

曙光股份 (600303)

合作坚定不移 想象空间巨大

—曙光股份更新报告

买入 / 维持评级

股价：RMB18.17

分析师

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

黄未樵
SAC 执业证书编号:S1000210050049
+755-82366964 huangwq@lhqz.com

联系人

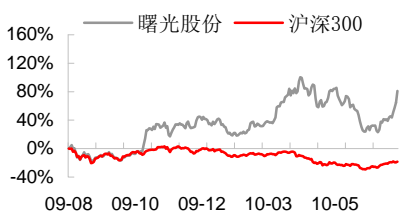
谢振东
82125072 xiezd@lhqz.com

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)	3480

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

- 强强联合 双赢选择:** 公司与中国南车株洲电力机车研究所有限公司进行的合资合作属于强强联合：公司在公交客车领域具有丰富的系统集成、大规模生产组织管理、研发、营销的经验和能力，而株洲所在电机及其控制、变流、网络控制等方面具有明显的技术优势。双方的**合资合作将成功实现技术互补、品牌互补和市场互补，加快新能源客车产业化进程，是双方突破自身限制、进一步拓展市场的关键，具有巨大的战略意义。**我们估计前期的尽职调查和对相关利益方关系的梳理减缓了合资合作的进程，但磨刀不误砍柴工，前期的准备将保证未来产权明晰、运行健康的合资公司。距签订意向协议历时接近半年，预计距离合资合作正式签署时间点已非常接近。
- 乘用车领域 未来的蓝海:** 拥有国内独步的电机、电控核心技术，我们很难想象株洲所会仅仅止步于新能源客车。受各级政府扶持，新能源客车有望率先实现产业化、较早给参与企业带来现实利益，但广阔的乘用车领域才是未来新能源汽车发展的蓝海，一旦市场空间被打开，相关企业的盈利结构和规模将发生巨变。尽管新能源客车和乘用车的电机、电控在集成度、功率、效能上具有一定差异性，但研发路径、相关核心技术一脉相承，凭借在铁路电气化过程中几十年积累的电气化经验，株洲所有能力将电传动系统从“大”到“小”进行拓展。因此我们可以合理的推断乘用车领域是合资公司市场拓展和战略发展方向，并对曙光业绩增厚的想象空间进一步放大。
- 传统领域 稳定增长:** 公司在轻型车桥领域具有较高的行业地位，将持续受益于经济型轿车和轻卡的增长；皮卡业务拥有较强的成本优势，随着产能瓶颈的破解，有望迎来高速增长；传统客车随着常州基地的投产也将打破地域限制，开拓新的市场空间。
- 在不考虑合并株洲所电动车合资公司的情境下，预计公司 10、11 年可实现 EPS0.81 元和 1.00 元。**全年合并情境下，预计 10、11 年可实现 EPS0.91 元和 1.24 元。**考虑到合资公司强大的技术优势、完善的产业化布局以及未来巨大的市场空间，目前的估值明显偏低，维持“买入”评级。

经营预测与估值	2008A	2009	20101Q	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4322.5	4047.0	1226.5	5839.9	6820.5
(+/-%)	5.1	-6.4	64.9	44.3	16.8
归属母公司净利润(百万元)	67.4	138.3	35.4	180.6	221.9
(+/-%)	-36.3	138.3	-8.7	12.5	22.9
EPS(元)	0.30	0.72	0.16	0.81	1.00
P/E(倍)	60.6	25.2	113.6	22.4	18.2

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

合作合资 互补双赢

新能源客车领域诱人的市场空间

国家“十城千辆”示范工程以及各级政府财政扶持，保障了株洲所旗下时代电动车饱满的订单：09年500辆混合动力客车订单，2010年在手订单已达1000多辆，除绝大部分来自长株潭地区外，还有包括昆明、南昌等地的外省订单。公司目前日均3-4辆的出货量，计划全年实现1000台整车的销量。南车技术已经达到节能30%标准，可以获得国家30万元的财政补贴和相应的地方资助（例如株洲地区10万元补贴），随着《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》的进一步实施，预计公司仅在长株潭地区就将获得累计超过2000台的订单。

公司计划通过两年左右的示范运营来推动电动车相关标准的制定，凭借较为明显的先发优势和强大的技术实力，依靠行业标准来打击地方保护主义并以此进军全国新能源客车市场。此外，随着相关示范运营项目的实施和产业化的逐渐开展，预计相关财政补贴的负担会逐渐从国家层面向地方转移，公司的成本优势和技术实力将在竞争中更加明显。

