

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

公司深度报告（跟踪）

潍柴动力 (000338)

强烈推荐 (维持)

“大潍柴”有大发展

2008年12月28日

现价 18.70元

交通运输设备

余兵 汽车行业高级研究员

021-62078960

王德安 汽车行业研究员

021-62078709

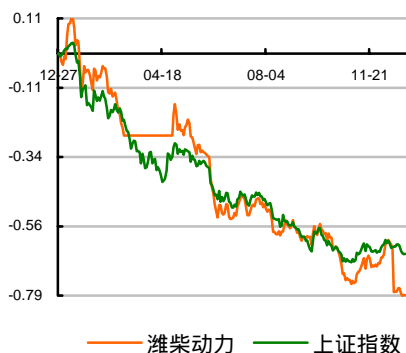
主要数据

行业	交通运输设备制造
公司代码	000338
公司网址	www.weichai.com
总股本(万股)	83304.57
流通股(万股)	48322.05
流通市值(百万)	9036.22
每股净资产(元)	15.50
净资产收益率(%)	25.01
总资产负债率(%)	61.79

相关研究报告

潍柴动力点评——受益重卡行业高景气，合并效应初步显现

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

独到见解

- 1、2009年公司下游工程机械及重卡行业受益投资拉动，将先于宏观经济复苏。
- 2、潍柴动力作为国内重卡产业链最为完备的企业，拥有三大优势：战略性股权结构；独立运营下的协同效应；高市场占有率下通过技术创新和拓展新配套领域创造更大的成长空间。

投资要点

1、下游行业分析：潍柴动力主要下游行业为重型商用车及装载机行业。我们认为长期来看，重型商用车尤其是重型卡车市场空间依然广阔，卡车结构变迁持续；2009年工程机械与重卡行业均将受益于扩大内需的投资拉动，将成为先于宏观经济复苏的子行业。

2、公司业务分析：公司拥有重卡业动力总成（发动机+变速箱+车桥）整车、其它零部件三大核心板块，公司这三大业务在各自的细分领域都具有较高的市场地位。

3、“大潍柴”有大发展：我们把目前潍柴所拥有的整车+动力总成+其它汽车零部件的企业集成为“大潍柴”，认为其具备三大特点：拥有战略性股权结构，独立运营下的产业链协同效应，在高市场占有率依然具备大的成长空间。

4、盈利预测与估值。根据我们对行业和公司的判断，预计潍柴动力2008年至2010年的营业收入增速为12.79%、6.1%、12%；每股收益分别为2.39元、2.74元、3.45元。DCF估值显示公司合理股价为32.15元，用PB法确定公司股价的安全边际为17.44元，PE法显示公司股价合理区间为19.12~35.85元。公司股价处于安全边际附近，维持对其“强烈推荐”评级。

风险提示

国家宏观经济政策对公司业务影响较大。潍柴动力对陕西重汽和法士特等企业的控制力可能有限，企业经营上的内部整合并全面协同效应有一个过程。

12月31日	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万)	5282.84	6682.90	29260.9	33,004.0	35,015.9	39,217.8
净利润(百万)	306.51	684.37	2019.41	1,990.90	2,278.50	2,870.50
净利润增长率(%)	-42.91	123.28	195.08	-1.40	14.40	26.00
每股盈利(元)	0.93	2.07	3.88	2.39	2.74	3.45
市盈率(倍)	0.00	0.00	22.33	7.83	6.8275	5.42
股息率(%)	0.00	5.78	15.83	10.58	11.43	14.49

目 录

一、下游行业分析	3
1、重型商用车	4
1.1、成长驱动因素将长期存在	4
1.2、09 年重卡市场预测	7
2、09 年装载机行业分析	8
二、公司主要业务分析	10
1、潍柴发动机	12
2、陕西重汽	13
3、陕西法士特	15
三、“大潍柴”有大发展	16
1、战略性股权结构	16
2、完整产业链：独立运营下的协同效应	17
3、高市占率下成长空间依然广阔	17
3.1、技术创新适应行业高端化发展	17
3.2、拓宽下游配套领域、寻找新的利润增长点	18
四、盈利预测与估值	19
1、收入成本预测	19
2、估值	20
3、投资建议	21

图表目录

图表 1	98 年来重卡对中卡替代作用明显	4
图表 2	高速公路网与 GDP 的增长提升货车运输强度与运距	5
图表 3	城市化率与公路铁路里程增速	5
图表 4	铁路运输对公路货运冲击有限	5
图表 5	08 年前已实施计重收费省份的中重卡保有量比例	6
图表 6	近年卡车保有量	7
图表 7	1997 年—1999 年 GDP 增速与固定资产投资增速	7
图表 8	九五期间重卡销量及其增速	7
图表 9	国家新增投资及工程配套用重卡需求测算	8
图表 10	2008—2009 年月度重卡销量及预测	8
图表 11	装载机下游分布（左图） 装载机在煤炭行业应用分布（右图）	9
图表 12	装载机历年出口量及占比	10
图表 13	公司股东结构	10
图表 14	公司子公司结构	11
图表 15	公司 2007 年主要收入及净利润来源	11
图表 16	公司主要产品目前毛利率及产能	12
图表 17	潍柴发动机主要客户（工程机械/重卡）在各自领域的市占率	12
图表 18	潍柴发动机部件构成、成本构成	12
图表 19	潍柴动力母公司历年销售收入及利润	13
图表 20	主要重卡发动机厂商配套重卡机型及 07 年柴油机销量	13
图表 21	斯太尔系重卡与准重卡市占率	14
图表 22	陕西重汽历年销量及市占率	14
图表 23	重卡企业 2008 年前 11 月销量及市场占有率	15
图表 24	陕西法士特变速器销量及市占率	15
图表 25	我国主要商用车变速器企业	16
图表 26	公司收入成本预测	19
图表 27	公司产品毛利率预测	19
图表 28	合并利润表主要预测结论	20
图表 29	DCF 估值结果	20
图表 30	DCF 估值敏感性分析	21
图表 31	汽车零部件股估值比较	21

一、下游行业分析

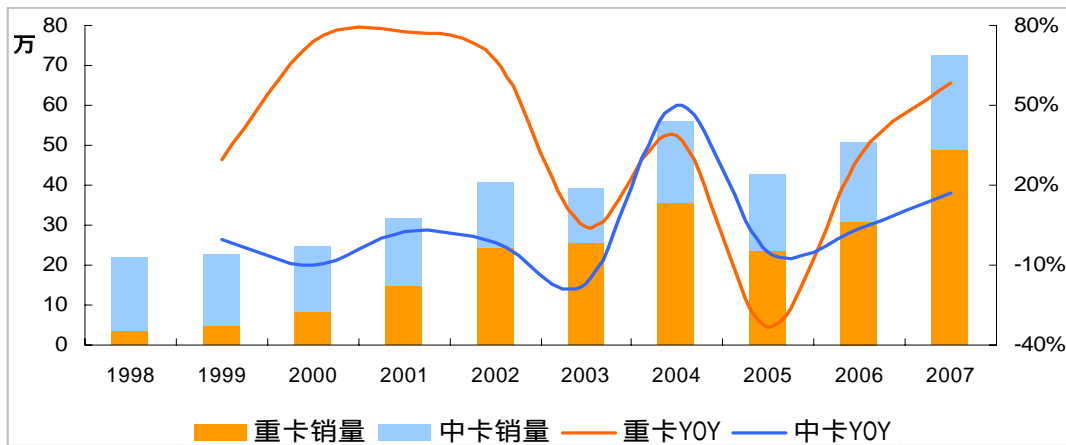
潍柴动力主要下游行业为重型商用车及装载机行业。我们认为长期来看，重型商用车尤其是重型卡车市场空间依然广阔，卡车结构变迁持续2009年工程机械与重卡行业均将受益于扩大内需的投资拉动，将成为先于宏观经济复苏的子行业。

1、重型商用车

1.1、成长驱动因素将长期存在

1998年以来，我国卡车重型化趋势明显，由于行政化的超载治理到法规化的计重收费的变迁，在2003到2005年间，重卡增长过程有所起伏，但重卡长期的成长性毋庸置疑。

