

APU 市场启动助推公司业绩大幅提升

——江淮动力（000816）深度研究报告

分析师

吕磊

☎ (86-10) 88366060 - 8886

✉ lvl@cgws.com

要点:

- **09 年为公司的转型期** 公司以柴油机业务起家,受行业影响其发展一直较为缓慢。在大股东入主数年后,公司选取了 APU 和家庭风机作为其业务突破口,我们认为 09 年是公司的转型期,一旦成功,则其收入和业绩都将大幅增长。
- **柴油机业务将保持平稳发展** 虽然公司的柴油机业务在国家政策推动下 09 年有望得到一定幅度提升,但公司产品主要为中小型柴油机,市场增速较为缓慢,故我们认为公司柴油机业务在国家政策推动下未来几年有望保持平稳发展。
- **汽油机业务看点在出口** 公司已与美国百利通签署汽油机代工出口协议,此业务未来有望保持年均 30% 增速增长,但由于毛利率较低,对公司整体利润提升幅度较为有限。
- **高油价和政策强制助推 APU 市场启动** 随着 09 年油价的持续上涨,APU 产品回报周期已降低至 2 年,对卡车用户吸引力大增;此外考虑到政策的强制执行,目前美国市场 APU 产品的销量和订单已较 08 年有了较大幅度的提升,整个 APU 市场有启动的迹象。
- **公司 APU 销量预测** 通过对公司近几个月运行状况以及美国市场各 APU 生产厂商销量的追踪,我们认为 09 年美国 APU 市场启动是毋庸置疑的。考虑到公司产品成本、价格、技术、渠道等优势,我们认为公司 APU 业务将伴随着美国市场的启动而大幅增长,09-10 年将实现销售 2 万台和 4 万台。
- **盈利预测与投资评级** 随着 APU 等新兴业务的启动以及传统业务的平稳增长,公司业绩将较 08 年大幅增长,我们预测公司 09-10 年 EPS 分别为 0.44 元和 0.51 元,09 年动态市盈率仅为 17 倍,公司股价被严重低估。考虑到公司未来几年的高成长性,若给予 10 年 20 倍 PE,则公司合理股价约为 10.2 元,有 37.3% 的上升空间,重申公司“推荐”评级。一旦美国经济复苏超出预期、国际油价上涨超出预期以及奥巴马政府在商用车行业减排政策出现新的变化,不排除我们上调目标价的可能。
- **风险提示** APU 业务产销低于预期。

投资评级: 推荐(维持)

市场数据

总市值(百万元)	6286
流通市值(百万元)	6285
总股本(万股)	84600
流通股本(万股)	84594
12 个月最高/最低(元)	7.7/2.0

公司盈利预测

	2008A	2009E	2010E
营业收入(万元)	203,619	278,081	360,219
(+/-%)	6.8%	36.6%	29.5%
净利润(万元)	8,333	37,080	42,925
(+/-%)	-1.6%	345.0%	15.8%
摊薄 EPS(元)	0.10	0.44	0.51
市盈率(倍)	75.4	17.0	14.6

注: 以 6 月 30 日收盘价 7.43 元计算

公司股价表现图



前期报告

《江淮动力跟踪报告: 大洋彼岸汽车节能减排的先行者》

20090608

《江淮动力调研简报: 传统业务受益政策推动, 公司未来值得期待》

20090511

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。



目 录

一、公司介绍——09 年转型进入新的领域	3
1.1 公司历史沿革	3
1.2 公司大股东概况	3
二、传统业务将平稳增长	4
2.1 柴油机业务受益政策推动，未来有望保持平稳	4
2.2 通用汽油机业务：未来看点在出口	5
2.3 结论	6
三、APU 业务助推公司 09 年业绩大幅提升	6
3.1 APU 应用背景	6
3.2 APU 的概念	7
3.3 APU 应用范围和市场容量测算	8
3.4 几种技术路线比较	9
3.5 APU09 年-2012 年销量预测	10
3.6 公司 APU 销量预测	11
3.7 结论	13
四、家庭风机业务值得期待	14
五、盈利预测与投资评级	14
附录	16



一、公司介绍——09 年转型进入新的领域

1.1 公司历史沿革

江淮动力（000816）主营柴油机及配件、通用汽油机、柴油发电机组等传统业务以及 APU、家庭风机等新兴业务。公司成立于 1945 年，1959 年进入柴油发动机生产领域，经过多年的发展，公司在柴油机和通用汽油机领域具有一定的技术优势，汽柴油发动机都有代表品种通过美国 EPA、CARB 认证。虽说公司传统业务具备多项优势，但由于我国农机市场产能过剩，竞争激烈，故公司产品毛利率偏低，整体业绩不甚理想。2003 年重庆东银集团对公司实施战略重组，在经过几年的沉寂之后，公司选取了 APU 和家庭风机作为其业务突破口，我们认为 09 年是公司的转型期，一旦成功，则其收入和业绩都将大幅增长。

