

曙光股份(600303.SH)
稳扎稳打，步步为营
评级: 买入
前次: 买入
目标价(元):
25.3-28.6

分析师

联系人

刘江啸

赵大陆

S0740210070003

021-20315167

021-20315160

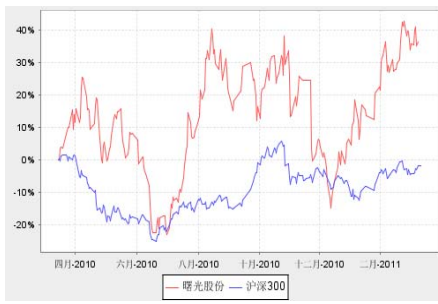
liujx@qlzq.com.cn

zhaodl@qlzq.com.cn

2011年3月29日

基本状况

总股本(百万股)	287.25
流通股本(百万股)	287.25
市价(元)	21.66
市值(百万元)	6221.90
流通市值(百万元)	6221.90

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4,322.54	4,046.99	5,904.83	7,092.88	8,520.75
营业收入增速	5.13%	-6.37%	45.91%	20.12%	20.13%
净利润增长率	-32.81%	126.02%	50.85%	29.95%	15.43%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.72	0.84	1.10	1.26
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	13.94	19.89	25.56	19.67	17.04
PEG	—	0.16	0.50	0.66	1.10
每股净资产(元)	5.73	6.32	7.21	8.21	9.37
每股现金流量	0.71	1.52	0.63	1.92	2.29
净资产收益率	5.58%	11.45%	11.69%	13.35%	13.50%
市净率	0.78	2.28	2.99	2.63	2.30
总股本(百万股)	222.00	222.00	287.25	287.25	287.25

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 业绩概要:** 今日曙光股份公布 2010 年年度报告, 公司 2010 年实现营业收入 61.1 亿, 同比增长 50.81%, 净利润 2.43 亿, 同比增长 51.17%, EPS0.84 元, 符合预期。
- 经营状况:** 公司整车实现收入 35.17 亿, 同比增长 46.09%; 车桥收入 14.17 亿, 同比增长 69.81%; 汽车零部件收入 2.61 亿, 同比减少 12.16%; 汽车经销收入 8.29 亿, 同比增长 100.5%。
- 点评:**
- 稳扎稳打, 步步为营:** 经过多年奋斗, 曙光股份已经完成车桥产能储备、客车制造与销售基地建设及扩展、符合中国国情的经济型 SUV (CUV)/皮卡 的定型制造销售等主业谋划与布局, 从整体战略上形成未来持续增长的基础。
- 积极布局, 官子落定:** 在传统主业得到巩固和稳定发展的基础上, 公司试水新能源汽车设计制造: 已经完成电动大巴的设计定型并批量生产进入实际运行; 与南车时代电动一起, 联手国内新能源电动车研发领军人物共同介入低速电动车的研制, 该业务已经进入实质建设单位组建, 并即将进入产能建设阶段。
- 最具现实意义的新能源汽车发展路径:** 从新能源汽车最现实可靠的实际应用角度出发, 结合技术发展实际与现实需求, 低速电动代步家轿将最有可能率先获得市场认可; 整车厂从现实应用着手, 稳扎稳打逐步发展, 将是明智之举。
- 我们维持 2011 年—2013 年每股收益为 1.10、1.26、1.48 元的预测, 给予公司 25.3~28.6 元目标股价区间, 对应 2011 年业绩预测 23~26 倍, 买入评级。

图表 1: 盈利预测简表

项目	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
销售收入 (百万元)	4046.99	5904.83	7092.88	8520.75	9804.29
增速 (%)	-6.37	45.91	20.12	20.13	15.06
净利润 (百万元)	160.53	242.16	314.68	363.25	426.08
增速 (%)	126.02	50.85	29.95	15.43	17.29
每股收益 (元)	0.72	0.84	1.10	1.26	1.48