图表 1 98 年来重卡对中卡替代作用明显 单位：辆



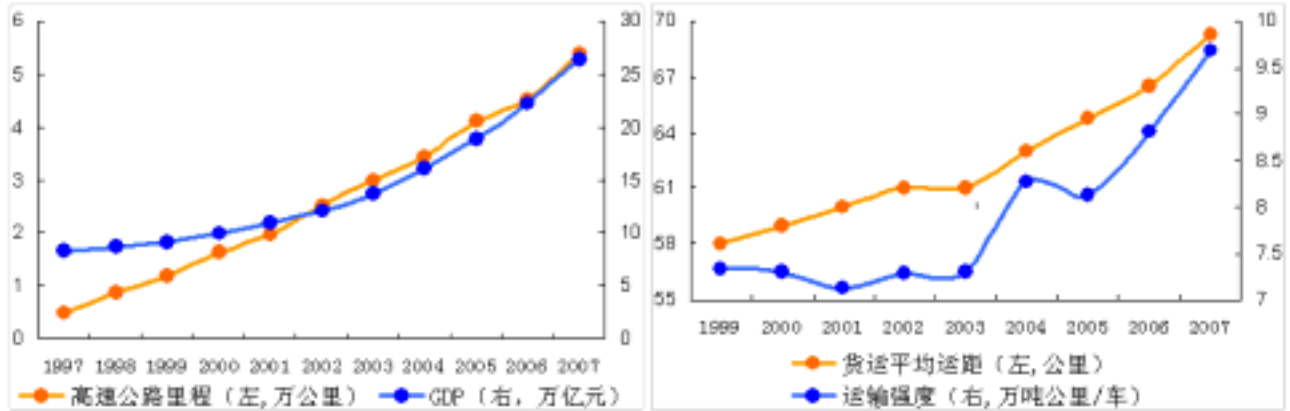
资料来源：中国汽车工业协会

✓ 长期因素决定成长空间

我国重型商用车市场规模持续扩大的驱动力主要有：

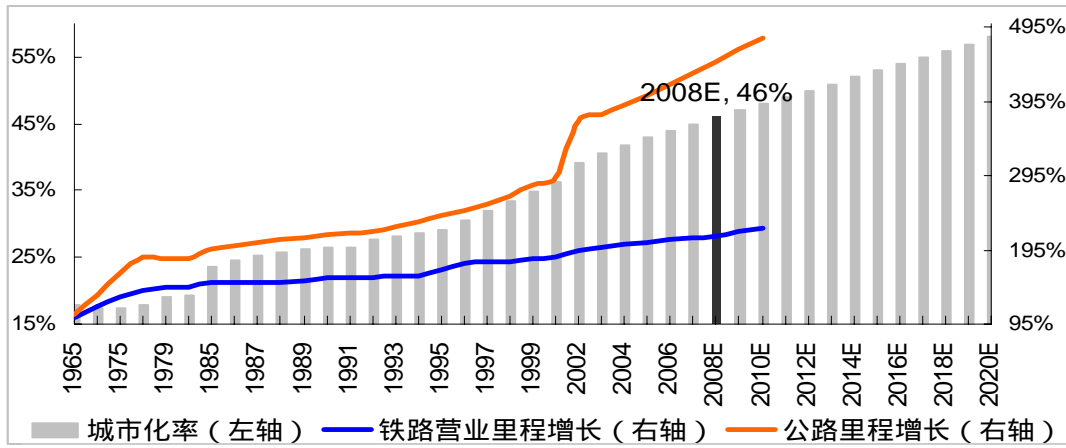
- 经济总量规模(GDP)对物流运输的需求；
- 运输强度(单车运输量/平均运输距离)提高；
- 高速公路网的扩张提供物流运输发展条件；
- 城市化进程的持续上升；
- 成品油消费税改革、计重收费等政策、养路费取消利好于重卡行业。

图表 2 高速公路网与 GDP 的增长提升货车运输强度与运距



资料来源：国家统计局

图表 3 城市化率与公路铁路里程增速

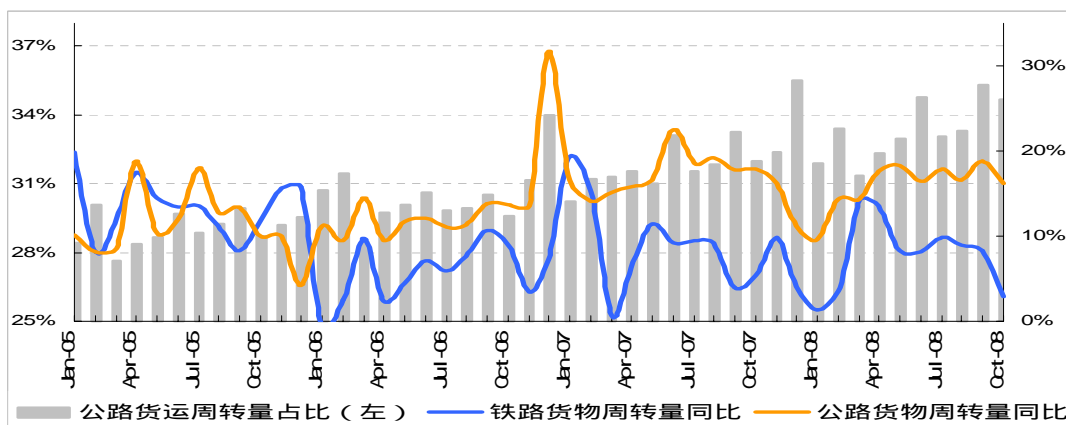


注：铁路、公路里程增长以1964年为基期

资料来源：国家统计局

预计我国城市化率在2020年将达到58%，比2008年提高12个百分点，商用车将显著受益。此外，铁路网营业里程扩张长期慢于公路里程增速，这一状态在2010年前都将不会改变。“十一五”期间，公路网总里程、高速公路网里程增幅将分别为19%、58.5%。

图表 4 铁路运输对公路货运冲击有限



资料来源：国家统计局

市场担心我国铁路网的扩张会对公路客货运造成负面影响，从而侵蚀公路货运成长空间。通过研究，我们认为铁路网扩张对公路运输的影响很小。

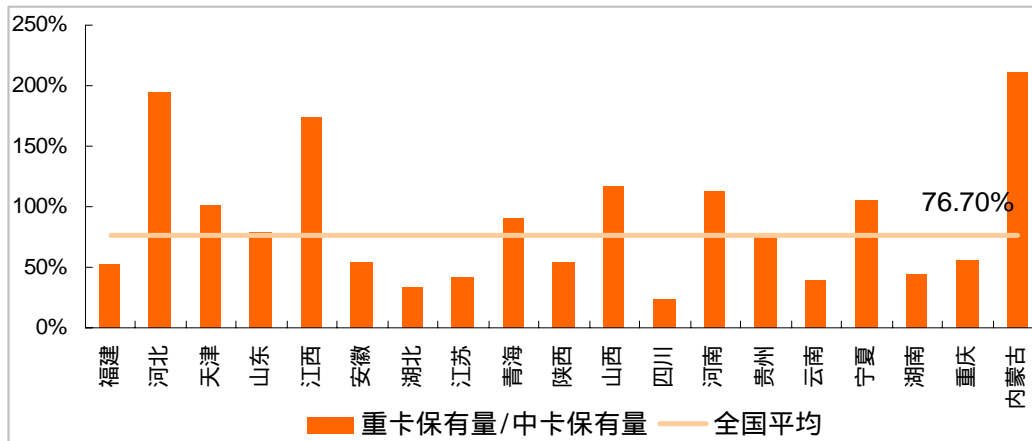
在货运方面，公路货运周转量相对于铁路来说占比一直在提升，自2007年以来一直保持在30%以上比例，而且长期保持着比铁路周转更高的增速。2008年5月以来，货运周转量下滑，但铁路货运周转量下滑更为剧烈。

✓ 计重收费只是重卡替代中卡的开端

近年来，市场关注重卡的增长动力着眼于计重收费措施在20余个省市的逐步实施，认为计重收费逐步实施完毕后，重卡的增长将消失。

我们认为，卡车重型化结构调整还将持续进行。中卡运输效率和经济性远不如重卡，成熟市场上中卡主要作为改装车用途。而我国在实施计重收费政策以前，长途运输主要采用中卡。当前经济环境、收费政策、均将促使重卡优先增长并替代中卡。从2007年底全国超过240万辆的中卡保有量看，计重收费在全国大部分省市的实施显然并不意味着重卡增长的“替代部分”增长完毕。

