

主业处于景气高峰，未来看产品线延伸

谨慎推荐

投资要点:

- **发动机销售结构趋势向好。**三季度公司发动机销量环比小幅增长 2.4%，但销售收入环比增幅达到 11%，体现出发动机产品销售结构的好转。重卡发动机以及重卡发动机中的高压共轨发动机销量占比显著提升，而上述产品无论在单价还是毛利率上均高于其它发动机产品。
- **产销达到历史景气高峰而主要原材料价格仍处于低位，公司毛利率水平逐季攀高。**
- 我们预计 2010 年半挂牵引车销量出现大幅增长和下滑的概率都不大。首先，国内物流运输需求不会出现大幅回落；其次，从更新需求来看，以目前的保有量，按照平均 5 年的更新周期计算，每年重卡大致的更新量在 50 万辆左右；第三，半挂牵引车 09 年 1 季度的销量处于近几年的绝对低点，因此明年一季度乃至上半年同比仍会实现显著增长。
- **潜在竞争对手短期内难以对潍柴形成重压。**重卡发动机的生产制造与匹配技术含量高，由于规模与品牌优势，潍柴的行业地位难以撼动。此外，潍柴未来也会通过向小排量发动机辐射等方式建立公司在通用动力总成领域的优势地位。
- 维持公司 09-11 年 EPS 分别为 4、4.76 和 5.33 元的预测，公司目前估值水平仍然偏低，维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。

主要财务指标

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	29260.97	33127.78	34315.09	45819.99	51277.53
EBITDA (百万元)	4369.43	4155.49	5339.09	6488.40	7440.30
净利润 (百万元)	2019.41	1931.35	3331.50	3967.01	4443.39
摊薄 EPS (元)	3.88	2.32	4.00	4.76	5.33
PE (X)	14.98	25.07	14.53	12.20	10.90
EV/EBITDA (X)	7.44	11.54	8.15	5.89	4.45
PB (X)	3.22	4.27	3.08	2.32	1.81
ROIC	27.64%	21.59%	20.85%	15.74%	13.61%
总资产周转率	1.48	1.28	1.03	0.97	0.81

资料来源：中国银河证券研究所

分析师

李丹

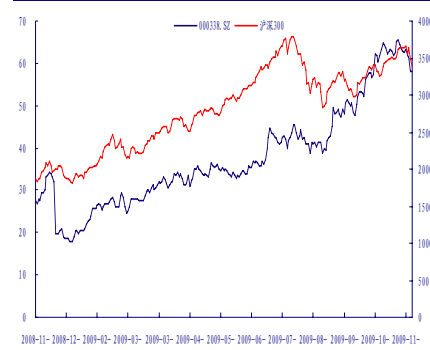
✉: lidan@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8293

市场数据 时间 2009.11.27

A 股收盘价 (元)	58.120
A 股一年内最高价 (元)	66.500
A 股一年内最低价 (元)	17.600
上证指数	3096.27
市净率	4.64
总股本 (万股)	83,304.57
实际流通 A 股 (万股)	28,082.07
限售的流通股 (万股)	34,982.49
流通 A 股市值 (亿元)	163.21

相对板块指数表现图



资料来源：中国银河证券研究所

一、关键假设与敏感性分析

关键假设

表 1: 关键假设

	2008	2009E	2010E	2011E
发动机				
重卡行业销量(万辆)	54.15	64.71	71.18	74.74
yoy	11.80%	19.50%	10.00%	5.00%
公司主要客户市场份额	52.27%	42.10%	49.20%	53.00%
公司重卡发动机配套(万台)	19.74	21.79	28.02	31.69
yoy	30.38%	10.44%	28.55%	13.11%
其它发动机配套(万台)	9.84	9.10	9.95	10.01
变速箱				
销量(万台)	46.45	50.17	55.18	57.94
yoy	7.98%	8.00%	10.00%	5.00%
陕重汽				
销量(万辆)	9.48	7.31	10.68	11.96
yoy	21.09%	-22.89%	46.02%	12.00%

资料来源: 中国银河证券研究所预测

敏感性分析

表 2: 敏感性分析

		2009E	2010E	2011E
每股收益		4	4.76	5.33
营业收入增长率	5%	4.24	4.98	5.59
	-5%	3.76	4.54	5.08
毛利率	2%	4.54	5.48	6.14
	-2%	3.46	4.04	4.53