表 1、公司历史沿革及业务

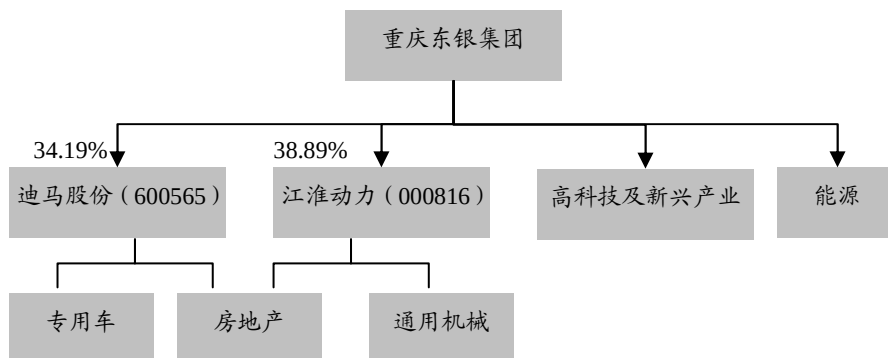
时间	事件	业务
1945	公司创建，前身为新四军枪械修理所	
1959	进入柴油机发动机生产领域	柴油机
1991	江淮动力机集团公司成立	柴油机、汽油机
1994	股份制改造	柴油机、汽油机
1996	江苏江动集团成立	柴油机、汽油机
1997	深交所上市	柴油机、汽油机
2003	加盟重庆东银集团	柴油机、汽油机
2008	进入转型期	汽柴油机、APU
2009—	新业务开展	汽柴油机、APU、风机

资料来源：公司网站，长城证券研究所

1.2 公司大股东概况

公司实际控制人为重庆东银集团，从集团网站公开资料我们可以发现集团业务涵盖房地产、通用机械、专用车、能源投资等领域。

图 1：公司大股东业务架构



资料来源：集团公司网站，长城证券研究所



从业务架构上，我们可以发现公司与迪马股份（600565）在业务领域有一定重合，主要为两者都持有重庆东银地产的股权，考虑到两者在地产业务的重合，我们推测未来集团将对地产业务进行整合，两家上市公司中一家将成为集团地产业务的载体，而另一家或许将成为集团其它业务发展的平台。

从大股东业务组成以及旗下两家上市公司发展情况来看，我们大胆猜想：由于迪马股份持有重庆东银房地产公司约 78% 的股权，未来集团在旗下业务整合过程中，或许会将房地产业务全部整合注入迪马股份，而江淮动力则有望成为集团其它业务发展的载体。正如我们前段所述，由于公司传统业务汽柴油机毛利低、利润贡献有限，公司未来必将大力发展 APU、家庭风机等新业务来提升自身业绩，一旦公司新兴业务发展成功，我们不排除集团后期将其它业务注入公司的可能。

二、传统业务将平稳增长

公司的传统业务由于受市场饱和以及行业竞争激烈影响，近几年基本保持平稳增长，此外由于其行业属性为传统制造行业，毛利率普遍偏低，利润贡献有限。

图 2、公司 05-08 年收入及增速（亿元）

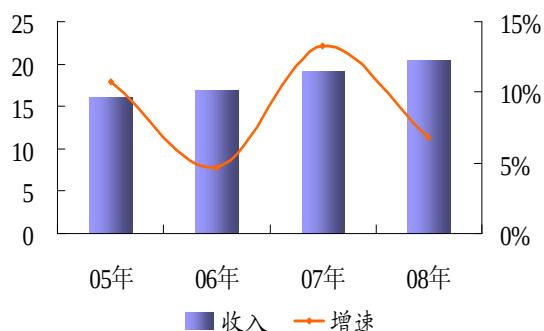
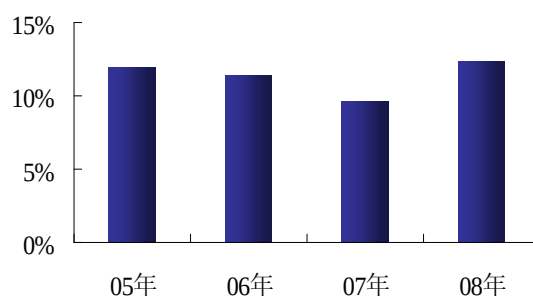


图 3、公司 05-08 年毛利率变动



资料来源：公司年报，长城证券研究所

2.1 柴油机业务受益政策推动，未来有望保持平稳

公司柴油机业务主要为拖拉机以及其它农用机械进行配套，产品包括单缸机、双缸机和多缸机，从目前我国农用机械行业运行态势来看，由于 09 年中央财政安排农机具购置补贴 100 亿元，较 08 年增加 60 亿元，这对农民购买农业机械将起到较大推动，我们认为在国家政策推动下公司柴油机业务 09 年有望得到一定幅度的提升。

需要指出的是虽然 09 年农机行业尤其是拖拉机行业在国家政策的支持下将会实现一定程度的增长，但从整个拖拉机行业发展趋势而言，大中型化方向明显，而公司产品主要为中小型拖拉机配套的单缸机，细分市场增长缓慢，故我们认为公司柴油机业务在国家政策推动下未来几年有望保持平稳，但不会呈现爆发性增长。



表 2、柴油机业务增长预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售数量（万台）	70.43	57.61	60.49	62.31	64.17
增长率（YOY）		-18.20%	5.00%	3.00%	3.00%
收入（万元）	135881	112647	118279	121828	125482
增长率（YOY）		-17.10%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利率	10.69%	11.71%	11.71%	11.71%	11.71%
销售成本（万元）	121353	99457	104430	107563	110790
增长率（YOY）		-18.04%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利（万元）	14528	13190	13849	14265	14692
增长率（YOY）		-9.21%	5.00%	3.00%	3.00%
单台均价（万元）	0.19	0.20	0.20	0.20	0.20

资料来源：长城证券研究所

2.2 通用汽油机业务：未来看点在出口

公司通用汽油机主要为建筑机械、园艺机械等行业配套，以出口为主。08 年受全球金融危机的影响，公司业务虽然受到一定程度的影响，但仍保持增长态势。对于小型通用汽油机行业，我们认为其市场本身需求巨大，无论国际市场还是国内市场都具有较大的潜力，从短期而言出口仍然是行业经营的主方向，但从长期来看，随着国内市场的逐步启动和相关下游行业的发展，国内通机市场发展空间亦非常广阔。

