

潍柴重机(000880.SZ)

大功率中速机助力未来三年发展

——潍柴重机调研报告

姓名 李强

86-10-58362766

liqiang@bhq.com

投资要点:

● 中速机需求旺盛

09年以来,由于危机后钢材中厚板价格的大幅下降,导致渔船、内河运输船等中小船舶建造成本大降,因此建造热情高涨,导致中小功率中速船用柴油机需求旺盛。公司现有中速机主要为160、170系列和重庆潍柴CW200系列,160系列功率范围为90-255KW,170系列为258-601KW,均属于偏小功率中速机,公司该市场的占有率在90%以上;CW200系列功率范围为450-1632KW,属于偏大功率中速机,今年需求同样旺盛。

● 大功率中速机项目

08年公司于德国MAN签订生产27/38和32/40系列,并可兼顾生产40/54系列中速机的生产许可证,项目达产目标为年产27/38系列柴油机100台,32/40系列柴油机200台,计划年增销售收入25.6亿,利润总额2.10亿,净利润1.57亿。该项目的实施将使公司现有收入规模和净利润规模翻番,未来三年年均增速在25%左右。

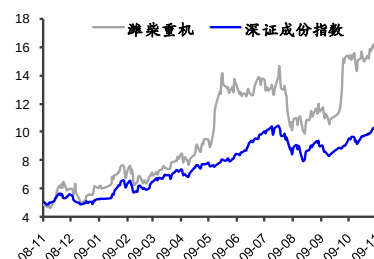
● 大功率中速机下游

公司大功率中速机主要应用于近海运输船舶、大型捕捞船舶等以及远洋船舶的发电机组。由于近海和大型捕捞船与BDI、远洋船舶相关度偏小,因此公司此项目主要受国内经济增长的影响。而且船机从来就是稀缺产品,国内生产商均是采用生产许可证生产,而且船舶振兴规划鼓励中速机产能扩张,因此公司大功率中速机的发展还是可以期待的。

● 盈利预测与估值

我们预计公司09-11年EPS分别为0.53元、0.70元和0.90元,对应PE分别为30X、23X、17.5X,给予公司“买入”的投资评级。

评级: 买入
上次评级:
目标价格: ¥26元
上次预测: ¥
当前价格: ¥15.66
2009.12.07



公司简介

公司是中小功率中速船用柴油机的龙头企业,市场占有率达90%以上;与德国MAN签订大功率中速机生产许可证,未来三年公司进入快速发展期。

首次关注

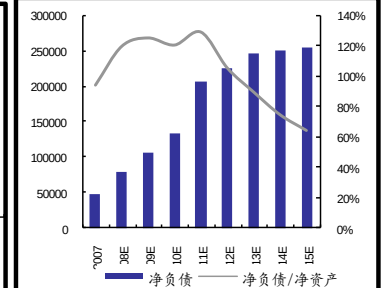
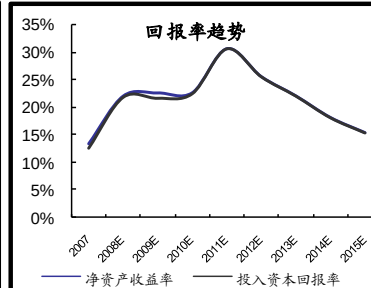
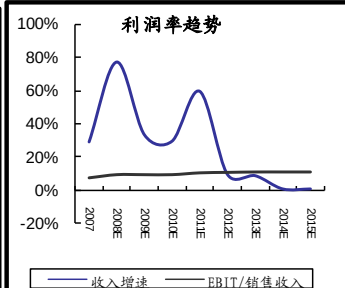
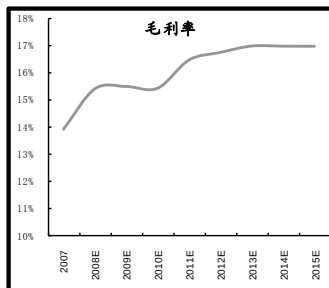
财务摘要(百万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入	917	1,181	2,090	2,780	3,593
(+/-)%	2156%	29%	77%	33%	29%
经营利润(EBIT)	76	85	188	250	324
(+/-)%	-305%	12%	122%	33%	29%
净利润	54	69	146	193	250
(+/-)%	95%	28%	111%	32%	29%
每股净收益(元)	0.20	0.25	0.53	0.70	0.90
利润率和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
销售毛利率(%)	14.00%	13.90%	15.40%	15.49%	15.42%
ROE(%)	12.08%	13.37%	22.03%	22.52%	22.56%
ROIC(%)	11.79%	12.64%	21.85%	8.22%	16.75%
PE	80.65	63.12	29.87	22.64	17.50
PB	9.74	8.44	6.58	5.10	3.95
EV/EBITDA	41.24	37.87	18.12	17.85	10.50

