中国平安 PING AN 平安证券公司

机械、设备、仪表

2010 年 8 月 23 日

曙光股份 (600303)

携手株洲所，优势互补抢占新能源客车制高点

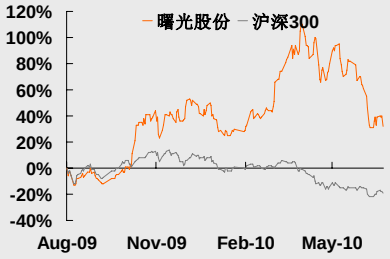
推荐（维持）

现价：19.27 元

主要数据

行业	机械、设备、仪表
公司网址	www.sgautomotive.com
大股东/持股	辽宁曙光集团/3.60%
实际控制人/持股	李进巅/10.12%
总股本(百万股)	222
流通 A 股(百万股)	192
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	42.78
流通 A 股市值(亿元)	36.90
每股净资产(元)	6.63
资产负债率(%)	73.5

行情走势图



相关研究报告

研究员

王德安 S1060209080153
021-33830392
wangdean002@pingan.com.cn

余 兵 S1060207120088
021-33830530
Yubing006@pingan.com.cn

投资要点

■ 2010 年半年报

实现营业收入 27.97 亿元（同比增长 69.7%），净利润 0.87 亿元（同比增长 49.2%）。每股收益 0.39 元，每股净资产 6.63 元。

■ 平安观点：

公司主营业务中，汽车零部件业务核心为各类车桥及与车桥相关的零部件，整车业务包括黄海客车和曙光专用车，其中黄海客车是国内大型公交客车生产企业，产品已批量出口。曙光车桥是我国为数不多的独立的车桥零部件一级供应商，主要产品以各类轻型车桥、为客车、重卡配套的重型车桥和轿车配套的轿车悬架桥为主，车桥所需核心零部件如半轴、齿轮等均实现自主生产，轻型汽车车桥已连续五年在全国轻型车桥市场占有率排名第一。

1、各车型销量同比增速高

上半年公司销售 SUV、皮卡车超过 1.7 万辆（同比增长 92%），黄海座位客车实现销售 400 台（同比增长 72%），改善了单一公交车的产品结构；新能源客车示范运营效果良好，混合动力客车实现了批量销售，为后续市场化运营打下基础；公司推出的新旗胜 CUV 实现销售 5677 辆，实现营业收入 4.4 亿，成为公司新的增长点。乘用车收入 10.54 亿元（同比增长 96.6%），黄海客车收入 5.33 亿元（同比增长 49.8%）。

2、毛利率提高、费用率降低

上半年公司毛利率提高 0.3 个百分点，其中整车毛利率提高 3 个百分点。三项费用率降低 1.73 个百分点。

3、携手株洲所优势互补占据新能源客车制高点

2010 年 3 月公司公告与南车电动车公司签订合作意向协议，曙光股份拟与南车株洲所共同投资组建汽车销售公司，曙光占 51%，株洲所占 49%；曙光股份与株洲所对下属子公司时代电动车增资，最终股权比例与投资方式待定；株洲所拟对曙光子公司常州黄海汽车公司投资，股权比例与投资方式待定。

双方合资合作将实现强强联合优势互补。株洲所是我国轨道交通电传动领域技术与产品的领导者，借助于株洲所十余年为铁路机车配套历史与技术积淀，时代电动车（目前株洲所持股 63.6%）成立以后迅速成为我国新能源客车电机配套翘楚。该公司研制的电机驱动系统、BMS 及充电机等已供应奥运会、世博会及国家电网。目前为止搭载南车系统的车辆已超过了 1500 台。

曙光股份控股的黄海客车是中国最早的客车生产基地，也是中国城市公交客车的旗舰品牌。2009 年黄海客车成为首批获得工信部认定新能源客车准入“通行证”的企业。

湖南南车电动汽车股份有限公司将成为双方新能源汽车研发和产业化基地。双方将在南车时代电动汽车产业化基地一期工程的基础上，加快二期项目的建设，两年内形成具有年产 1 万台以上新能源客车整车及年产 2 万套电机驱动系统等关键零部件的产业化基地，争取到 2015 年实现整车销售收入过 15 亿，电传动系统及其零部件销售过 5 亿元的专业化汽车公司。

2010 年南车电动车预计实现 5 亿元收入，实现净利润 0.5 亿元。

4、盈利预测与投资建议

立足公司传统公交客车业务，携手南车时代电动车实现优势互补，南北市场并进，为公司打开新能源客车领域广阔天地。由于曙光股份对南车电动车持股比例待定，我们在盈利预测中暂未考虑时代电动车利润贡献。根据对传统业务判断，预计曙光股份 2010 年、2011 年每股收益为 0.85 元、1.04 元，给予“推荐”评级。

图表 1　黄海客车销量及市占率　　单位：辆

产品分类	2010 年 1-7 月			2009 年 1-7 月	
	销量	销量同比	市占率	销量	市占率
合计	2078	65.7%	1.9%	1254	1.7%
座位客车	438	21.7%	0.6%	360	0.7%
卧铺客车	0			0	
公交客车	1639	83.5%	5.3%	893	3.6%
其他客车	1	0.0%	0.3%	1	0.9%