而对于公司的通用汽油机业务，我们认为其未来看点在出口的增长。公司目前已与美国百利通（即 B&S 公司）签署了通用汽油机代工协议，通过公开资料我们了解到美国百利通为美国最大的通用汽油机生产企业，美国市场每年需求在 3000 万台左右，而百利通每年提供约 1200 万台，若公司汽油机产品得到美国百利通的认可并对其加大采购力度，则公司汽油机业务成长空间极其巨大。08 年公司汽油机及其终端产品销售 44.54 万台，同比增长 23%，09 年公司将逐步向百利通公司进行出口，故我们认为随着美国百利通采购的增多，公司汽油机业务在未来几年至少能够保持年均 30%以上的增速。不过由于汽油机业务仍属于传统行业，其毛利率较低，而且公司为美国代工的产品即使增量较多，但由于协议因素最终代工产品毛利率不会过高，故我们认为公司汽油机业务虽然能够保持快速增长态势，但对公司整体净利润提升幅度仍然有限。

表 3、通用汽油机业务增长预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售数量（万台）	36.21	44.54	57.90	75.27	97.85
增长率（YOY）		23.00%	30.00%	30.00%	30.00%
收入（万元）	24641	45222	63692	82800	107640
增长率（YOY）		83.52%	40.84%	30.00%	30.00%



毛利率	10.31%	12.82%	13.00%	13.00%	13.00%
销售成本（万元）	22101	39424	55412	72036	93647
增长率（YOY）		78.38%	40.55%	30.00%	30.00%
毛利（万元）	2540	5798	8280	10764	13993
增长率（YOY）		128.27%	42.81%	30.00%	30.00%
单台均价（万元）	0.07	0.10	0.11	0.11	0.11

资料来源：长城证券研究所

2.3 结论

公司的柴油机业务在国家政策推动下 09 年有望得到一定幅度提升,未来几年将保持平稳;而公司的汽油机业务由于出口的增长,未来几年有望保持年均 30%以上的增长。需要指出的是,虽然公司传统业务未来一段时期增长较为乐观,但由于上述两项业务皆属于传统产业,行业竞争激烈、整体毛利率偏低,故对企业利润提升幅度较为有限。对此我们认为这也正是公司必须走上转型之路的重要原因。

三、APU 业务助推公司 09 年业绩大幅提升

考虑到传统业务对业绩提升幅度有限以及大股东自身战略的构想,公司在被东银集团收购后一直在寻找新的发展方向和业务增长点,最终公司寻找到针对美国市场的 APU 和家庭风机业务。通过对美国市场公开资料的分析与判断,我们认为公司成功实现业务转型的概率极大,上述两项新兴业务将推动公司未来几年业绩大幅增长,其中 09-11 年主要看 APU 业务,2012 之后看家庭风机业务,下面我们将着重论述 APU 业务对公司业绩的影响。

3.1 APU 应用背景

随着油价的持续上涨以及美国政府“节能减排”政策的推行,美国政府开始逐步加强汽车领域燃油消耗和气体排放的限制。众所周知,卡车在怠速期间依靠主发动机提供驾驶室制热或制冷等功能,这将造成发动机不充分燃烧、燃料浪费和排放污染,故美国政府出台的针对卡车怠速的限制政策变相推动了 APU 市场的启动和发展。

节能背景

美国研究资料表明每年美国卡车由于怠速不完全燃烧而消耗的柴油约为 8.4 亿-20 亿加仑,其中卡车怠速每小时消耗约 1-1.2 加仑柴油,若能安装辅助动力装置,则可以降低至 0.2 加仑/小时,可见从节能角度而言,卡车需要安装辅助动力装置来降低其怠速所引发的燃料浪费。

此外,美国物流运输业利润率约在 8%,由于油费占运输成本比例较高,故行业对

油价的波动和燃油消耗量异常敏感，若油价大幅上涨，则对其盈利能力将产生重大负面影响，而随着近期油价的持续上涨，美国物流运输业更有动力来降低自身的燃油消耗。故我们认为从节能角度而言，美国卡车用户具备了在怠速期间降低燃油消费的需求。

图 4、NYMEX 价格走势（美元/桶）

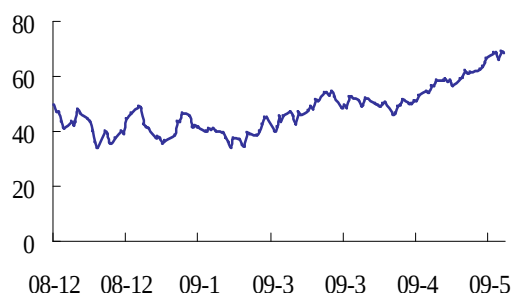
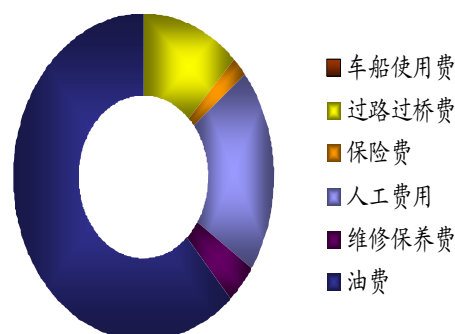