资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	253	293	472	556	850	营业收入	917	1181	2090	2780	3593
应收票据	21	25	45	59	77	营业成本	789	1017	1768	2350	3039
应收账款	5	1	1	1	2	营业税金及附加	3	4	8	13	14
预付款项	7	1	54	125	216	销售费用	10	14	25	34	43
其他应收款	0	1	2	2	3	管理费用	39	61	100	133	172
存货	122	183	318	423	528	财务费用	-1	-4	-1	-1	-2
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	160	280	362	496	564	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	10	66	117	189	135	汇兑收益	0	0	0	0	0
工程物资	0	0	0	0	0	营业利润	77	89	190	252	326
无形资产	64	96	86	77	67	营业外收支净额	0	1	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0	税前利润	78	90	190	252	326
资产总计	720	1003	1457	1929	2442	减：所得税	23	21	44	58	75
短期借款	0	0	0	32	0	净利润	54	69	146	194	251
应付票据						归属于母公司的净					
应付账款	104	147	255	339	439	利润	54	69	146	194	251
预收款项	119	263	452	600	776	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	13	36	47	61	79	基本每股收益	0.20	0.25	0.53	0.70	0.91
应交税费	21	9	9	9	9	稀释每股收益	0.20	0.25	0.53	0.70	0.91
其他应付款	4	1	1	1	1	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
其他流动负债	11	29	29	29	29	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营收增长率	2155.7%	28.8%	77.0%	33.0%	29.2%
预计负债	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	-305.3%	12.1%	121.8%	32.9%	29.4%
负债合计	271	486	793	1072	1333	净利润增长率	95.0%	27.8%	111.4%	32.5%	29.5%
股东权益合计	448	518	664	858	1109	盈利性					
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	销售毛利率	14.0%	13.9%	15.4%	15.5%	15.4%
净利润	54	69	146	194	251	销售净利率	5.9%	5.9%	7.0%	7.0%	7.0%
折旧与摊销	24	23	45	64	77	ROE	12.1%	13.4%	22.0%	22.6%	22.6%
经营活动现金流	220	163	345	312	405	ROIC	11.79%	12.64%	21.85%	21.67%	22.50%
投资活动现金流	-1	-193	-167	-261	-81	估值倍数					
融资活动现金流	0	0	1	33	-30	PE	80.7	63.1	29.9	22.5	17.4
现金净变动	219	-30	179	84	294	P/S	4.8	3.7	2.1	1.6	1.2
期初现金余额	34	253	293	472	556	P/B	9.7	8.4	6.6	5.1	3.9
期末现金余额	253	223	472	556	850	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						EV/EBITDA	41.2	37.9	16.7	12.2	8.8