资料来源: 中国银河证券研究所预测

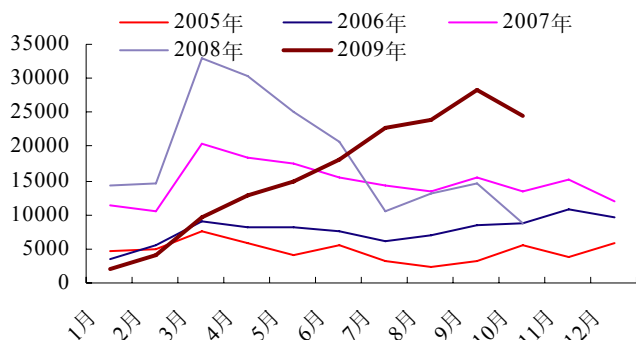


二、预计全年业绩高增长无忧

受益于半挂车旺销，下游客户增势良好，公司量增仍在持续

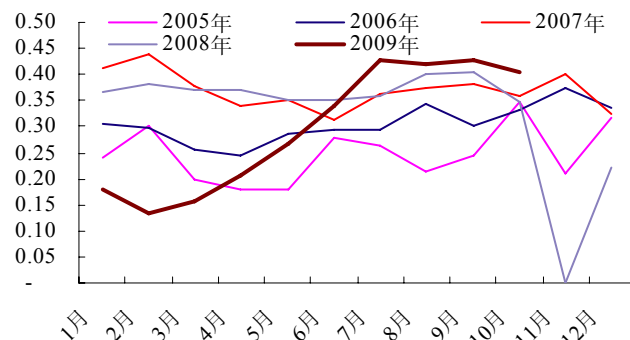
公司重卡发动机主要下游客户有福田、陕重汽、包头北奔、上汽红岩依维柯、华菱、江淮汽车等。上半年基建工程的大量开工，带动了自卸车销量的增长，伴随基建工程开工后物流运输需求的出现，国内物流运输逐步恢复，公司下游客户半挂牵引车进入销售旺季，销量增长显著。