图 5、重卡运输成本分析



资料来源：长城证券研究所

减排背景

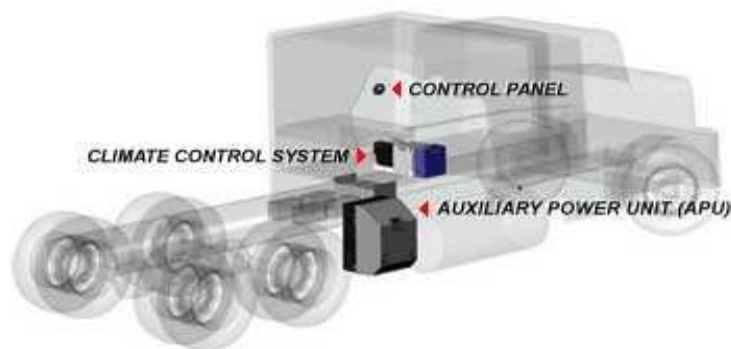
卡车在怠速空转期间由于不完全燃料会产生大量的排放污染，根据 EPA（美国联邦环保署）的数据，美国卡车每年怠速将至少产生约 1100 万吨一氧化碳、1.8 万吨氮氧化物和 5000 吨悬浮颗粒，对环境和大气的污染异常严重。为此，美国加利福尼亚州在 08 年 1 月率先颁布了卡车反空转法律，该法律规定：“载重在 10000 磅以上的卡车必须安装一种辅助动力装置来提供以往怠速期间所需的动力，降低排放”，随后美国联邦环保署和其他各州也陆续公布了卡车反空转法律。**该法律为强制性实施，从目前美国各州的法律公布的进度来看，卡车反空转法律将于 2011 底之前在全美各州强制性实施，包括所有的存量和新增增量。**

3.2 APU 的概念

APU（Auxiliary Power Units）即为上文所述为卡车提供的辅助动力装置的一种，其核心部件为一台双缸柴油机和—个控制板，用户通过控制板来控制 APU，使其在卡车驻车时运转，为卡车提供制热、制冷以及其它动力源，这种辅助动力装置既可以起到替代以往卡车怠速时主发动机的作用，又由于其能使燃料充分燃烧，起到节能减排的作用。

故 APU 主要作用有：（1）替代主发动机为卡车驻车提供辅助动力，实现节能减排；（2）降低维修费用并延长卡车主发动机寿命；（3）满足美国各州陆续实施的反空转法规。

图 6、APU 布置图



资料来源：长城证券研究所

3.3 APU 应用范围和市场容量测算

APU 最早应用于 1980 年，当时主要使用范围为大马力带休息室的长途牵引车，APU 作为其辅助动力装置在司机夜间休息时为其提供空调、照明等功用，这些大马力卡车按照美国卡车分类基本属于 class 7-8 级，保有量约 70-80 万辆。而当 08 年 1 月美国加利福尼亚州卡车防空转法规颁布之后，由于其规定所有载重量在 10000 磅以上的卡车都必须安装辅助动力装置，故 APU 的应用范围得到了极大的扩展，从为带休息室的长途牵引车配套到能为所有载重量大于 10000 磅卡车配套，即从 class 7-8 级扩展到 class 3 级以上，APU 的理论市场规模扩大了数倍。

表 4、美国卡车两类分类标准对应情况（磅）

载重分类	最小载重	最大载重	通常分类等级
Class 1		6,000	Light Duty
Class 2	6,001	10,000	Light Duty
Class 3	10,001	14,000	Light Duty
Class 4	14,001	16,000	Medium Duty
Class 5	16,001	19,500	Medium Duty
Class 6	19,501	26,000	Medium Duty
Class 7	26,001	33,000	Heavy Duty
Class 8	33,001		Heavy Duty

资料来源：长城证券研究所

由于加利福尼亚州法规的颁布，APU 的应用范围都以大幅扩展，其真实的市场规模应由传统市场和法规公布后新增市场构成，那么我们现在关注的是：APU 市场容量在应用范围扩展后到底会有多少？为了更合理地估算出 APU 理论市场容量，我们下面将按照三种途径来进行估算：

（1）、途径 I：根据美国中重卡保有量进行测算。目前美国中重卡市场每年销售约为 35-55 万辆之间，若按每 10 年进行更新，则美国中重卡理论保有量约为 350-550



万辆，则我们可以认为若按中重卡保有量来计算，则 APU 市场理论保有量在 350 万台以上；

(2)、途径 II: 根据美国卡车分类进行测算。由于美国加利福尼亚州规定载重在 10000 磅以上的卡车都需要安装辅助动力装置，即 class 3 以上的卡车。根据我们收集的美国市场数据，美国 class 7-8 类卡车可以被定义为“A”类卡车，保有量在 70-80 万辆，而 class 4-6 类卡车一般被定义为“B”类卡车，而“B”类卡车保有量约 340 万辆，则两者相加，我们从第二种途径可推测应用范围至少为 410 万；

(3)、途径 III: 根据卡车怠速时间进行分类。由于 APU 主要为替代卡车驻车时主发动机的作用，故卡车的怠速时间为其是否使用的主要依据。若按照怠速时间来进行划分，我们认为潜在市场有三块：一是传统长途运输带休息室的中重卡市场，这些卡车每年怠速时间大约为 2000-2500 小时，保有量大约在 70-80 万辆；二是需要较长怠速或需要辅助动力的卡车，主要为 class 6-8 级卡车，这些卡车每天怠速时间在 4-10 小时左右，如饮料运输车、农业产品运输车、运油罐车、垃圾运输车、港口运输车等等，这些用途的车辆大约保有量在 240 万辆左右；三是需要辅助动力的车辆，如家庭休闲车、动力提供性车辆、急救车、信号指挥车等，这块市场大约在 30-40 万辆之间，故我们根据用途计算，预计 APU 潜在市场在 340 万左右；

故根据我们按照多种途径的测算，APU 存量市场容量至少 340 万以上，而在 2011 年存量消化之后，2012 年每年新增增量至少在 35-55 万左右，对此我们认为投资者不必过分担心 APU 的市场规模和未来增长的持续性。