图表 5 08年前已实施计重收费省份的中重卡保有量比例



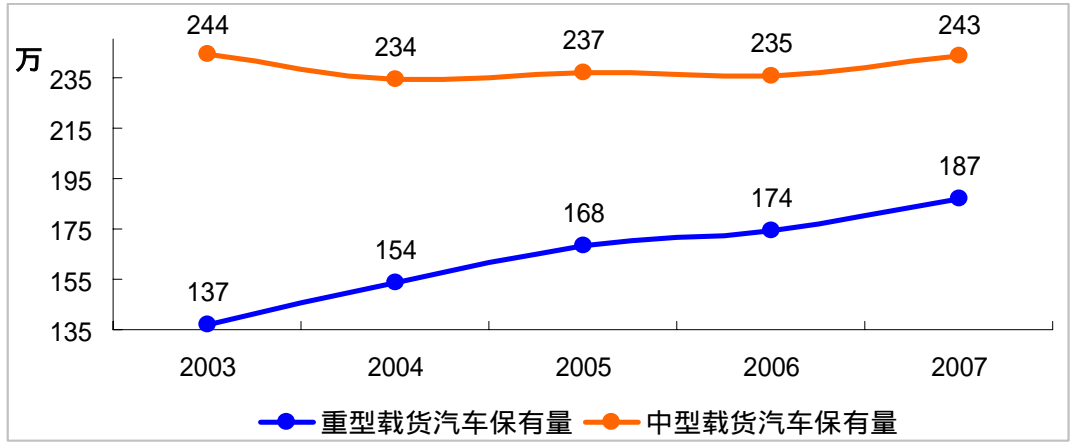
资料来源：国家统计局

截止至2007年底，全国重卡保有量相当于中卡的77%，而从2008年前已经实施了计重收费的各省市卡车保有量结构看，大部分省份的重卡保有量依然较低。我们判断随着运输用的中卡逐步更新，各省市重卡的替代更新量将进一步增加。

✓ 中卡保有量仍处高位，重卡保有量逐年提升

中卡保有量近5年来几无变化，依然保持在240万辆的高位，而2003年至今，重卡保有量新增了50万辆；从1998年以来，卡车对中卡的替代相当明显，但程度依然不够深入，我们认为卡车重型化过程将持续较长时间，重卡将替代中卡至少一半的保有量。

图表 6 近年卡车保有量 单位：辆

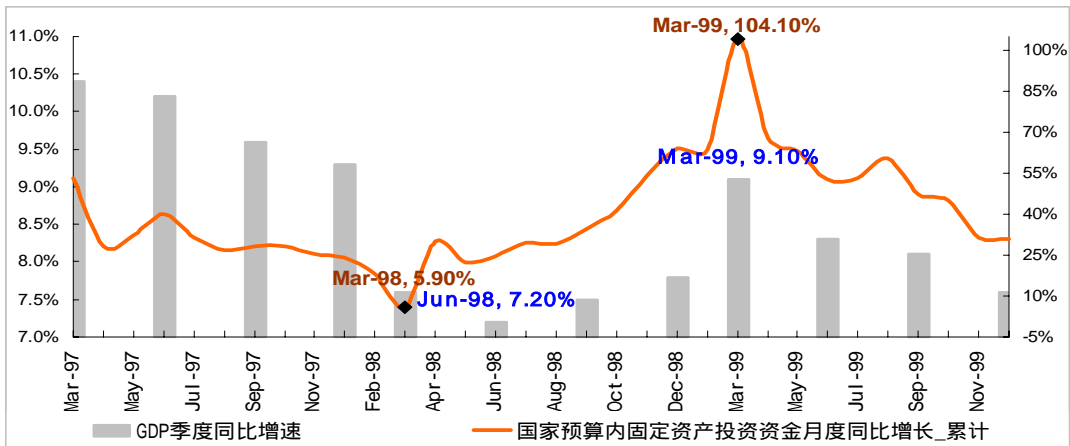


资料来源：国家统计局

1.2、09年重卡市场预测

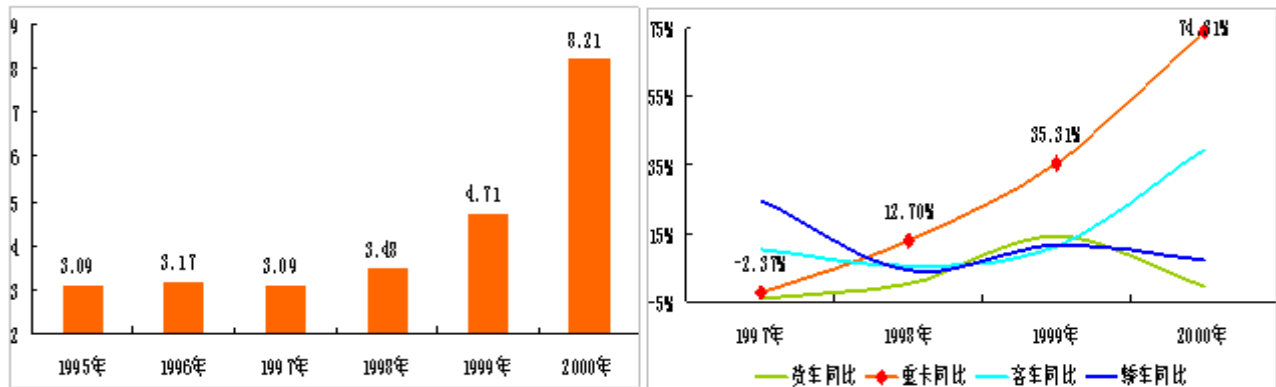
我们借鉴了1998年经济下滑周期汽车行业的历史表现。1997年3月中国经济在亚洲金融危机的影响下开始回落，政府从1998年一季度开始增加政府投资，来自国家预算内资金的固定资产投资从1998年一季度开始迅速增长，而宏观经济自1998年6月触底反弹。

图表 7 1997~1999年GDP增速与固定资产投资增速



资料来源：国家统计局

图表 8 “九五”期间重卡销量及其增速 单位：万辆



资料来源：国家统计局

2008年我国在内外因素交织的经济下滑周期与1998年较为类似，我们注意到，1998年的投资拉动型经济复苏对重卡行业刺激相当明显，在整个“九五”期间重卡复合增长率达到27%，其中1998年销量增长达到12.7%，1999年增长35%。

✓ 重卡受益投资拉动型经济复苏——量化测算

按照行业经验，建筑工程投资额的0.8%—1%左右资金用于购置工程用车。我们测算国家投资计划(含四川灾后重建)将产生一定工程用重卡新增需求，2009年将新增3.76万辆，即相当于全行业产销量的6.7%左右。

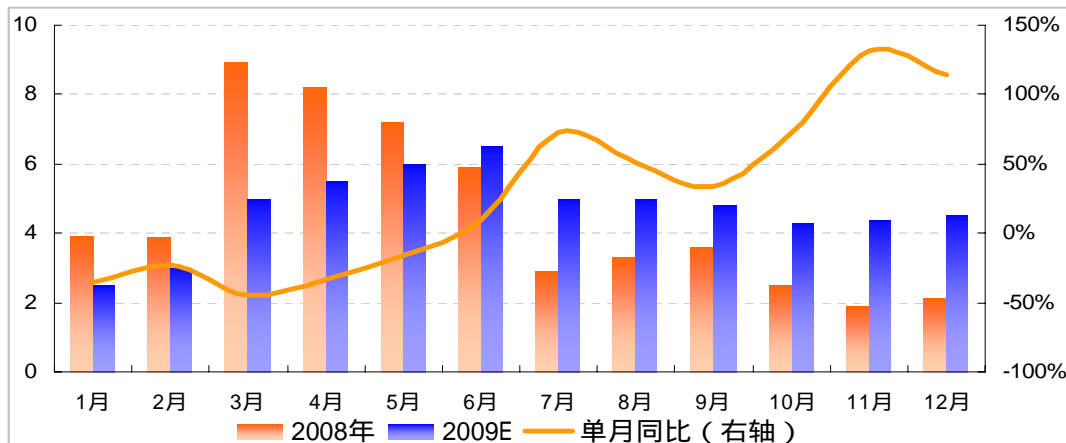
图表 9 国家新增投资及工程配套用重卡需求测算 单位：亿元、辆

年份	原计划	新计划	灾后重建	新增	购置重卡金额	新增重卡需求
2009E	12420	18500	2200	8280	82.8	37636
2010E	12420	23000	1930	12510	125.1	56864