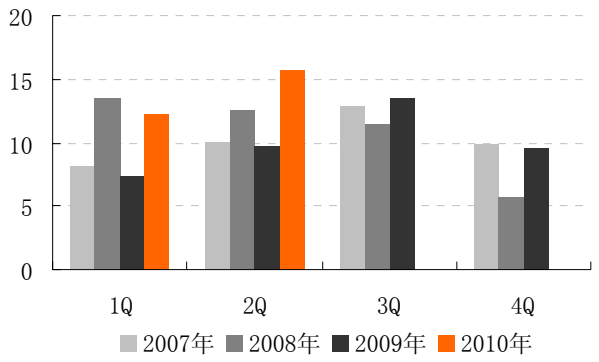
资料来源：中国客车统计信息网

图表 2　曙光股份主营构成　　单位：亿元

产品分类	营业收入	营业利润	利润率	收入同比	利润率同比
车桥	5.33	1.05	19.6%	54.1%	增加 1.38 个百分点
整车	15.67	2.52	16.1%	68.4%	增加 2.69 个百分点
其它汽车零部件	1.55	0.45	28.8%	-21.8%	增加 4.66 个百分点
经销其他汽车	4.72	0.10	2.2%	116.8%	增加 0.44 个百分点

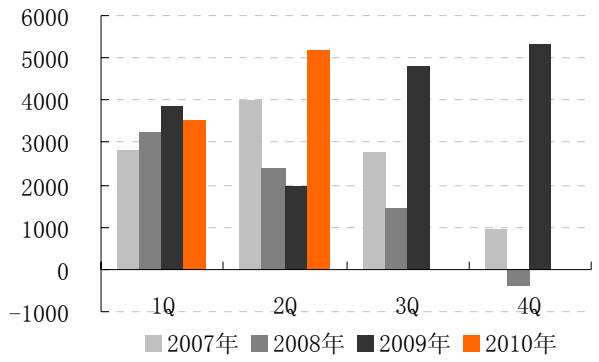
资料来源：公司公告

图表 3 曙光股份季度收入 单位：亿元



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 曙光股份利润表关键项目及指标 单位：万元

项目	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	2009H1	2010H1	同比增长
总收入	135992	96443	122654	157003	164845	279657	69.6%
资产减值	507	110	458	1152	160	1610	903.1%
投资收益	502	345	641	366	3176	1007	-68.3%
净利润	4839	5356	3544	5197	5858	8741	49.2%
EPS（元）	0.22	0.24	0.16	0.23	0.26	0.39	
比率	**3Q09**	**4Q09**	**1Q10**	**2Q10**	**2009H1**	**2010H1**	**同比增加百分点**
毛利率	15.3%	22.5%	17.0%	14.4%	15.3%	15.6%	0.30
销售费用率	5.3%	4.8%	4.9%	2.8%	4.5%	3.7%	-0.85
管理费用率	4.3%	10.1%	5.5%	5.3%	5.6%	5.4%	-0.23
财务费用率	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%	1.3%	0.6%	-0.66
三项费用率	10.0%	15.5%	11.0%	8.7%	11.4%	9.7%	-1.73
净利率	3.6%	5.6%	2.9%	3.3%	3.55%	3.13%	-1.16

资料来源：公司公告

图表 6 曙光股份盈利预测表 单位：万元

项目	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E
一、营业总收入	411435	432254	404699	538756	646507
二、营业总成本	398925	422843	390071	515047	617462
营业成本	349366	376275	336983	454053	545329
营业税金及附加	5069	4256	4830	6465	7758
销售费用	21046	18075	19274	19934	24567
管理费用	19501	19964	24766	29093	34911
财务费用	2089	3737	3442	3502	4396
资产减值损失	1853	535	777	2000	500
三、其他经营收益					
投资净收益	2156	930	4022	2000	2500
四、营业利润	14666	10342	18651	25709	31545
加：营业外收入	1082	2310	2359	1700	1955
减：营业外支出	495	1119	323	680	782
五、利润总额	15253	11533	20687	26729	32718
减：所得税	4141	3793	4203	7484	9259
六、净利润	11111	7741	16484	19245	23459
减：少数股东损益	541	1003	431	289	399
归属于母公司所有者的净利润	10570	6738	16053	18956	23060
每股收益(元)	**0.48**	**0.30**	**0.72**	**0.85**	**1.04**

资料来源：平安证券研究所

研究员简介：

平安汽车行业研究团队入围 2009 年“新财富”、证券市场周刊“水晶球”最佳分析师评选。

余兵：内燃机专业学士，经济管理专业硕士。工程师，经济师。10 年技术经济工作经验，7 年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业首席分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。3 年汽车行业研究经验，现为平安证券研究所汽车行业分析师。

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±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±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）

风险提示：

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：

此报告旨为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 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN
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) 8244 9257