3.4 几种技术路线比较

当然美国政府在推行卡车反空转法律时，并未严格限制其实施的技术路线。现阶段从我们了解的情况来看，美国市场能够满足卡车反空转方案的技术路线共有 5 种，由于其中一种由于技术问题已逐步被淘汰，下面我们将对剩下四种进行功能、价格等多方面比较。

表 5、四种技术路线优劣比较

名称	功能描述	价格	维护费用/年
Battery Systems	电池系统：特殊的玻璃纤维或者是凝胶类电解质构成，重约 300-500 磅。 这种电池系统稳定性较差	4000-5000	200
Fuel Operated Heaters	这种系统只能进行加热，功能有限，价格便宜，最为流行	1100-2500	100
Thermal Storage	蓄热器储能系统，功能有限，330 磅	3500-5600	N/A
APU	加热、制冷、提供辅助动力，价格最贵，但功能最全，重 350-500 磅	6500-9500	500

资料来源：长城证券研究所



从以上四种技术路线功能、价格和维护费用比较中我们可以发现 APU 这种技术路线产品价格最贵，但从性能而言却是最全和最好的，其它的技术路线从实现功能而言都存在种种不足。事实上，从美国市场公开资料我们可以发现，APU 市场占有率在这四种技术路线中是稳步提升的，从 06 年 20% 已提升至 08 年 30%，我们认为随着油价的上涨，卡车用户开始逐步安装辅助动力装置，由于 APU 性能优势，其市场占有率未来仍有提升空间。

3.5 APU 09 年-2012 年销量预测

在比较了以上几种技术路线的优劣之后，我们对 APU 这种技术路线充满了信心，认为其未来市场份额仍有提升的空间。而随着油价的持续上涨以及美国政府在“节能减排”领域政策实施力度的加大，我们有理由认为美国卡车用户无论从自身经济利益还是政策强制的角度而言都有动力进行辅助动力装置的安装（包括 APU 的安装和使用）。一个典型的事例为 08 年当油价处于 30 美元左右期间，卡车用户安装 APU 后其经济回报周期为 4-5 年，而 09 年当油价涨至 70 美元后，APU 回报周期已缩小至 2 年，根据近期我们对美国卡车用户的调查，按十年使用周期计算，用户认为辅助动力装置若能达到 2 年回报周期则为可接受范围，目前美国终端用户市场已逐步显现出对 APU 产品的浓厚兴趣，而从各 APU 制造公司所反馈的信息来看，目前 APU 产品的销量和订单已较 08 年有了较大幅度的提升，整个 APU 市场有启动的迹象。

而对 APU 市场 09 年-2012 年销量的预测，我们认为可分为两个阶段进行测算：第一阶段为 09 年-2011 年，由于强制政策对存量卡车的安装要求，我们认为这三年基本为存量卡车的安装消化阶段，由于存量数字巨大，行业有望呈现爆发性增长；而第二阶段为 2012 年以后，这一阶段由于存量基本消化完毕，市场主要体现在对年新增卡车增量的配套上，行业销量将基本保持平稳。

在前文对 APU 市场理论容量测算中，我们已经指出保守预计 APU 对应的卡车存量为 340 万辆，而 2012 年后年新增增量约为 35-55 万辆（取中间值，假设为 40 万辆），考虑到 APU 产品在几种技术路线中的优势，我们认为其市场份额仍有提升的空间。由于卡车防空转政策的强制性，故我们假设 340 万存量 09-11 年实施比例分别为 20%、30% 和 50%，假设 APU 市场占有率未来将稳步提升，09 年-11 年分别为 30%、40% 和 45%，则 APU 产品对应年销量分别为 20.4 万、40.8 万和 76.5 万台，而 2012 年之后我们假设 APU 在几种技术路线的市场占有率达到 50%，若卡车年新增增量为 40 万辆，则 APU 对应的市场销量将在 20 万台，也就是说我们认为 09-11 年 APU 市场在油价上涨刺激以及强制政策推动下将呈现爆发性增长态势，年均增速 80% 以上，而 2012 年之后，APU 市场将随着新增增量的增长保持平稳增长态势。



表 6、APU 09 年-2012 年市场销量测算

时间	年安装比例	APU 市场占有率	APU 销量（万台）
市场存量 340 万辆			
2009 年	20%	30%	20.4
2010 年	30%	40%	40.8
2011 年	50%	45%	76.5
2012 年后市场新增量 40 万			
2012 年	100%	50%	20

资料来源：长城证券研究所

3.6 公司 APU 销量预测

在预测公司未来一段时期 APU 销量之前，我们认为有必要先解答投资者关注的三个问题：1、为何公司能进入 APU 生产领域，而不是其它企业；2、美国 APU 市场竞争格局情况；3、公司具备的优势；

1、为何公司能进入 APU 生产领域

既然 APU 市场未来几年增长如此迅速，理应这个市场得到众多生产企业关注，但实际情况却为包括公司在内，全球 APU 生产企业仅为 20 家，其中美国 18 家、日本一家、中国仅公司一家。

原因何在？时也命也运也！

美国 APU 产品在 1980 年就开始销售，但当时主要为长途带休息室的半挂车配套，主要为休息室的空调、电视等提供辅助动力来源，当时为选配产品，此外考虑到美国以前 class 8 级卡车保有量才至 50 万辆左右，真实的市场销售规模每年仅仅不足一千台。市场规模较小也就促使了生产企业极为有限；

公司在 03 年被重庆东银集团收购后，自身一直在寻找业务突破口，而 06 年在收购一家美国销售公司后，借此渠道，我们判断公司了解到美国即将实施的强制性法规将引发市场对 APU 需求爆发性增长，而 APU 产品的核心部件主要为一台双缸柴油机和控制板，其中公司在小型柴油机领域具备国际技术优势，我们认为这也是促使公司转型进入 APU 制造领域的重要原因；