资料来源：平安证券研究所

上述需求是与工程施工直接相关(短距离或施工场地内)的需求量。此外，重大工程建设还将增加钢材、水泥等建筑材料和设备的(材料产地与施工地点间)运输需求，粗略测算，4万亿投资可以拉动1亿吨左右钢材需求。另据2007年数据测算，每亿元投资需要水泥1.15万吨，由此我们判断原材料运输需求将随投资扩大而增加，其对重卡业的拉动作用更为明显。

图表 10 2008~2009 年月度重卡销量及预测 单位：万辆



资料来源：中国汽车工业协会、平安证券研究所

预计 2009 上半年重卡销量将下降 25%左右。下半年开始受益于国家积极财政政策，同时因 2008 年下半年基数较低，2009 年下半年同比增长幅度将较大。预计 2009 年重卡增幅约 4%。

2、09年装载机行业分析

装载机是向车辆或其它设备装载散状物料的自行式装卸机械，也可进行轻度的铲掘作业。装载机用途广泛，主要用于基建、煤炭、矿业及房地产业。

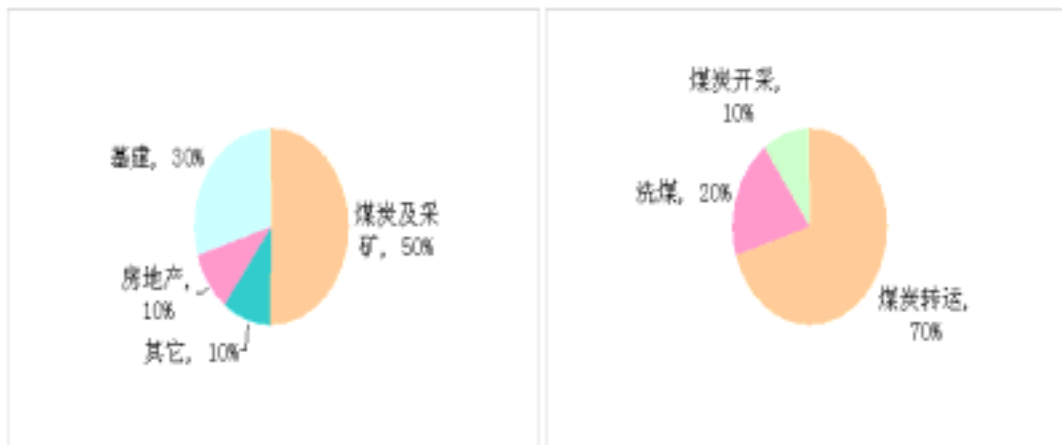
装载机是我国发展最成熟、竞争最充分的工程机械产品，前8家企业占据绝大部分市场份额。目前我国装载机销量结构为：3吨30%、5吨60%，其它10%，潍柴动力配套的装载机主要为5吨及以上。

我们预计2009年装载机不会负增长，主要原因有：

- ✓ **国内装载机保有量高，更新需求较大。**据测算，更新需求占装载机年销量的比重达到30%~60%；
- ✓ **主要的下游行业2009年不太可能负增长；出口将拉动行业增长。**

综合相关机构研究成果，预计装载机下游行业中，煤炭产量、铁矿石产量将有10%左右的增长，而基础建设在2009年显著受益政府主导的投资拉动，房地产在2009年可能下滑较多，但装载机在此领域应用量占比较小。

图表 11 装载机下游分布（左图）、装载机在煤炭行业应用分布（右图）

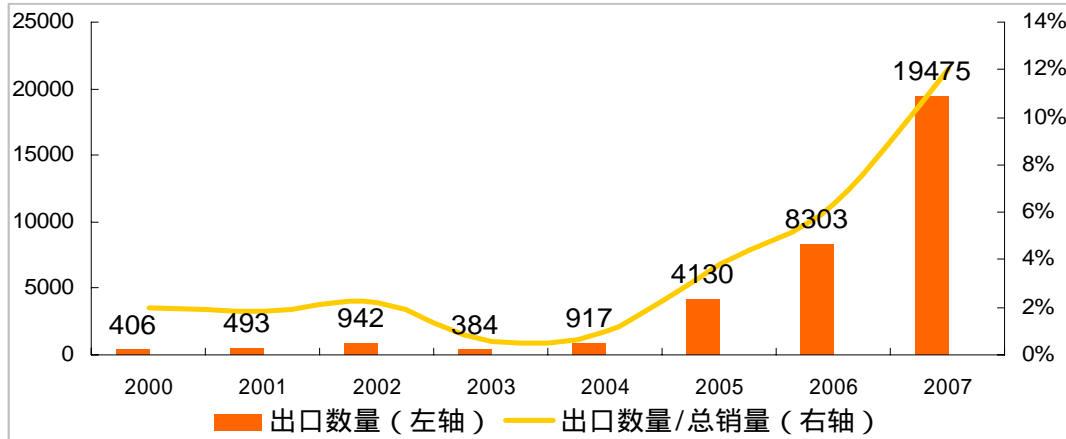


资料来源：平安证券研究所

- ✓ **2009年出口有望继续增长**

我国装载机凭借突出的性价比优势近年保持了较高的增速，在全球经济严峻的形势下，2009年我国的装载机有望凭借其性价比优势“危”中取“机”，即有可能替代部分国外中高端装载机市场，预计2009年装载机出口将进一步增长，可能拉动行业整体销量增长5%以上。

图表 12 装载机历年出口量及占比



资料来源：《今日工程机械》

总体判断：我们预计潍柴动力主要下游市场重卡、工程机械行业 2009 年将受益国家投资政策，有望实现一定程度的增长，从而为公司发展提供较为良好的外部环境。

二、公司主要业务分析

潍柴动力股份有限公司是在原潍坊柴油机厂的基础上联合境内外投资者设立的大型汽车零部件企业集团，公司先后在香港和深圳证券交易所上市。山东省国资全资持有的潍柴控股持有潍柴动力股份有限公司14.9%的股权。

公司拥有重卡业动力总成（发动机+变速箱+车桥）、整车、其它零部件三大核心板块，公司这三大业务在各自的细分领域具有较高的市场地位。旗下主要的控股子公司有：陕西重汽、陕西法士特齿轮、株洲火花塞、东风越野车等。

图表 13 公司股东结构

股东	股权比例
A 股流通股	33.71%
H 股流通股	24.23%
潍柴控股集团	14.91%
培新控股	4.54%
福建龙工	4.13%
深圳创投	4.13%
潍坊市投资公司	3.17%
株洲国资	2.91%
24 名自然人	2.84%
奥地利 IVM	2.06%
山东省企业托管	1.92%