图 1：国内半挂牵引车销量情况 单位：辆



资料来源：中国银河证券研究所

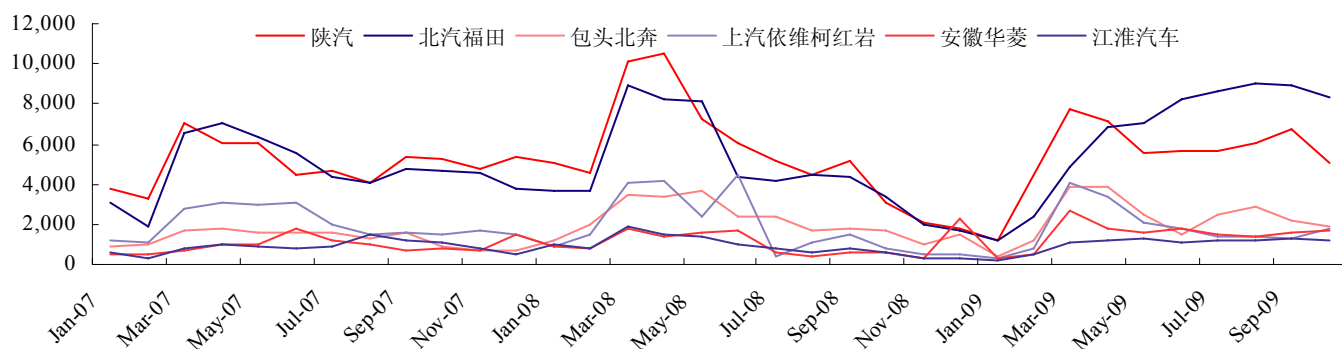
图 2：半挂牵引车在重卡销量中占比 单位：%



资料来源：中国银河证券研究所

图 3：潍柴主要下游客户销量增长情况

单位：辆

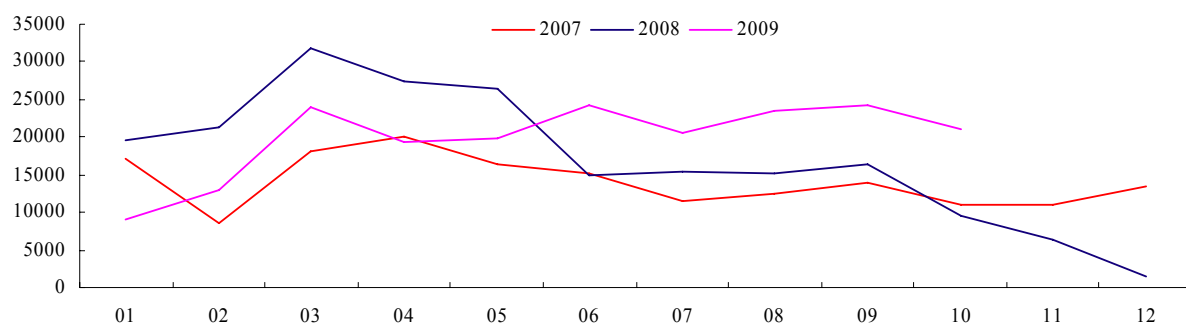


资料来源：中国银河证券研究所

从目前主流半挂牵引车生产企业的订单情况以及主要零部件公司如潍柴动力等的订单情况来看，预计四季度半挂牵引车销量仍会维持在较高水平，公司重卡发动机销量有望与三季度持平或略有增长。

图 4：潍柴车用发动机销量情况

单位：台

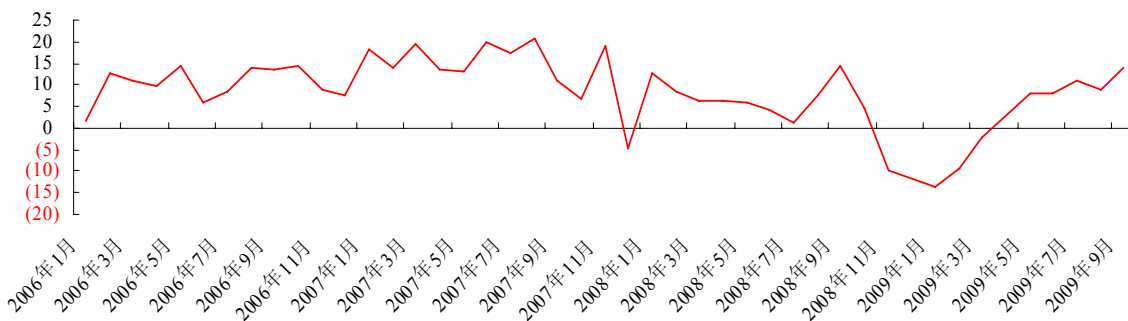


资料来源：中国银河证券研究所

目前重卡销量已基本恢复到较高的增长水平，市场对于明年行业增长的可持续性表示怀疑。我们认为 2010 年重卡销量出现大幅增长和下滑的概率都不大，对于明年增长的可持续性不必过于担忧。首先，在经济不会出现二次探底的假设下，国内物流运输需求不会出现大幅回落，半挂牵引车的新增需求就不会出现显著回落。其次，从更新需求来看，目前国内重卡的保有量在 250 万辆-300 万辆，按照平均 5 年的更新周期（含工程、公路车）计算，每年大致的更新量在 50 万辆左右。因此我们预计 2010 年重卡销量仍会保持 10% 左右的增长。第三，半挂牵引车 09 年 1 季度的销量处于近几年的绝对低点，因此 2010 年一季度乃至上半年同比仍会实现显著增长。