当然中国生产小型柴油机的企业众多，为何仅仅公司独享蛋糕呢？我们认为首先在公司进入前期，APU 市场规模较小，部分国内企业不关注；其次虽然也有部分国内企业进行了相应研发，但由于技术路线的差异最终仅有公司取得了成功；最后当公司研发成功后，恰逢美国加利福尼亚州出台了卡车反空转法案使 APU 的应用范围和市场容量得到了数倍的扩大。

2、美国 APU 市场竞争格局



由于公司 08 年才开始进入美国 APU 市场，故前期公司市场占有率较低，公司未来的市场份额较难通过历史数据加以预测。但通过对美国市场公开资料分析，我们了解到在 07 年之前，由于生产企业较少，整个 APU 市场呈现高度垄断特征，行业前四家占据 80% 左右的市场份额。但需要指出的是，我们认为上述竞争格局在 09 年将发生重大变化，首先随着新进入者的增多，市场格局必将出现变动；其次 08 年由于金融危机的影响，有部分企业未能撑到市场启动就破产倒闭，如 07 年行业第二大企业 Rigmaster 在 08 年 11 月破产，我们认为公司具备众多优势，在未来市场竞争中成功的概率极大。

图 7、07 年美国 APU 市场竞争格局

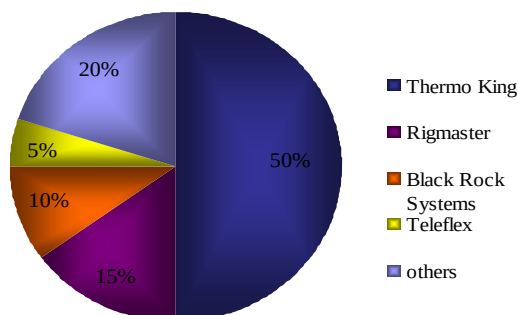
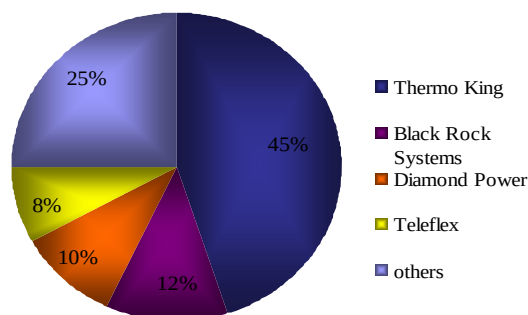


图 8、09 年美国 APU 市场格局预测



资料来源：长城证券研究所

注：Diamond Power 为江淮动力美国品牌

3、公司具备的优势

经过对美国市场资料的分析，我们认为公司具备的 5 点优势，而这 5 点优势将保证公司 APU 产品得到美国市场用户的认可和购买：

- (1) 技术优势。公司依靠柴油机起家，柴油机产品与国际同类比较在技术领域相差不大；
- (2) 价格优势。由于中国人工成本优势，我们了解到公司产品价格将国际同类产品低 20%-30% 左右，而商用车属于生产资料，用户对配件价格异常敏感。考虑到技术水平相近，我们认为美国市场用户将更倾向于采购公司 APU 产品；
- (3) 渠道优势。公司目前在美国拥有 35 家经销网点，而美国第一大 APU 生产企业拥有 200 家经销网点，从数量上公司确实有一定差距，但考虑到美国卡车用户 40% 为个人，60% 为车队，我们认为公司虽然在个人销售网点有所欠缺，但公司将通过大力开发车队客户，在销量上仍有望占据优势。且随着渠道的不断布局，新进入者的难度在不断加大，也就是说即使未来几年后行业有新进入者，但由于渠道原因，公司短期内仍能具备优势；
- (4) 产业链转移优势。APU 的核心部件为一台双缸柴油机和一部控制板，从



目前行业产业链分布来看,控制板基本被美国所垄断,而对于双缸柴油机,美国 APU 生产企业全部为外购,其中行业第一大 APU 生产企业 Thermo King 其柴油机采购基本来源于日本雅马哈。我们认为考虑到行业产业链的分布,公司双缸柴油机所具备的技术和成本优势,在国内其它竞争企业暂未进入之前,公司未来有望获得美国 APU 制造企业对公司柴油机的订单,公司 APU 柴油机有望呈现爆发性增长。

(5) 竞争格局变动优势。08 年美国 APU 第二大制造企业由于金融危机破产倒闭,我们认为公司有望通过依托成本、技术、渠道等优势迅速抢占行业格局变动所留出的市场份额。

故在考虑了公司自身具备的 5 点优势之后,我们对公司 09-11 年 APU 市场份额和销量保持乐观。若按公司 09-11 年 10%的市场份额计算,则公司 09-11 年 APU 产品销量预计在 2 万台、4 万台和 7.6 万台,而 2012 年之后,在行业保持平稳增长的预测下,公司 2012 年年销量将保持在 4 万台左右。

表 7、公司 APU 09 年-2012 年销量预测 (万台)

时间	市场占有率	行业销量	公司销量
2009 年	10%	20.4	2.04
2010 年	10%	40.8	4.08
2011 年	10%	76.5	7.65
2012 年	20%	20	4

资料来源: 长城证券研究所

3.7 结论

总得来说,我们通过对公司近几个月运行状况以及美国市场各 APU 生产厂商销量的追踪,我们认为 09 年美国 APU 市场启动是毋庸置疑的。考虑到公司产品成本、价格、技术、渠道等优势,我们认为公司 APU 产品将伴随着美国市场的启动而大幅增长。由于 APU 产品价格和毛利较高,若能放量,则对公司业绩提升异常显著,我们认为 APU 业务将助推公司 09 年业绩大幅增长。

