

湘火炬 A (000549)

主营业务发展快速 股改含权值得投资

-湘火炬 A (000549) 中报分析

张欣  
10-82001544  
gtjazhangxin@hotmail.com

本报告导读:

- 湘火炬 A 因陕西重汽和陕西法士特齿轮的发展而在重型车行业占有一席之地, 2006 年中期业绩超过去年全年水平。那么作为一家未实施股改的企业, 投资者该如何对待呢?

投资要点:

- 湘火炬 A 产销持续增长, 且基本满产满销, 而盈利能力的下降应该与产品结构有很大关系。
- 财务数据分析显示湘火炬 A 的经营具有波动性特征, 目前的盈利可能只是“纸上富贵”。
- 预计湘火炬 A 2006 年主营业务仍可保持适度增长, EPS 可达 0.25 元以上水平。
- 作为一家还未股改的上市公司, 在综合考虑重型汽车行业和企业发展前景以及各项影响因素后, 给予湘火炬 A “谨慎增持”的投资评级。

评级: **谨慎增持**  
上次评级: 首次评级  
目标价格: **¥5.00**  
上次预测: -  
当前价格: **¥4.53**  
2006.08.09

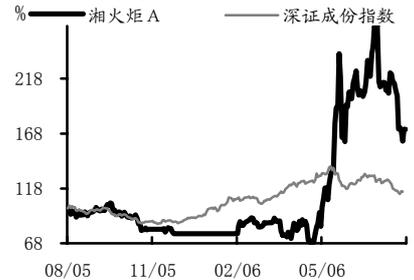
交易数据

52 周内股价区间 (元)	2.90 ~ 6.14
总市值 (百万元)	4,241
总股本/流通 A 股 (百万股)	936/599
流通 B 股/H 股	
流通股比例	0.64
日均成交量 (百万股)	12.0
日均成交值 (百万元)	50.0

资产负债表摘要 (06/06A)

股东权益 (百万元)	1738.66
每股净资产	1.857
市净率	2.908
资产负债率	63.83%

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万元)	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
主营收入	11540.22	7487.39	10482.34	12054.69	0
(+/-)%	11.89	-35.12	40.00	15.00	0
经营利润 (EBIT)	1137.51	414.25	759.97	744.38	0
(+/-)%	33.55	-63.58	83.46	-2.05	0
净利润	181.69	104.03	235.85	301.37	0
(+/-)%	-17.50	-42.74	126.72	27.78	0
每股净收益 (元)	0.194	0.111	0.252	0.322	0
每股股利 (元)	0	0	0	0	0

利润率和估值指标	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
经营利润率 (%)	21.28	18.75	20.00	20.00	0
市盈率	17.16	26.28	19.85	15.53	0
股息率 (%)	0	0	0	0	0

相关报告

《各自退让 共谋双赢》2005 年 11 月 9 日

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 1. 公司业务分析

产销持续增长，且基本满产满销。因此，盈利能力的下降应该与产品结构有很大关系。

湘火炬 A 主营：汽车、汽车零部件和大宗机电产品的制造、销售等。主导产品：重型载货汽车、重型汽车关键零部件及其它汽车零部件、五金制品等。目前汽车以及汽车零部件业务已占到公司整个主营业务的 87.42%。

2006 年上半年公司整车产销为 13349 辆和 13347 辆，同比增长 17.75% 和 20.59%，且基本接近满产满销；底盘产销 6957 辆和 6931 辆，同比增长 180.41% 和 190.24%，同样基本实现满产满销。

对于盈利能力的下降，公司自己笼统地将其归结为原材料成本上升，行业竞争激烈，产品售价下降等。其实通过细分车型分析可知，在整车产销方面，2006 年上半年还是出现了 10% 左右的下滑，但是半挂牵引车则有 74% 左右的增长；此外公司的汽车底盘，特别是载货车底盘增长极快，但是底盘的盈利能力要较整车为低。这恐怕才是其盈利与产销背离的根本原因。

表 1: 湘火炬 A 2006 年上半年分车型产销一览

	单位	产量	同比	销量	同比
汽车整车	辆	13349	17.75%	13347	20.59%
其中：载货汽车	辆	6528	-11.87%	6257	-10.63%
半挂牵引车	辆	6821	73.56%	7090	74.33%
汽车底盘	辆	6957	180.41%	6931	190.24%
其中：客车底盘	辆	327	-43.91%	334	-41.61%
载货车底盘	辆	6630	249.32%	6597	283.27%

数据来源：中国汽车工业协会。

## 2. 公司财务分析

财务数据分析显示企业发展具有波动性特征，目前的盈利可能只是“纸上富贵”。

2006 年上半年湘火炬 A 的各项应收款项为 35.25 亿元，同比增长 11.06%，各项应付款项达到 29.48 亿元，同比增长 24.28%，存货为 15.80 亿元，虽然同比仅微增 2.26%，但是其中产成品、在产品及半成品占比近 64%。其中有因产销量增加而引发应收应付以及存货增加的必然，但是各项应收款项占主营业务收入的比例达 63.82%，各项应付款项占主营业务收入的比例达 53.38%，表明目前公司的盈利仍有可能只是“纸上富贵”。而从公司的经营情况看，呈现出一定的波动性特征，第二季度似乎是一个阶段性高点。这样的话，三季度以后恐难免业绩出现下滑，对此应引起投资者的高度警觉。

从相关财务指标分析，伴随着公司总体经营规模进一步扩大，加之市场竞争的激烈，使得企业对资金的需求更为迫切，而湘火炬 A 的融资计划因多种原因一直无法实现，企业只能通过借贷来予以缓解，结果导致企业负债水平提升较快，目前已经接近 75% 的水平，结果导致企业的短期偿债能力出现趋于弱化的迹象。对此同样应引起投资者的高度重视。