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	8497.6	18846.5	25048.1	32401.9	57567.4	64517.7	71468.7	71786.9	72011.4	72254.2	72521.4
所得税	1957.3	4341.1	5769.5	7463.4	8635.1	9677.7	10720.3	10768.0	10801.7	10838.1	10878.2
NOPLAT	5285.0	6540.3	14505.4	19278.6	24938.5	48932.3	54840.1	60748.4	61018.9	61209.7	61416.1
营运资金净变动	13501.5	15837.9	9841.6	5563.9	7881.3	20835.8	-4176.4	-5068.9	-12769.6	-13593.7	-13082.0
资本支出	-17678.7	-16729.0	-26133.0	-8138.0	-5000.0	-4000.0	-4000.0	-4000.0	-4000.0	-4000.0	-4000.0
自由现金流	6963.3	12111.2	5092.4	32416.4	73428.6	55987.1	61534.4	54569.9	54369.6	55504.1	56073.2

WACC	8.2%	Ke	10.9%
永续增长率	1%	Kd	5.8%
终值	27337.3	t	25%
企业价值	733798.5	Rf	3%
非核心资产价值	76530.3	E(Rm)	0.105
债务价值	0.00	Rm - Rf	8%
股权价值	733798.5	D/A	0.0%
股本	27610.05	E/A	100.0%
每股价值	26.577223	Beta	1.04

估值		g				
		0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
WACC	6.74%	30.24	31.57	33.14	35.01	37.27
	7.24%	28.22	29.32	30.60	32.10	33.89
	7.74%	26.46	27.38	28.44	29.66	31.10
	8.24%	24.92	25.69	26.58	27.59	28.77
	8.74%	23.56	24.22	24.96	25.81	26.78
	9.24%	22.35	22.91	23.54	24.26	25.07
	9.74%	21.27	21.75	22.29	22.90	23.58



2010 年一季度现有中速机业务依然需求旺盛

潍柴重机主导产品是船用中小功率中速机，08 年该业务占比为 39%，另外还有发电机组 32%，配件业务 20%，以及材料和其他收入 9%。

09 年以来，由于危机后钢材中厚板价格的大幅下降，导致渔船、内河运输船等中小船舶建造成本大降，因此建造热情高涨，导致中小功率中速船用柴油机需求旺盛。公司现有中速机主要为 160、170 系列和重庆潍柴 CW200 系列，160 系列功率范围为 90-255KW，170 系列为 258-601KW，均属于偏小功率中速机，公司该市场的占有率在 90%以上；CW200 系列功率范围为 450-1632KW，属于偏大功率中速机，今年需求同样旺盛。

2009 年由于中速机需求旺盛，公司收入将增长 80%左右，净利润增速保守预计将在 120%左右，净利润增速远高于收入增速的主要原因是毛利率的增长，即钢材等原材料成本的下降以及产品结构中 CW200 等较大功率产品的增加。

图 1：潍柴重机 08 年业务构成

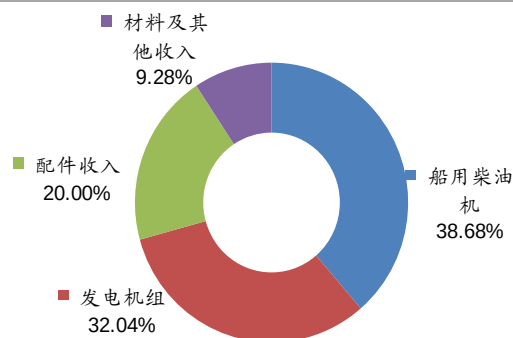
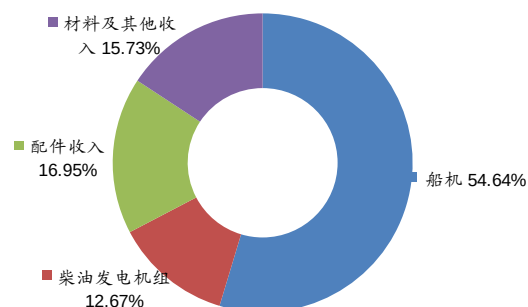


