、基金研究	suchangjing@guodu.com
冯翔	宏观研究	fengxiang@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com