资料来源：公司公告

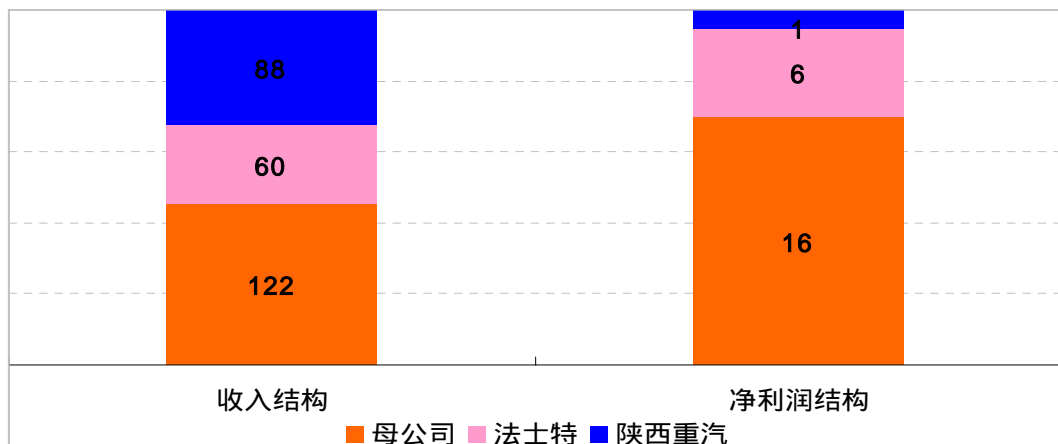
图表 14 公司子公司结构

主要子公司	股权占比	主要孙公司	股权占比
陕西重汽	51%	陕西汉德车桥	94.00%
		陕西金鼎铸造	87.00%
		陕西重型汽车进出口	82.00%
		天津市天挂车辆有限公司	51.00%
陕西法士特齿轮	51%	宝鸡法士特	95.00%
		西安法士特汽车传动	95.00%
		陕西法士特汽车零部件进出口	83.33%
		西安法士特销售	80.00%
株洲火花塞	97.50%		
株洲齿轮	57.33%		
牡丹江富通空调	51.00%		
潍柴动力备品	51.00%		
东风越野车	60%		

资料来源：公司公告

公司销售收入的42%、净利润的78%来自于潍柴动力母公司。按照2007年公司的年报披露，公司收入与净利润的构成如下：

图表 15 公司 2007 年主要收入及净利润来源 单位：亿元



资料来源：公司公告

2008年由于原材料成本高企，公司各产品的毛利率均有较大幅度降低，其中：发动机毛利率降低约5个百分点，法士特变速箱毛利率降低约7个百分点。

公司主要产品的产能在行业高速发展时期得到扩充，2009年没有大规模投入。截至2008年底，各分部的标准产能如下：

图表 16 公司主要产品目前毛利率及产能

公司	毛利率	产能
潍柴动力发动机	28.80%	25 万台
陕西法士特变速箱	30%	80 万台
陕西重汽整车	9%	8 万辆

资料来源：平安证券研究所

1、潍柴发动机

潍柴是我国大马力高速柴油发动机领域最大规模的制造企业，其在总重14吨以上重卡和5吨装载机配套市场的占有率分别达到36%和82%。10L以上发动机在国内15吨以上重卡配套领域的市占率超过80%，在5吨装载机动力配套领域市占率超过76%。除配套重卡与工程机械外，潍柴发动机还配套客车、发电等领域。

图表 17 潍柴发动机主要客户（工程机械/重卡）在各自领域的市占率

工程机械主要客户	装载机市占率	重卡主要客户	重卡市场占有率
广西柳工	18%	陕西重汽	12.16%
中国龙工	15.40%	北汽福田	10.66%
山东临工	10%	包头北奔	4.53%
徐工	6.10%	重庆红岩	4.20%
山工	6.20%	华菱重卡	2.03%
合计	56%	江淮汽车	2.03%
		合计	35.61%

资料来源：平安证券研究所

公司的发动机产品收入的60%、净利润的70%来自重卡行业，收入的40%、净利润的30%来自工程机械。配套客车及发电领域的发动机占公司收入及利润比例较小，但公司目前已经在11米以上客车领域占据了10%的市场份额。

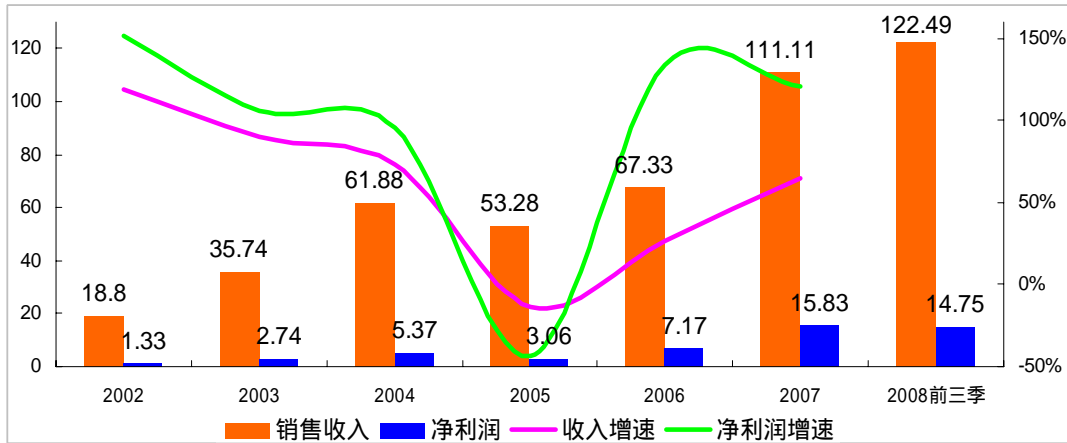
图表 18 潍柴发动机部件构成、成本构成

发动机部件构成		发动机成本构成		
自制部件	外协部件	原材料	其它费用	
飞轮壳	空压机	直接采购	外协件	人工/折旧/燃料
曲轴	喷油泵			
活塞连杆	油底壳			
凸轮轴	增压器			
汽缸体、汽缸盖	水泵、风扇			
齿轮室	启动机			
		12%	78%	10%

资料来源：平安证券研究所

2000年以来，公司的收入与利润实现了跨越式发展，市场占有率亦节节攀升。2008年前三季度公司销售收入已比2007全年多出11亿元。

图表 19 潍柴动力母公司历年销售收入及利润 单位：亿元



资料来源：公司公告

在重卡发动机领域，潍柴为行业龙头，其它主要的柴油发动机厂商有玉柴、一汽大柴、一汽锡柴、东风康明斯、重汽杭发等。

主要竞争对手中，玉柴的发动机配套大客较多，其配套重卡的发动机产能在5—7万台左右；一汽锡柴发动机则主要集中在340马力以下。东风康明斯目前主要生产8L左右发动机、其它合资发动机厂如一汽道依茨大连柴油机厂、东风雷诺、西安康明斯则价格较高，同等配置排量的发动机价格比潍柴发动机更高。

市场较为担心潍柴主要重卡客户向产业链上游发展侵蚀其配套份额。但由于发动机制造的技术与工艺要求较高，同时发动机制造规模效应非常明显，一般规模的整车厂自制发动机产能利用率较低，因此我们认为短期内不会发生客户降低潍柴配套比例的可能。

目前潍柴发动机用户稳定，其中约1/3给陕西重汽配套；通过购买2000万股福田汽车，锁定给福田重卡的发动机配套比例为70%。

图表 20 主要重卡发动机厂商配套重卡机型及 07 年柴油机销量 单位：台

企业名称	配套重卡机型	2007 年柴油机销量
玉柴	YC6M/YC6L/YC6G/YC6F	504104
潍柴	WD12/WP12/WD615	168631
一汽（锡柴、大柴）	CA6DE/CA6DF/CA6DN/CA498/道依茨	296618
上柴	SC9DK330/SC9Bk300/6CL330-2	17468
东风康明斯	TSLe 系列、L 系列、C 系列、ISDe 系列	136973
重汽集团	WD615/WD415	97465
东风商用车	雷诺、EQD 系列	8929