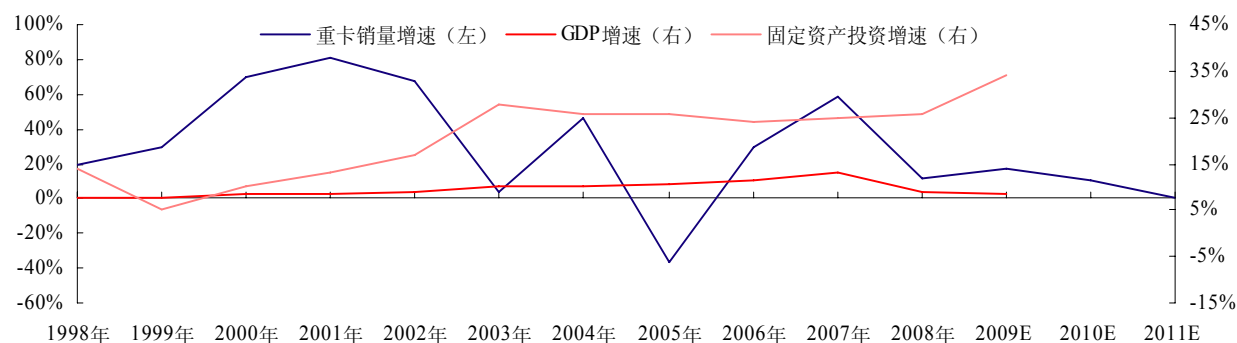
图 5：国内货运周转量增长情况

单位：亿吨公里



资料来源：中国银河证券研究所

图 6：历年重卡销量增速、GDP 增速及固定资产投资增速

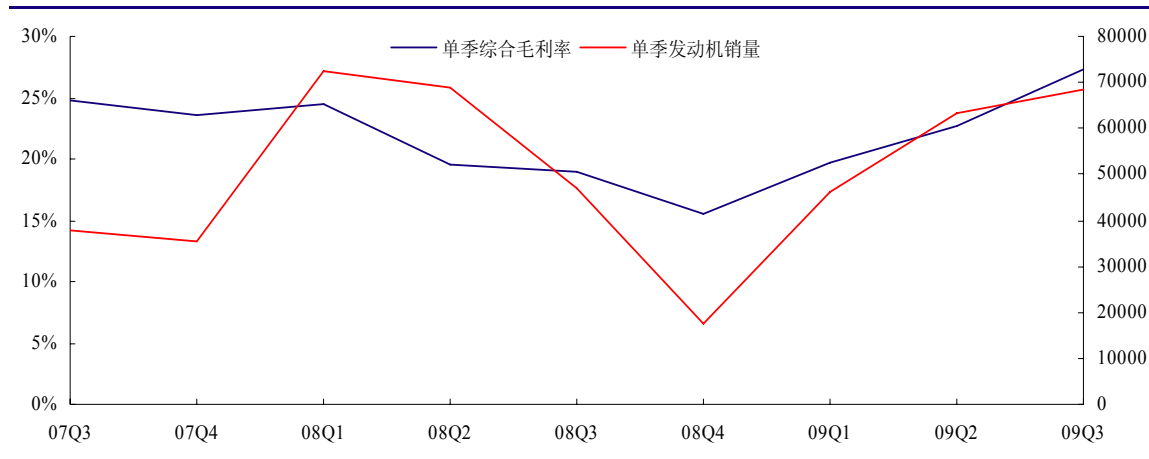


资料来源：中国银河证券研究所

盈利水平进入历史高峰

09年3季度,公司毛利率水平达到27.34%,达到历史高峰水平,较上一个重卡景气高峰2007年的毛利率水平还高。

图7: 公司毛利率情况



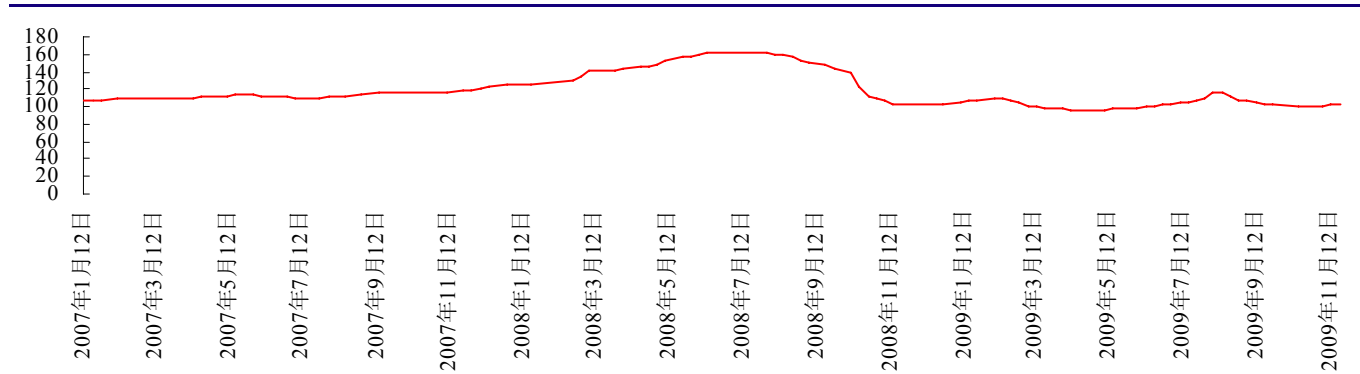
资料来源: 中国银河证券研究所

从分业务的盈利状况来看,发动机业务毛利率水平的大幅提升是公司盈利能力提高的主要原因。前三季度公司发动机毛利率约为30.2%,同比上升4.6个百分点,其中三季度单季发动机毛利率达到35.6%,环比大幅提升6.8个百分点。