动力系统+整车技术——优势互补 最佳选择

依托于铁路领域几十年的电气化研发、产业化经验，南车株洲所在电传动关键零部件和动力系统总成方面具有强大的技术优势，旗下的时代电动车是我国较早从事电动汽车关键零部件、电气系统开发及整车制造的汽车企业，是863电动汽车电机、电控项目的承担者，经过10多年的技术积累，目前已经为安凯、中通等国内多家企业提供新能源客车动力系统总成，我们估计09年实现系统外供1000多台，在技术成熟度和成本控制能力上具较明显的优势。

时代电动车09年实现300台新能源公交客车销量，但由于缺乏大规模整车制造的经验，无法充分体现其在动力总成领域的技术和成本优势，阻碍了对市场的进一步开拓，因此和公交客车领域优势企业开展深度合作是时代电动突破长株潭地区，进军全国市场的战略考虑。曙光股份旗下的黄海客车一直是北方公交客车领域的龙头企业，在系统集成、制造工艺、成本控制、市场营销、渠道管理方面具有一定优势和丰富的经验，同掌握核心技术的株洲所合作是其新能源客车业务真正登堂入室，并一举进入新能源客车第一梯队的绝佳机会。合作合作将成功实现技术互补、品牌互补和市场互补，加快新能源客车产业化进程，是双方突破自身限制、进一步拓展市场的关键，具有巨大的战略意义。因此我们认为双方会坚定不移地开展深度合作。

乘用车领域——未来的蓝海

乘用车——未来市场蓝海区

受各级政府资金扶持，新能源客车有望率先实现产业化、较早地给参与企业带来现实利益，但毕竟市场规模有限，广阔的乘用车领域才是未来新能源汽车发展的蓝海。电池技术的进步、基础设施的完善以及各级政府相关的补贴将共同催生一个百万级的潜在市场。乘用车领域的电气化空间一旦打开，将使相关参与企业未来的盈利结构和规模将发生巨变。

因此对于拥有国内独步的电机、电控核心技术，强大先发优势和后续技术研发保障的株洲所，我们很难想其新能源汽车的产业化步伐会仅仅止步于新能源客车领域。新能源汽车市场的启动受益于电动公交车的普及，但乘用车的电气化才将真正决定新能源汽车产业化的进程和规模。只有将其新能源汽车业务拓展到乘用车领域，时代电动车才能长期保证公司的市场地位和盈利水平，做到“远近无忧”。

技术实力——业务拓展的保障

株洲所是我国轨道交通电传动领域技术和产品公认的领导者，在电机及其控制、变流、网络控制等方面具有明显的技术优势。02年初，株洲所将其核心技术拓展到电动汽车领域，很快将科研成果转化为产品，具备强大的研发、工程化和产业化能力。

尽管新能源客车和乘用车的电机、电控在集成度、功率、效能上具有一定差异性，但研发路径、相关核心技术一脉相承。凭借株洲所在铁路电气化过程中几十年积累的电气化研发经验和时代电动车在客车动力系统领域的产业化经验，我们认为相关模块化开发、系统集成不应是阻碍公司进一步向乘用车领域发展的瓶颈，相信公司有能力强将动力系统从“大”到“小”进行拓展。

盈利预测

传统产业 稳定增长

公司在轻型车桥领域具有较高的行业地位，将持续受益于经济型轿车和轻卡的增长；皮卡业务拥有较强的成本优势，随着产能瓶颈的破解，有望迎来高速增长；传统客车随着常州基地的投产也将打破地域限制，开拓新的市场空间。

不考虑合并情境下，预计公司 10、11 年实现销售收入 58.40 亿元、68.20 亿元，净利润 1.88 亿元、2.29 亿元，合计 EPS0.81 元、1.00 元。

表 1 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	2,208,632,479	2,650,358,974
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	5,839,873,358	6,820,473,942

数据来源：华泰联合证券研究所预测

表 2 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%	16.76%	17.23%

数据来源：华泰联合证券研究所预测

新能源汽车业务 驱动未来盈利爆发

由于缺乏详细的财务数据和对新能源汽车市场准备的判断，预测存在一定的不确定性，在此给予提示。

预计 2010 年实现销售整车 1000 辆、300 套动力总成设备、400 台地面充电桩，合计销售收入 8.15 亿元，净利润 4450 万元，可为曙光贡献净利润 2047 万元，合计 EPS0.09 元左右。