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 三表预测摘要

损益表 (人民币百万元)					资产负债表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	4,047	5,905	7,093	8,521	货币资金	1,540	1,484	1,822	2,186
增长率	-6.4%	45.9%	20.1%	20.1%	应收款项	804	1,152	1,384	1,662
营业成本	-3,370	-4,940	-5,897	-7,084	存货	492	812	969	1,165
%销售收入	83.3%	83.7%	83.1%	83.1%	其他流动资产	172	296	354	425
毛利	677	965	1,195	1,437	流动资产	3,008	3,744	4,528	5,437
%销售收入	16.7%	16.3%	16.9%	16.9%	%总资产	58.6%	61.8%	63.1%	65.2%
营业税金及附加	-48	-71	-85	-102	长期投资	116	116	116	116
%销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,217	1,338	1,671	1,938
营业费用	-193	-236	-298	-383	%总资产	23.7%	22.1%	23.3%	23.2%
%销售收入	4.8%	4.0%	4.2%	4.5%	无形资产	724	797	791	785
管理费用	-248	-325	-383	-452	非流动资产	2,122	2,316	2,643	2,904
%销售收入	6.1%	5.5%	5.4%	5.3%	%总资产	41.4%	38.2%	36.9%	34.8%
息税前利润 (EBIT)	188	333	429	499	资产总计	5,130	6,061	7,171	8,341
%销售收入	4.7%	5.6%	6.1%	5.9%	短期借款	701	321	585	731
财务费用	-34	-17	-12	-17	应付款项	2,145	2,723	3,253	3,908
%销售收入	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	其他流动负债	103	157	174	194
资产减值损失	-8	0	0	0	流动负债	2,949	3,200	4,012	4,832
公允价值变动收益	0	0	0	0	长期贷款	533	533	533	533
投资收益	40	12	14	17	其他长期负债	196	196	196	196
%税前利润	19.4%	3.6%	3.3%	3.4%	负债	3,678	3,929	4,740	5,561
营业利润	187	328	432	500	普通股股东权益	1,402	2,071	2,357	2,692
营业利润率	4.6%	5.6%	6.1%	5.9%	少数股东权益	50	60	74	89
营业外收支	20	8	5	5	负债股东权益合计	5,130	6,061	7,171	8,341
税前利润	207	336	437	505					
利润率	5.1%	5.7%	6.2%	5.9%					
所得税	-42	-84	-109	-126					
所得税率	20.3%	25.0%	25.0%	25.0%					
净利润	165	252	328	378					
少数股东损益	4	10	13	15					
归属于母公司的净利润	161	242	315	363					
净利率	4.0%	4.1%	4.4%	4.3%					

现金流量表 (人民币百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	165	252	328	378
少数股东损益	0	10	13	15
非现金支出	102	95	103	119
非经营收益	5	23	21	29
营运资金变动	65	-190	100	130
经营活动现金净流	337	191	565	672
资本开支	338	281	425	375
投资	8	0	0	0
其他	7	12	14	17
投资活动现金净流	-323	-269	-411	-358
股权募资	0	456	0	0
债权募资	392	-380	265	145
其他	-54	-43	-69	-80
筹资活动现金净流	338	32	196	65
现金净流量	351	-46	350	379

比率分析				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标				
每股收益 (元)	0.723	0.843	1.096	1.265
每股净资产 (元)	6.316	7.210	8.206	9.370
每股经营现金净流 (元)	1.516	0.630	1.922	2.287
每股股利 (元)	0.000	0.100	0.100	0.100
回报率				
净资产收益率	11.45%	11.69%	13.35%	13.50%
总资产收益率	3.13%	4.00%	4.39%	4.35%
投入资本收益率	14.33%	17.82%	19.76%	21.28%
增长率				
营业总收入增长率	-6.37%	45.91%	20.12%	20.13%
EBIT增长率	37.73%	76.89%	28.80%	16.30%
净利润增长率	126.02%	50.85%	29.95%	15.43%
总资产增长率	15.47%	18.14%	18.33%	16.31%
资产管理能力				
应收账款周转天数	47.2	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	49.5	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	112.1	95.0	95.0	95.0
固定资产周转天数	84.7	62.6	53.5	49.5
偿债能力				
净负债/股东权益	-21.12%	-29.58%	-28.93%	-33.16%
EBIT利息保障倍数	5.5	19.5	36.6	29.1
资产负债率	71.69%	64.83%	66.10%	66.67%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308