表 8、APU 业务增长预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售数量 (台)			20000	40000	75000
增长率 (YOY)				100.00%	87.50%
收入 (万元)			53600	107200	201000
单台均价 (万元)			2.68	2.68	2.68
单台均价 (美元)			4000	4000	4000
占主营销售额比重			19.96%	30.61%	42.03%

资料来源: 长城证券研究所



四、家庭风机业务值得期待

由于家庭风机业务属于较为新兴的产业，我们无论在美国还是国内都难以找到较多的公开资料进行分析，故这里我们将根据谨慎原则来加以判断和预测。

根据美国公开资料我们得知家庭风机主要应用于美国中西部农场家庭使用，风机功率在 3.5-5kw，价格约在 1.5-2 万美元，08 年市场销量大约在 8000 台左右，由于是新兴市场，年均增速在 50%以上，基于谨慎原则，我们预测公司家庭风机业务 09-11 年分别实现销售 100 台、400 台和 720 台。

表 9、家庭风机业务增长预测

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售数量（台）			100	400	720
增长率（YOY）				300.00%	80.00%
收入（万元）			1340	5360	9648
单台均价（万元）			13.40	13.40	13.40
单台均价（美元）			20000	20000	20000
占主营销售额比重			0.50%	1.53%	2.02%

资料来源：长城证券研究所

五、盈利预测与投资评级

由于 09 年公司处于业务转型期，对于其传统业务和新兴业务我们认为应该分开判断。对于传统业务，我们认为柴油机业务在国家政策推动下 09 年有望得到一定幅度提升，未来几年将保持平稳，而公司的汽油机业务由于出口的增长，未来几年有望保持年均 30%以上的增长；对于公司的新兴业务，我们通过对公司近几个月运行状况以及美国市场的追踪，我们认为 09 年美国 APU 市场启动是毋庸置疑的，而考虑到公司产品成本、价格、技术、渠道等优势，我们认为公司 APU 产品将伴随着美国市场的启动而大幅增长，而公司的家庭风机业务，我们认为将伴随市场的发展而增长。

图 9、公司各项业务收入（亿元）

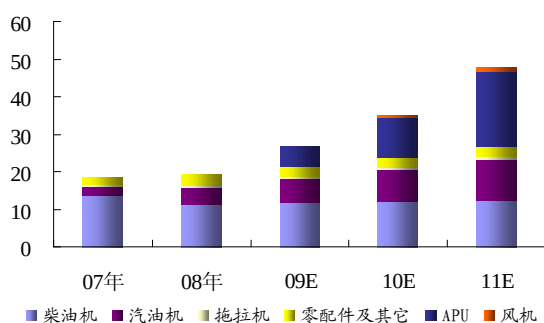
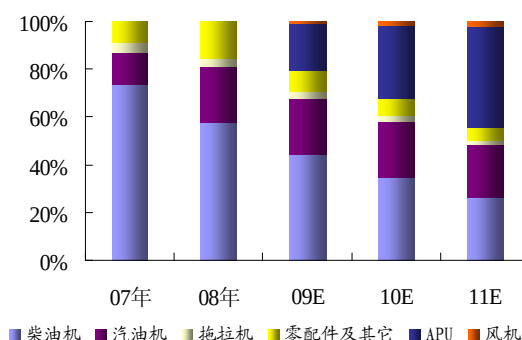


图 10、各项业务收入比例



资料来源：长城证券研究所



考虑到公司传统业务毛利普遍较低，而新兴业务毛利率较高，故我们认为从收益的角度我们 09-11 年将更加关注 APU 业务增长情况，2012 年之后将逐步关注家庭风机业务对公司业绩的提升。

图 11、公司各项业务毛利（亿元）

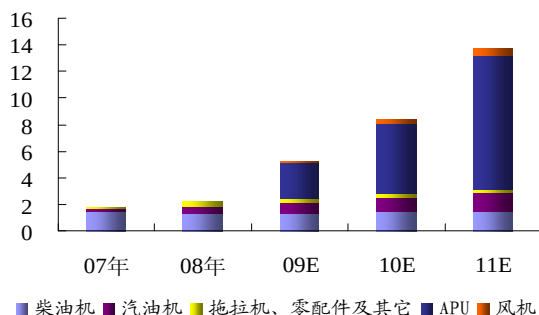


图 12、公司各项毛利比例

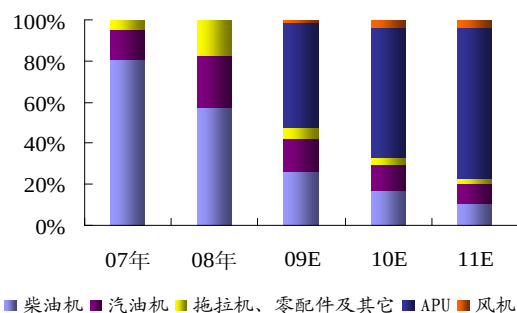


图 13、公司毛利率变动

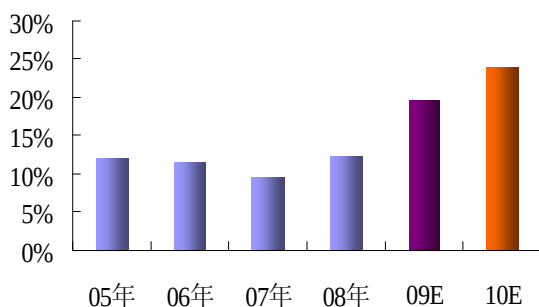
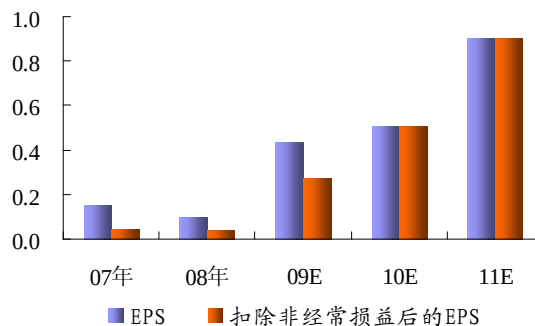