发动机业务毛利率的提升一方面是由于重卡销量持续的反弹,导致重卡配套发动机在公司发动机销量中占比提升,由60%提升至70%左右,而这部分配套的盈利水平要较其它工程机械配套高。另一方面,公司重卡发动机均价不仅较08年同比增长,环比也呈现上升趋势,从而使整个发动机业务的均价提升。其主要原因是高压共轨今年以来在与EGR的较量中销量逐步占据优势,公司高压共轨发动机销量比重出现了显著提升。

从发动机销售情况来看,出现了量价齐升的有利状况,而公司的成本端由于钢价仍低位徘徊而保持在较低水平。

图8: 国内钢价变动情况



资料来源: 中国银河证券研究所

由于发动机业务毛利率的大幅提升，发动机对公司盈利贡献度也显著提升。前三季度公司发动机实现净利润约为 19.3 亿元，利润贡献比重达到 81%，同比提升 7.8 个百分点。

此外，陕重汽由于执行了较为严格的销售政策，盈利水平也较重卡整车平均水平高，法士特的毛利率由于销售结构的优化以及低位的原材料价格出现了逐季回升的态势。

三、产业链中的龙头地位短期难以撼动

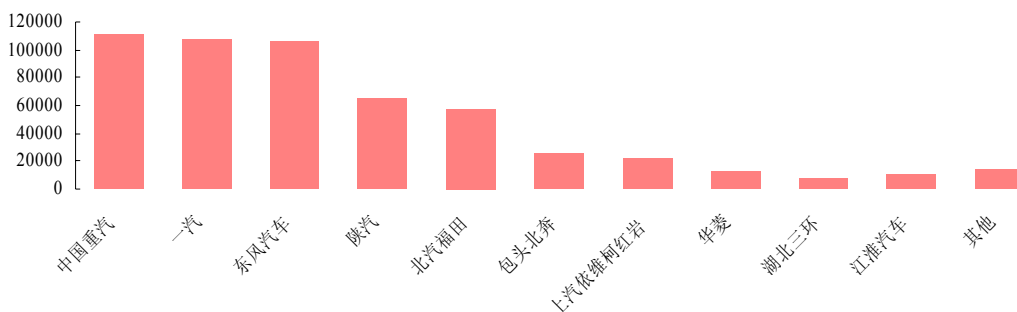
国内主要重卡企业福田、上汽红岩依维柯、包头北奔等陆续推出成立合资计划，向产业链上游发动机业务单元延伸，逐步实现发动机自供的目标，重卡行业纵向一体化进程加速。市场对潍柴动力这种独立发动机供应商模式的未来发展表现出一定的担忧。我们认为，重卡发动机作为产业链技术、资金壁垒最高的一环，新进入者难以在短期对公司产生实质性威胁。

规模壁垒

由于发动机产能建设投入较大，整车厂要实现向发动机领域的延伸必需具备较大的产品销售规模。目前国内重卡行业除了规模较大的一汽、东风、重汽等具备自己生产发动机的能力，其他都需要外购发动机。如以 5 万台为发动机业务的平衡点来看，目前年销量过 5 万辆的整车企业只有中国重汽、一汽、东风、陕汽、福田。因此，如不考虑外供的情况，短期内尚难以有众多整车企业具备向发动机业务拓展的能力。

图 9：08 年主要重卡企业销量规模

单位：辆



资料来源：中国银河证券研究所

从潍柴方面来看，公司在发动机领域发展多年，重卡发动机产销规模达到二十万台左右，规模优势显著，并且这种规模优势带来了竞争对手难以匹敌的成本优势。

品牌壁垒

重卡客户主要为专业工商企业用户，消费者对产品性能的要求较高，产品性能特别是核心零部件的口碑效应显著。通过物流企业的走访我们发现目前市场对潍柴发动机的认可度非常高，用户对产品质量、售后服务以及性价比表示满意。

重卡发动机的技术壁垒较高，专业化的用户往往对品牌保证较为偏好，有一定的忠诚度。因此重卡整车企业产品置换发动机后，短期内有可能出现用户不适应的情况，市场导入期较一般的乘用车要长。

目前整车厂中向发动机领域延伸步伐较快的公司主要有中国重汽，中国重汽与曼的合作自

10 月签署合同后，已开始实质性的合作。此外康明斯 13 升发动机未来也有望成为公司潜在的竞争对手。

四、产业链延伸方向决定公司长期价值

公司在重卡发动机领域的优势地位短期难以撼动,但市场已普遍意识到未来在重卡发动机市场中的竞争将趋于激烈。我们预计潍柴未来的产业链延伸仍会立足发动机领域,将继续贯彻扩大配套领域,打造通用动力供应商的经营战略。除重卡外,公司未来在装载机、挖掘机、大中客、船舶和工业发电等领域有望获得新发展。