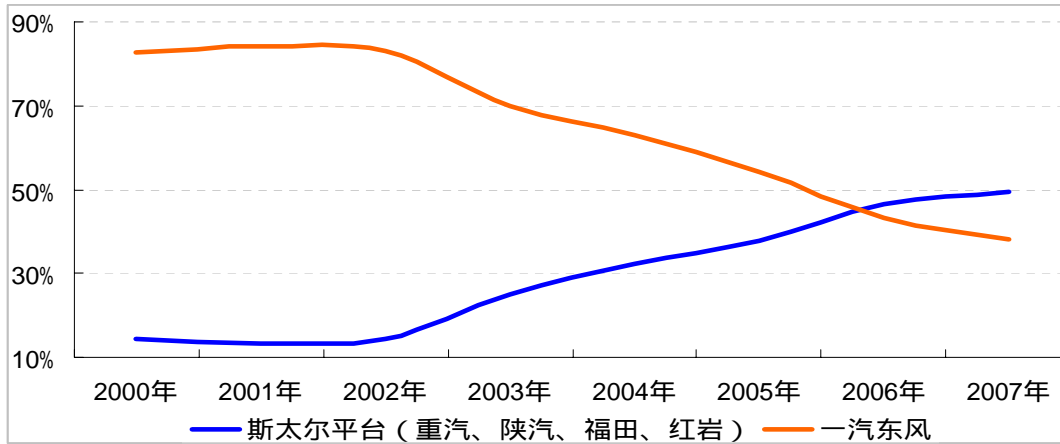
资料来源：平安证券研究所

2、陕西重汽

陕西重汽为我国大型商用车制造企业，其产品范围覆盖重型军用越野车、重型卡车、大中型客车底盘、中轻型卡车、重型车桥，并与康明斯在西安合资有发动机厂。

自2000年以来，我国重工业深化叠加国家治理超载，准重卡市场占有率逐步下滑，斯太尔平台重卡市场占有率逐步攀升。

图表 21 斯太尔系重卡与准重卡市占率

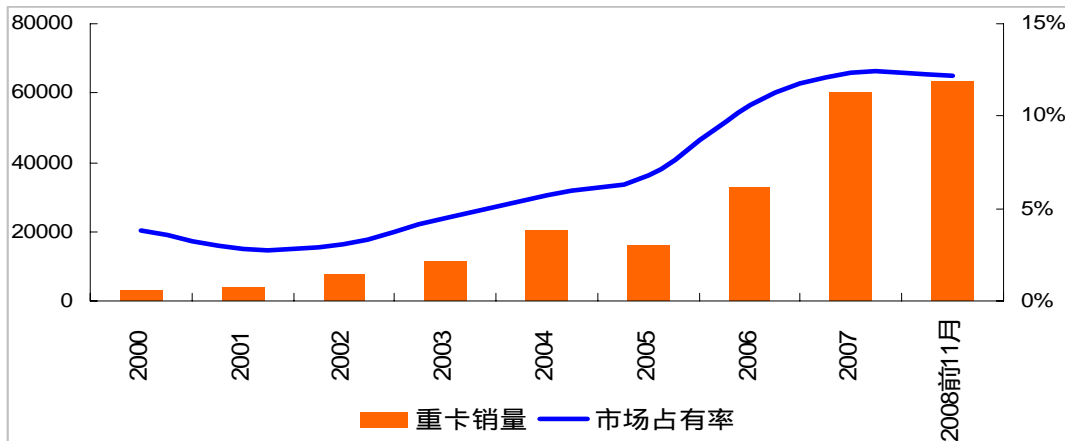


资料来源：平安证券研究所

陕西重汽作为斯太尔平台中仅次于中国重汽的重卡企业，在卡车重型化过程中年销量从2000年的3000辆，市占率不到4%到07年的突破6万辆，市占率达到12.33%。2008年陕西重汽销量有望超过6.5万辆、出口超过1.5万辆，出口比例达到24%。

陕重汽投资扩产后，产能将从目前的8万辆增加至10—12万辆，而这部分投入已经在2007—2008年投入完毕。

图表 22 陕西重汽历年销量及市占率 单位：辆



资料来源：平安证券研究所

图表 23 重卡企业 2008 年前 11 月销量及市场占有率 单位：辆

重卡企业	重卡销量	市场占有率			
		重卡整车	重卡底盘	半挂车	重卡合计
一汽集团	106043	2.22%	23.29%	26.60%	20.39%
中国重汽	104705	35.43%	15.71%	17.27%	20.13%
东风汽车	102999	11.36%	27.20%	15.38%	19.80%
陕西重汽	63257	6.11%	10.92%	16.89%	12.16%
北汽福田	55464	0.73%	9.82%	16.99%	10.66%
包头北奔	23583	15.17%	0.00%	4.32%	4.53%
重庆红岩	21864	0.15%	8.69%	0.95%	4.20%
华菱重卡	10564	0.00%	3.58%	1.25%	2.03%
江淮汽车	10535	10.39%	0.00%	0.00%	2.03%
重卡全行业	520188	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：中国汽车工业协会

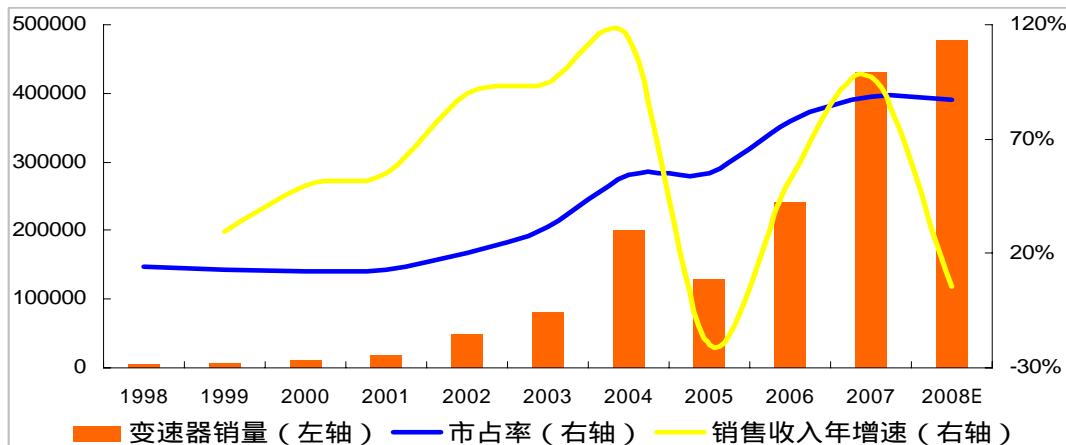
3、陕西法士特

陕西法士特集团公司是我国最大的重型汽车变速器、汽车齿轮及其锻铸件制造企业。重型变速器年产销量居全球首位。

法士特集团拥有位于西安、宝鸡的两地四厂等10余家控、参股子公司；年产能为汽车变速器80万台、齿轮5000万只及汽车锻件8万吨。重型变速器为国内50多家整车厂的千余种车型配套，在8吨以上卡车市场占有率超过86%，15吨以上重卡市占率超过92%。产品出口美国、澳大利亚、东欧、南美、东南亚、中东等十多个国家和地区。

近年法士特变速器在客车、中卡等领域实现了新突破，小8档、小小8档和6DS系列变速器新品已被国内10余家客车厂列入整车配件系列。截至目前，法士特所开发的新品可以满足从中客到12米以上大客车的市场需求，将进一步扩大法士特变速器国内外市场的配套领域。

图表 24 陕西法士特变速器销量及市占率 单位：台



资料来源：平安证券研究所

图表 25 我国主要商用车变速器企业 单位：台

生产企业	主要配套车型	2006 产量
陕西法士特	东风、解放、斯太尔、出口	249012
山西临沂临工	东风、福田轻卡、江淮、时风	240000
江西江铃齿轮	江铃、NKR、福田、江淮、时风	200953
杭州前进齿轮箱集团	重卡、轿车	187700
六安江淮汽车齿轮	江淮汽车	123604
东风汽车变速器	东风、江淮、金龙	94100
一汽哈尔滨变速器	解放重中轻卡	82500
株洲齿轮	各种汽车	64241
临沂罗塔特汽车齿轮	凯马、五征农用车	58255
南昌齿轮	全顺、江铃皮卡	53819
浙江长泰机械	湖北三环、力帆骏马	51000
山西大同	东风等重型车	44356
綦江齿轮	重汽、红岩、北奔、金龙、宇通	40561

资料来源：平安证券研究所

三、“大潍柴”有大发展

我们把目前潍柴所拥有的整车+动力总成+其它汽车零部件的企业集合称为“大潍柴”。我们试图多角度剖析作为一个发展整体的“大潍柴”在行业内所拥有的独特优势及发展潜力。

1、战略性股权结构

潍柴动力在香港上市融资、吸收合并湘火炬并在国内A股上市过程中，形成了多元化、战略性的股权结构，有利于密切潍柴与下游客户的关系，致力于上下游互利共赢，形成长期、持续的发展能力。

在潍柴动力的众多股东中，广西柳工、福建龙工是国内装载机行业巨头，2007年柳工、龙工在国内装载机行业市场占有率分别为18%、15.4%，2007年潍柴销售给龙工的发动机产品收入为6.3亿元，销售给柳工的发动机产品收入为5.75亿元。