表 3 2010 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	1,000	7.00	5%	3,500
动力系统	25	300	0.75	10%	750
地面充电桩	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

随着协同效益的体现，合资公司有望在 2011 年实现整体销量翻番，从而实现销售收入 18.15 亿元，净利润 1.16 亿元，可为曙光贡献净利润 5331 万元，合计 EPS0.24 元左右。

表 4 2011 年合资公司业务预测

	单价	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
动力系统	25	700	1.75	10%	1,750
地面充电桩	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

表 5 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	58.40	68.20
电动汽车销售公司收入		8.00	18.15

合并收入	40.47	66.40	86.35
传统业务净利润	1.61	1.81	2.22
合资公司贡献净利润		0.20	0.53
合计净利润		2.01	2.75
EPS (元/股)		0.91	1.24

数据来源: 华泰联合证券研究所预测

表 6 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
							6820.4
流动资产	3008	3384	4054	营业收入	4046.99	5839.87	7
现金	1540	1354	1681	营业成本	3369.83	4861.19	8
应收账款	521	742	865	营业税金及附加	48.30	70.08	81.85
其他应收款	38	38	54	营业费用	192.74	280.31	334.20
预付账款	172	219	254	管理费用	247.65	350.39	422.87
存货	492	681	790	财务费用	34.42	38.87	42.94
其他流动资产	244	350	409	资产减值损失	7.77	10.00	10.00
非流动资产	2122	2113	2093	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00
长期投资	116	116	116	投资净收益	40.22	10.00	10.00
固定资产	1003	1080	1108	营业利润	186.51	239.03	293.03
无形资产	713	705	696	营业外收入	23.59	5.00	5.00
其他非流动资产	290	211	173	营业外支出	3.23	0.00	0.00
资产总计	5130	5497	6146	利润总额	206.87	244.03	298.03
流动负债	2949	3129	3551	所得税	42.03	56.13	68.55
短期借款	490	400	400	净利润	164.84	187.90	229.48
应付账款	1133	1458	1694	少数股东损益	4.31	6.10	5.96
其他流动负债	1326	1271	1457	归属母公司净利润	160.53	180.59	221.90
非流动负债	729	729	729	EBITDA	314.89	371.49	440.77
长期借款	533	533	533	EPS (元)	0.72	0.81	1.00
其他非流动负债	196	196	196				
负债合计	3678	3858	4279	主要财务比率			
少数股东权益	50	57	62		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%	44.3%	16.8%
留存收益	637	818	1040	营业利润	80.3%	28.2%	22.6%
归属母公司股东权益	1402	1583	1805	归属于母公司净利润	138.3%	12.5%	22.9%
负债和股东权益	5130	5497	6146	获利能力			
				毛利率 (%)	16.7%	16.8%	17.2%
现金流量表			单位:百万元	净利率 (%)	4.0%	3.1%	3.3%
	2009	2010E	2011E	ROE (%)	11.4%	11.4%	12.3%

经营活动现金流	337	224	441	ROIC(%)	15.3%	17.4%	22.9%
净利润	165	188	229	偿债能力			
折旧摊销	94	94	105	资产负债率(%)	71.7%	70.2%	69.6%
							21.80
财务费用	34	39	43	净负债比率(%)	33.54%	24.19%	%
投资损失	-40	-10	-10	流动比率	1.02	1.08	1.14
营运资金变动	65	-107	61	速动比率	0.85	0.86	0.92
其他经营现金流	18	21	12	营运能力			
投资活动现金流	-323	-71	-72	总资产周转率	0.85	1.10	1.17
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	3.75	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	-339	-43	每股收益(最新摊薄)	0.72	0.81	1.00
短期借款	-357	-90	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.01	1.99
长期借款	215	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.32	7.13	8.13
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	22.59	18.39
其他筹资现金流	499	-249	-43	P/B	2.91	2.58	2.26
现金净增加额	351	-186	326	EV/EBITDA	12	10	8

数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所预测

投资风险提示

考虑到双方的互补性和未来广阔的市场，合资合作对公司和株洲所都是正确的选择，但目前我们仍无法据此判定合资合作的进程和方式，甚至不能排除在极端的情境下，相关谈判失败，合资合作被告终止的可能。

此外，我们对电动汽车产业化推进的速度也难以给予一个确定的判断，存在一定的不确定性。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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 45 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