**表 2: 湘火炬 A 分季度经营情况一览**

	05Q1	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1	06Q2
主营收入 (亿元)	20.39	24.42	12.91	17.15	23.48	31.75
主营利润 (亿元)	4.41	4.66	2.28	2.69	3.71	5.79
主营利润率 (%)	21.61	19.08	17.64	15.71	15.79	18.24
净利润 (亿元)	0.63	1.42	-0.10	-0.91	0.12	1.47
净利润率 (%)	3.11	5.80	-0.79	-5.29	0.50	4.62

数据来源: 国泰君安证券研究所。

**表 3: 湘火炬 A 历年主要财务比率一览**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006Q2
主营利润率 (%)	22.02	25.20	19.27	21.28	18.74	17.19
净资产收益率 (%)	6.91	11.49	16.95	12.11	6.54	9.12
资产负债率 (%)	61.04	68.15	69.17	66.55	60.83	63.83
流动比率	1.15	1.07	1.07	1.09	1.00	1.06
速动比率	0.90	0.70	0.64	0.78	0.64	0.80
存货周转率 (次)	4.86	3.31	3.97	3.99	3.77	2.91
应收帐款周转率 (次)	7.76	6.09	7.87	6.66	4.51	2.88
每股经营现金流净额 (元)	-0.98	0.33	0.26	-0.50	0.90	0.18

数据来源: 国泰君安证券研究所。

预计 2006 年主营业务仍可保持适度增长, EPS 可达 0.25 元以上水平。

### 3. 未来公司业绩预判

根据这几年载货汽车, 特别是重型载货汽车行业的发展状况和湘火炬 A 的实际情况分析, 公司的汽车以及汽车零部件业务仍可望保持适度增长, 而且去年的盈利技术相对较低, 因此预计 2006 年湘火炬 A 的 EPS 可达 0.25 元以上的水平。

作为一家未股改公司, 在综合考虑重型汽车行业和企业发展前景以及各项影响因素后, 给予“**谨慎增持**”的投资评级。

### 4. 公司价值估计及投资评级

通过采用调整账面法对湘火炬 A 的内在价值进行估算, 得知其内在价值为 3.85-3.90 元/股, 每股净资产 1.86 元。按照目前沪深两市相关上市公司的平均水平测算其二级市场合理的价格在 3.80-4.05 元/股。

由于湘火炬 A 第一次启动股权分置改革时折合 10 股送 1.39 股的对价预案被流通股股东所否定, 公司承诺将再度启动股改进程, 因此其当前的二级市场价格尚未能充分反映企业的内在价值。但是需要引起投资者高度注意的是, 由于潍柴动力 (山东潍柴投资公司) 在介入湘火炬 A 时还处置了相关的不良债权, 因此虽然第一次启动股改时提出的对价支付比例要低于市场的平均水平, 但是在考虑到湘火炬 A 特殊的发展历程, 作为一家实行了重大资产重组的上市公司, 其实有这样的安排也还是可以的。而且在被否后若再度启动股改进程, 其对价支付水平应该会有所提高。

现在有些投资者对湘火炬 A 的股改有更大的胃口, 提出了更高的要求。比如要求将在香港上市的潍柴动力 (HK. 2338) 回归 A 股市场, 然后与湘火炬 A 进行换股进行股改。这里有几个问题恐怕潍柴动力很难解决, 一是回归 A 股市场并非是件简单的事, 需要

得到管理层和 H 股股东的同意，而恰恰在潍柴动力的大股东中有中国重汽集团，在潍柴动力与中国重汽关系破裂的背景下，潍柴动力想回归 A 股市场的难度可想而知；二是时间已经所剩不多，年内能否成功回归并无把握。因此把希望寄托在潍柴动力回归 A 股市场上并以此作为与湘火炬 A 非流通股股东谈判的筹码，恐最终落个两败俱伤。

鉴于在 2004 年初因“德隆事件”导致湘火炬 A 的股价出现持续、大幅度的跳水，因此若从持股成本角度进行考虑，要想完全给予流通股股东以补偿几乎是不可能的。大家只有捐弃前嫌，在各自都退让一步的情况下，才能实现共赢。在第一次启动股改时湘火炬 A 还不具备发行权证的条件，只能搞个“权利”作为补充，现在经过半年多的发展变化，目前湘火炬 A 已经初步具备发行权证的条件。此外湘火炬 A 的大股东也已经由山东潍柴投资公司变更为潍柴动力，其实力得到大大提升，行权能力也大为增强。因此在重启股改进程时，通过非流通股股东与流通股股东的充分协商沟通，可以相信股改的综合对价支付水平最终会较第一次启动股改时得到提高。因此在全面考虑载重汽车，特别是重型汽车行业和企业自身的后续发展等情况和各项影响因素后，给予湘火炬 A “**谨慎增持**”的投资评级。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**国泰君安证券股票投资评级标准:**

- 增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;  
**谨慎增持:** 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;  
**中性:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;  
**减持:** 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

**国泰君安证券行业投资评级标准:**

- 增持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;  
**中性:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;  
**减持:** 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

**国泰君安证券研究所**

上海  
上海市延平路 121 号 17 楼  
邮政编码: 200042  
电话: (021) 62580818

深圳  
深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼  
邮政编码: 518029  
电话: (0755) 82485666

北京  
北京市海淀区马甸冠城园冠海大厦 14 层  
邮政编码: 100088  
电话: (010) 82001544

国泰君安证券研究所网址: [www.askgtja.com](http://www.askgtja.com)  
E-MAIL: [gtjaresearch@ms.gtjas.com](mailto:gtjaresearch@ms.gtjas.com)