在重卡领域，潍柴持有陕西重汽51%的股权，目前，陕西重汽采购的柴油发动机占潍柴销售的车用柴油发动机的1/3。

此外，2008年潍柴通过参与福田汽车的增发，持有2000万股，即2.18%的福田汽车股权，通过股权合作锁定了未来5年的产品市场合作。未来五年，福田汽车生产的重卡配套潍柴发动机、齿轮箱比例将不低于2007年潍柴在福田汽车重卡上的配套率，并逐年提高；福田汽车重卡以外卡车产品，在潍柴全面满足技术要求的前提下，优先使用潍柴的配套产品；除福田已有的合资合作项目外，5年内不再新增与潍柴竞争的重卡用发动机、齿轮箱产品；同时潍柴动力与福田汽车将在服务网络、技术研发、市场推广等方面实现资源共享与互补。

2、完整产业链：独立运营下的协同效应

潍柴动力拥有国内最为完备的重卡产业链条，涵盖整车、发动机、变速箱、车桥。在潍柴吸收合并湘火炬后，其股权整合背后究竟有着怎样的协同效应是市场一直较为关注的问题。

✓ “战略统一、独立运营、资源共享”三原则体现公司较强的进取精神和管理能力

我们认为，“大潍柴”内部的协同效应主要体现在战略的统一性和资源的共享上，在各自的运营上，企业仍保持着独立性。“战略统一、独立运营、资源共享”的三原则有利于“大潍柴”的长远发展和协同效应的发挥。

“大潍柴”的战略中，计划到2012年，实现1000亿元销售目标，其中陕重汽贡献350亿—400亿，法士特将至少贡献100亿；并实现出口突破四个“1万”，即整车、发动机、变速箱和车桥各出口1万台。从“大潍柴”的战略也可以看到公司强烈的进取精神。

在公司运营上，潍柴母公司、陕西重汽、陕西法士特都有着各自一套行之有效的管理体系和强势的企业管理者。三家公司的管理者在企业内部有着如精神领袖般的地位和权威、且几乎都伴随企业从亏损到高速发展。其中张玉浦执掌陕汽长达16年，陕汽从90年的9000万元收入到07年的130亿元；李大开执掌法士特13年，期间法士特完成了从亏损到收入60亿的巨大飞跃；谭旭光执掌潍柴10年，更是使潍柴厂从以中速机起家成长为中国最大的大功率高速柴油机企业。

在运营独立的同时，“大潍柴”实现了资源的共享，主要体现在销售网络、资金支持和技术研发上。2007年，陕汽500家、潍柴1600家、法士特1000家服务站全面并网，从技术支持、售后服务等方面协同作战，联合开发市场，为用户提供全方位的服务。

3、高市占率下成长空间依然广阔

潍柴、法士特、陕汽已经在各自领域取得了极高的市场占有率，未来的发展空间主要来自两大方面。

3.1、技术创新适应行业高端化发展

在卡车重型化发展过程中，“大潍柴”系在近年来取得了极高的成长速度，未来，卡车将继续往载重高吨化、自重轻量化、环保节能化方向发展。

在应对排放标准升级方面，潍柴早在2005年在国内率先推出了具有完全自主知识产权的满足国三排放标准的蓝擎发动机，至2008年7月，潍柴已累计销售蓝擎国三发动机过2万台。2006年成功推出国内惟一的12升大功率商用车发动机，2007年推出了国四排放发动机，2008年完成了国V排放标准发动机的研发。潍柴为未来商用车排放标准的持续升级做好了充分的动力储备。

自2008年7月1日国三切换以来，EGR与高压共轨争论之声不绝于耳。重汽携EGR国三发

动机占据市场先机的同时，给潍柴供货的博世高压共轨喷油系统也大幅降低了售价，潍柴间接受益于此。2008年底，为满足市场需求，潍柴研发的EGR发动机将向陕西重汽等整车厂配套，相关产品即将获得发改委生产目录许可。

国三标准下也给重卡变速箱带来了创新契机，环保标准提升后，发动机转速较以往有所降低，无论进行废气循环还是共轨处理，整体燃料经济性降低，需要传动系包括变速箱、车桥等零部件来弥补其中不足。这种“弥补”体现在，发动机转速下降后，选用多档位机械式手动变速箱满足整车最大爬坡度和最高车速的要求；同时，档位更多的变速箱功率利用率更高，可以弥补燃料经济性的降低以降低整车油耗。法士特抓住机遇，相继推出了12档、16档重卡变速器，2008年前5月，仅12档双中间轴变速器产销量就超过3000台。法士特的这两档多档变速箱不仅能配套320—480马力发动机，也为未来500马力、600马力的15L、16L发动机做好了技术准备。

为了降低整车自重，法士特第四代产品以轻量化为主，如采用铝合金或镁合金材料等；此外，法士特还于2006年斥资5亿元在西安高新区建设国家级汽车传动研究院，与吉林大学合作研发AMT自动变速器，AMT在欧洲有近50%的市场，虽然目前国内卡车领域份额还非常小，但AMT是我国未来卡车变速器的发展趋势，有很大的市场潜力。

3.2、拓宽下游配套领域、寻找新的利润增长点

✓ 规避过于依赖重卡业的风险

2007年潍柴动力意识到过于依赖重卡业的发展模式风险较大，企业逐步在细分市场做出调整。发动机功率段向下延伸，向5-7升卡车动力、8-12米客车动力发展；08年12月20日，潍柴发布了面向8—12米客车、中重型卡车及各种工程机械领域的WP5和WP7系列柴油机。

除装载机外，潍柴积极探索进入钻机、挖掘机等领域；继续降低重卡行业和50装载机动力产品的比重，丰富下游配套行业以抵抗风险。

08年7月16日，潍柴动力又与加拿大西港创新公司、香港培新(中国)投资公司签约成立新合资公司——潍柴动力西港新能源发动机有限公司开始进军全球燃料发动机市场。

中国已有18.5万辆天然气汽车，燃气发动机拥有日愈广阔的市场前景。拥有全球重型发动机市场份额11%的潍柴动力与加拿大西港的内燃技术结合，致力于研发、制造清洁、低排放、高性能的长距离运输卡车用重型LNG发动机。该公司在潍柴动力WP6、WP10、WP12蓝擎系列发动机基础上，引用气体电控系统，开发出WP6NG、WP10NG、WP12NG等车用气体发动机产品，功率覆盖155-280千瓦，达到国Ⅲ、国Ⅳ排放标准，可应用于国内外城市公交、公路客车、重型卡车等各领域。目前，该公司可年产新能源车用大功率LNG发动机2万台，并争取在未来的3至5年内成为全球最大的新能源发动机制造商。

作为重卡领域市占率极高的法士特，也面临拓宽下游配套领域的问题。自06年开始，法士特在客车用变速器投入加大，并研发出8档变速器替代以往中卡和客车领域广泛使用的5档、6档变速器，提升了燃油经济性。在高档公交车和13.7米长途大客车领域，法士特8档及其以上的多档位变速器能满足其较高的舒适性和个性化需求。可以预期的是，

随着排放标准由重型商用车向中轻型商用车逐步实施过程中，在客车向舒适化、人性化发展过程中，法士特也将获得新的配套机遇。

四、盈利预测与估值

1、收入成本预测

根据我们对行业和公司的判断，我们预测潍柴动力营业收入2008年至2010年的营收增速为12.79%、6.1%、12%。细分产品的销量、单价、收入、成本预测如下表所示。

图表 26 公司收入成本预测 单位：万(辆/台/元)

产品类别	销量			单价		
	2007年	2008E	2009E	2007年	2008E	2009E
发动机	184886	203375	215577	4.71	5	5.1
重卡	60020	65500	68775	21.66	22.5	22.8
变速箱	370183	403499	415604	1.19	1.2	1.2
收入/成本类别	收入			成本		
	2007年	2008E	2009E	2007年	2008E	2009E
发动机	870000	1016873	1099443	600300	742317	791599
重卡	1300000	1473750	1568070	1144000	1319006	1395582
变速箱	440000	484199	498725	277200	338940	339133
其它	316097	325580	335347	213736	234417	248157
合计	2926097	3300402	3501586	2235236	2634681	2774471