图 14、公司 EPS 情况（元）



资料来源：长城证券研究所

随着 APU 等新兴业务的启动，我们认为 APU 产品的放量将助推公司业绩大幅增长，考虑到油价上涨、美国防空转法规政策强制执行对 APU 销量的推动作用以及公司所具备的种种优势，我们预计 09-10 年公司 APU 产品将分别实现销量 2 万台和 4 万台，预测公司 09-10 年 EPS 分别为 0.44 元和 0.51 元，09 年动态市盈率仅为 17 倍，公司股价被严重低估。考虑到公司未来几年的高成长性，若给予 10 年 20 倍 PE，则公司合理股价约为 10.2 元，有 37.3% 的上升空间，重申公司“推荐”评级。一旦美国经济复苏超出预期、国际油价上涨超出预期以及奥巴马政府在商用车行业减排政策方面出现新的变化，不排除我们上调目标价的可能。

风险提示：

APU 业务产销低于预期；

附录

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	203,619	278,081	360,219	488,752	成长性				
营业成本	178,547	223,597	273,787	349,369	营业收入增长	6.8%	36.6%	29.5%	35.7%
销售费用	7,781	10,289	13,328	18,084	营业成本增长	3.7%	25.2%	22.4%	27.6%
管理费用	10,247	11,679	15,129	20,528	利润总额增长	-2.9%	413.2%	15.8%	77.9%
财务费用	5,435	2,466	2,241	1,899	净利润增长	-1.6%	345.0%	15.8%	77.9%
投资净收益	6,956	18,000	0	0	盈利能力				
营业利润	8,845	47,385	54,856	97,591	毛利率	12.3%	19.6%	24.0%	28.5%
营业外收支	389	0	0	0	销售净利率	4.1%	13.3%	11.9%	15.6%
利润总额	9,234	47,385	54,856	97,591	ROE	7.1%	23.8%	21.5%	27.5%
所得税	714	9,477	10,971	19,518	ROIC	6.1%	31.6%	49.6%	80.7%
少数股东损益	186	829	959	1,707	营运效率				
净利润	8,333	37,080	42,925	76,366	销售费用/收入	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
资产负债表 (万元)					管理费用/收入	6.5%	5.0%	4.2%	4.2%
货币资金	71,229	92,043	124,496	197,065	投资收益/利润	78.6%	38.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	25,072	34,240	44,354	60,180	所得税/利润总额	7.7%	20.0%	20.0%	20.0%
应收票据	2,410	3,291	4,263	5,784	应收帐款周转率	8.09	9.38	9.17	9.35
存货	38,808	48,600	59,508	75,936	存货周转率	4.91	5.12	5.07	5.16
流动资产合计	154,866	200,749	260,991	376,239	流动资产周转率	1.41	1.56	1.56	1.53
固定资产	70,708	85,800	97,738	104,607	总资产周转率	0.76	0.87	0.93	1.00
资产总计	287,256	350,911	425,701	550,360	偿债能力				
短期借款	49,511	47,511	47,511	47,511	资产负债率	59.0%	55.6%	53.1%	49.6%
应付款项	110,517	138,402	169,469	216,252	流动比率	0.98	1.09	1.21	1.44
流动负债合计	158,621	184,368	215,273	261,860	速动比率	0.73	0.83	0.94	1.15
长期借款	9,530	9,530	9,530	9,530	每股指标 (元)				
负债合计	169,485	195,232	226,137	272,723	EPS	0.098	0.438	0.507	0.903
股本	84,600	84,600	84,600	84,600	每股净资产	1.39	1.84	2.36	3.28
留存收益	32,088	69,168	112,093	188,459	每股经营现金流	0.23	0.54	0.63	1.07
少数股东权益	1,083	1,911	2,871	4,578	每股经营现金/EPS	2.4	1.2	1.2	1.2
权益合计	117,771	155,679	199,564	277,637	估值				
负债和股东权益总计	287,256	350,911	425,701	550,360	PE	75.4	17.0	14.6	8.2
现金流量表 (万元)					PEG	0.22	1.08	0.19	—
经营活动现金流	19,863	45,950	53,589	90,705	PB	5.3	4.0	3.1	2.3
其中营运资本减少	49,290	2,678	3,117	3,907	EV/EBITDA	62.28	18.20	10.67	6.29
投资活动现金流	-29,246	-23,136	-21,136	-18,136	EV/SALES	3.38	2.47	1.91	1.41
其中资本支出	-12,044	-20,000	-18,000	-15,000	EV/IC	9.14	7.76	7.01	6.77
融资活动现金流	6,158	-2,000	0	0	ROIC/WACC	0.63	3.24	5.09	8.28
净现金总变化	-3,767	20,814	32,454	72,569	REP	14.59	2.39	1.38	0.82

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍:

吕 磊: 北京航空航天大学汽车工程系硕士、学士, 3年证券行业从业经历, 任汽车及零配件行业研究员。

研究员承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
回避	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;
	回避	预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。

长城证券研究所

地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编: 518034

传真: 86-775-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 9 层

邮编: 100044

传真: 86-10-88366650

网址: <http://www.cgws.com>