公司报表及主要财务指标预测

表 3: 三大财务报表预测

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	2715.8	5863.9	14794.4	29024.0	40699.4	营业收入	29261.0	33127.8	34315.1	45820.0	51277.5
应收票据	4220.5	3995.7	4700.7	6276.7	7024.3	营业成本	22352.4	26429.0	25893.0	34857.1	39008.8
应收账款	1884.2	2934.3	3290.5	4393.7	4214.6	营业税金及附加	128.3	134.1	137.3	183.3	205.1
预付款项	1066.5	905.7	748.1	536.0	298.7	销售费用	1537.0	1631.4	1544.2	2199.4	2307.5
其他应收款	264.3	391.5	343.2	458.2	512.8	管理费用	1543.5	1624.0	1509.9	2245.2	2512.6
存货	4323.0	5850.6	5320.5	7162.4	7481.1	财务费用	235.7	286.3	105.4	232.0	407.5
其他流动资产	0.1	0.4	0.5	1.5	1.9	资产减值损失	150.8	372.1	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	295.5	346.4	346.4	346.4	346.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	5276.1	6033.9	6503.9	7178.9	7785.4	投资收益	-107.1	-25.2	0.0	0.0	0.0
在建工程	780.8	1092.3	500.0	750.0	725.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	4.0	9.6	9.6	9.6	9.6	营业利润	3206.1	2625.6	5125.4	6103.1	6836.0
无形资产	613.6	576.9	490.8	429.5	368.1	营业外收支净额	71.5	115.2	0.0	0.0	0.0
长期待摊费用	169.4	184.9	135.5	118.6	101.7	税前利润	3277.6	2740.8	5125.4	6103.1	6836.0
资产总计	22422	29267	37472.5	56983.3	69871.3	减: 所得税	479.6	329.0	768.8	915.5	1025.4
短期借款	1157.5	1246.1	-1702.5	0.0	0.0	净利润	2798.1	2411.8	4356.6	5187.6	5810.6
应付票据	1920.3	4185.8	4100.9	5520.6	5343.7	归属于母公司的净利润	2019.4	1931.3	3331.5	3967.0	4443.4
应付账款	5470.3	6442.2	6225.1	8380.1	8549.9	少数股东损益	778.7	480.5	1025.1	1220.6	1367.2
预收款项	559.7	1052.9	1563.7	2245.8	3009.1	基本每股收益	3.88	2.32	4.00	4.76	5.33
应付职工薪酬	455.1	420.9	420.9	420.9	420.9	稀释每股收益	3.88	2.32	4.00	4.76	5.33
应交税费	383.2	171.8	171.8	171.8	171.8	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	1230.8	1287.3	1287.3	1287.3	1287.3	成长性					
其他流动负债	911.6	1707.8	1952.2	4321.0	5444.7	营收增长率	312.7%	13.2%	3.6%	33.5%	11.9%
长期借款	241.2	772.2	7182.2	13182.2	18382.2	EBIT 增长率	328.0%	-10.6%	58.1%	21.1%	14.3%
预计负债	29.5	361.9	361.9	361.9	361.9	净利润增长率	172.5%	-4.4%	72.5%	19.1%	12.0%
负债合计	13015	17941	21775.7	36098.9	43176.3	盈利性					
股东权益合计	9407.6	11326	15696.8	20884.5	26695.0	销售毛利率	23.6%	20.2%	24.5%	23.9%	23.9%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	6.9%	5.8%	9.7%	8.7%	8.7%
净利润	2798	2412	4357	5188	5811	ROE	21.5%	17.1%	21.2%	19.0%	16.6%
折旧与摊销	670	846	108	153	197	ROIC	27.6%	21.6%	20.9%	15.7%	13.6%
经营活动现金流	2303	1875	4972	7759	7583	估值倍数					
投资活动现金流	-1380	-1940	-1100	-1000	-700	PE	15.0	25.1	14.5	12.2	10.9
融资活动的现金流	-340	706	3356	7470	4792	P/S	1.0	1.5	1.4	1.1	0.9
现金净变动	583	642	7228	14230	11675	P/B	3.2	4.3	3.1	2.3	1.8
期初现金余额	2134	2716	5864	14794	29024	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	2717	3357	13092	29024	40699	EV/EBITDA	7.4	11.5	8.2	5.9	4.4

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河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。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908