注明：各项目已剔除内部关联交易

资料来源：平安证券研究所

图表 27 公司产品毛利率预测

毛利率	2007年	2008年	2009年
发动机	31.00%	27.00%	28.00%
重卡	12.00%	10.50%	11.00%
变速箱	37.00%	30.00%	32.00%
其它	32.38%	28.00%	26.00%
合计	23.61%	20.17%	20.77%

资料来源：平安证券研究所

图表 28 合并利润表主要预测结论 单位：百万元

项目	2007年	2008E	2009E	2010E
营业收入	29,261.00	33,004.00	35,015.90	39,217.80
营业收入 YOY		12.80%	6.10%	12.00%
主营业务利润	6,780.30	6,492.20	7,117.10	8,235.70
主营业务利润率	23.20%	19.70%	20.30%	21.00%
主营利润 YOY	253.00%	-4.20%	9.60%	15.70%
销售费用	1,537.00	1,683.20	1,792.80	2,000.10
管理费用	1,543.50	1,666.70	1,768.30	1,980.50
财务费用	235.7	94.6	111.1	28.3
营业利润	3,206.10	2,998.60	3,362.60	4,097.10
营业利润率	11.00%	9.10%	9.60%	10.40%
营业利润 YOY		-6.50%	12.10%	21.80%
利润总额	3,277.60	3,022.20	3,394.20	4,139.30
归属于母公司所有者的净利润	2,019.40	1,990.90	2,278.50	2,870.50
净利润率	6.90%	6.00%	6.50%	7.30%
净利润 YOY		-1.40%	14.40%	26.00%
EPS (元)	2.42	2.39	2.74	3.45

资料来源：平安证券研究所

2、估值

✓ DCF估值

根据历史数据，我们设定潍柴动力相对上证指数BETA为1.04。无风险利率为2.25%、市场收益率为22%、公司目标资产负债率为50%，则公司WACC为13.7%。设定公司永续增长率为2%。

图表 29 DCF 估值结果 单位：百万元

FCFF 估值	现金流折现值
企业价值 AEV	31274.82
+非核心资产价值	3350.95
-少数股东权益	3604.26
-净债务	4241.29
总股本价值	26780.21
股本（百万股）	833.05
每股价值(元)	32.15
PE（隐含）	13.45

资料来源：平安证券研究所

图表 30 DCF 估值敏感性分析 单位：元

DCF 估值敏感性分析	永续增长率 g						
	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	
	12.20%	39.21	40.18	41.24	42.42	43.72	45.17
	12.70%	36.14	36.97	37.89	38.88	39.99	41.21
	13.20%	33.36	34.08	34.86	35.72	36.66	37.7
WACC	13.70%	30.84	31.46	32.15	32.87	33.68	34.56
	14.20%	28.54	29.08	29.66	30.3	30.99	31.75
	14.70%	26.43	26.91	27.42	27.97	28.56	29.21
	15.20%	24.51	24.92	25.36	25.84	26.36	26.92

资料来源：平安证券研究所

✓ 相对估值

根据公司净利润构成，我们认为将潍柴与国内汽车零部件股估值进行比较较为合适。按照08年12月26日收盘价计算，国内汽车零部件股平均PE（08年、09年）分别为13.92倍、10.28倍，PB为2.09倍。

图表 31 汽车零部件股估值比较

公司简称	EPS (元)		PE		PB
	2008E	2009E	2008E	2009E	
宁波华翔	0.32	0.40	11.96	9.75	1.76
万向钱潮	0.28	0.30	12.00	11.00	1.78
威孚高科	0.32	0.43	16.55	12.16	1.20
福耀玻璃	0.21	0.38	19.04	10.54	2.23
中鼎股份	0.71	0.91	9.32	7.27	3.78
银轮股份	0.56	0.75	14.65	10.96	1.78
均值			13.92	10.28	2.09
潍柴动力	2.39	2.74	7.82	6.82	1.93

资料来源：平安证券研究所

与国际同类公司比较，全球独立发动机供应商美国康明斯公司目前的估值为6倍左右，但由于其受国际经济环境影响较深，目前经营状况较潍柴更为严峻。即潍柴动力应给予高于国际同类公司更高的估值水平。

PE法：根据汽车零部件股的估值状况，我们基于08年每股盈利，给予其PE为8~15倍的估值，则潍柴动力的合理股价为19.12~35.85元。

PB法：根据我们对潍柴动力的盈利预测，给予其PB为1.8倍到2.5倍的估值，按照目前公司每股净资产，潍柴动力的合理股价为17.44~24.23元。

3、投资建议

我们基于对行业和分析进行公司盈利预测与估值：预测公司2008年、2009年每股

收益为2.39元、2.74元。DCF估值显示公司合理股价为32.15元，用PB法确定公司股价的安全边际为17.44元，PE法显示公司合理股价区间为19.12~35.85元。

2008年12月26日公司收盘价为18.7元，动态市盈率为7.82倍，PB为1.93倍，我们认为公司股价处于安全边际附近，维持对其“强烈推荐”评级。

风险提示：

国家宏观经济政策对公司业务影响较大。

潍柴动力对陕西重汽和法士特等企业的控制力可能有限，企业经营上的内部整合并全面协同效应有一个过程。

近期相关报告

坡道起步——汽车行业2009年投资策略（2008年12月8日）

行业仍在探底过程中，利好政策积蓄复苏动能——汽车行业12月月报（2008年12月14日）

研究员简介：

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，5年证券研究经历。现为平安证券综合研究所汽车行业高级分析师。

王德安：机械专业学士，产业经济学硕士。平安证券汽车行业研究员。

附：财务报表

利润表和利润分配表

截至 12 月 31 日	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
金额（百万元）						
主营业务收入	5282.84	7,090.40	29,261.00	33,004.00	35,015.90	39,217.80
主营业务利润	1157.38	1,920.60	6,780.30	6,492.20	7,117.10	8,235.70
投资收益	-3.19	24.5	-107.1	-28.6	-37.1	-57.6
财务费用	20.60	0	235.7	94.6	111.1	28.3
管理费用	95.74	598.7	1,543.50	1,666.70	1,768.30	1,980.50
销售费用	1.52	457.5	1,537.00	1,683.20	1,792.80	2,000.10
所得税	306.51	142.8	479.6	453.3	498.9	620.9
少数股东损益		5.3	778.7	578	616.7	647.9
净利润		776.1	2,019.40	1,990.90	2,278.50	2,870.50

资产负债表

截至 12 月 31 日	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
金额（百万元）						
短期投资						
流动资产合计		10,138.60	14,477.40	24,010.60	24,426.60	25,326.00
固定资产合计	1665.85	7,945.20	8,740.90	9,677.00	12,915.60	7,011.90
资产总计	5302.20	22,422.70	32,751.50	34,103.60	38,241.70	17,150.50
其他流动负债		1,108.10	911.6	1,360.20	1,528.20	1,589.90
流动负债合计	2455.61	9,620.70	12,644.30	20,017.90	18,535.20	19,491.60
其他长期负债		23.7	34.5	19.4	25.8	26.6
长期负债合计	424.82	1,058.60	370.7	760.6	1,009.00	1,005.40
少数股东权益	62.42	3,493.30	3,026.30	3,604.30	4,220.90	4,868.80
股东权益合计	2359.35	6,471.10	9,407.60	11,973.00	14,559.50	17,744.70
负债及股东权益合	5302.20	17,150.50	22,422.70	32,751.50	34,103.60	38,241.70

现金流量表

截至 12 月 31 日	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
金额（百万元）						
经营活动产生的现金流量净额	19.17	1,645.90	2,303.00	-849.6	4,169.60	5,842.50
投资活动产生的现金流量净额	-1240.00	-480.2	-1,379.90	-1,733.30	-1,531.50	-4,267.70
筹资活动产生的现金流量净额	194.46	-113.5	-340	2,837.50	-2,457.00	-1,196.70
现金及现金等价物净增加额	-1027.00	1,052.40	581.8	254.5	181.1	378.2

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨在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2008版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田南路大中华国际交易广场裙楼8楼

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 82449257