图 2：公司 09 年业务构成预测



数据来源：公司公告、渤海证券研究所

数据来源：渤海证券研究所

根据公司预计，中速机这种需求旺盛的情况至少可以持续到 2010 年的二季度，暂时还对该业务持乐观态度。

大功率中速机值得期待

08 年公司于德国 MAN 签订生产 27/38 和 32/40 系列，并可兼顾生产 40/54 系列中速机的生产许可证，项目达产目标为年产 27/38 系列柴油机 100 台，32/40 系列柴油机 200 台，计划年增销售收入 25.6 亿，利润总额 2.10 亿，净利润 1.57 亿。该项目的实施将使公司现有收入规模和净利润规模翻番，未来三年年均增速在 25%左右。

对于生产许可证费用的估计

根据中国重工招股书中披露的关于生产许可证费用的内容,我们大致推算生产许可证费用占收入的比例为 7-10%左右,而大功率中速机产品的净利率率大致在 10%左右。

表: 中国重工生产许可证费用

	收入(万元)	占比	净利润	占比	净利率	生产许可证费用	占收入比例
大连船机	255,395.55	15.59%	18,618.23	14.82%	7.29%	29930	11.72%
宜昌船柴	144,507.01	8.82%	14,214.33	11.31%	9.84%	9048	6.26%
陕柴重工	140,893.16	8.60%	13,910.83	11.07%	9.87%		
武汉船机	262,904.91	16.05%	20,580.32	16.38%	7.83%	598	0.23%

数据来源: 中国重工招股书、渤海证券研究所

表: 陕柴重工和德国 MAN 签订的许可合同

甲方	乙方	许可合同编号	许可合同名称	许可费用金额	许可合同签订日期	许可证技术及许可的主要内容
许可方: 德国MAN B&W Diesel Aktiengesellschaft, Federal Republic of Germany	被许可方: 陕柴重工、中国船舶工业海外国际贸易公司(陕柴重工的代理方)	04DEB JY137 C-SOC 001	许可合同	初始费: 每类柴油机支付30,000欧元。	2004 年 1 月 16 日	1、许可的技术: 生产被许可的引擎技术, 被许可的引擎为L16/24、L21/31、L27/38、L32/40系列柴油机; 2、许可方式: 非独享; 3、许可范围及内容: 一、被许可人享有非独享的权利去使用与被许可生产的引擎相关的秘密技术、专利和商标, 从而在中华人民共和国境内生产、销售、提供运输和安装被许可生产的引擎, 以及在吉尔吉斯斯坦、蒙古、塔吉克斯坦、北朝鲜销售、提供运输和安装被许可生产的引擎; 二、生产、销售和提供被许可生产的引擎的备件。

资料来源: 中国重工招股书、渤海证券研究所

对于国内引进的中速机的生产许可, 大部分是德国 MAN 和瑞士瓦锡兰的生产许可证。瑞士瓦锡兰是当今世界中速机市场的绝对领导企业, 占有的市场份额早已经在 50%以上。德国 MAN 的优势在于: MAN B&W 是最早提出船用推进装置成套供应销售新概念的柴油机厂商, 专门为 L27/38 配套设计 MGS 系列齿轮箱, 减速比为 2.8-5.6 具有 PTO、PTI 装置, 目标是使其成为这一功能范围内的最佳推进装置。

表：瓦锡兰、德国 MAN 技术和市场份额

领军企业	国家	主要产品及特点	市场份额
Wartsila	芬兰	缸径从 200-640mm，缸径 260mm 及以下的中速机绝大部分用作电站动力，缸径 320mm 及以上的中速机大部分用于推进主动力	1998 年 Wartsila 中速机市场份额为 29.9%，为第一位。 1999-2003 年上升到 53.27%。此后，当时占中速机市场第四位的 Sulzer 公司并入了 Wartsila，使 Wartsila 中速机的市场插上了腾飞的翅膀。
MAN B&W	德国	MAN B&W 中速机是德国 MAN 公司与丹麦 B&W 公司合并后成立的 MAN B&W 公司的拳头产品，该中速机具有结构紧凑、部件少、安装简易、维护保养方便和经济良好等特点。MAN B&W 是最早提出船用推进装置成套供应销售新概念的柴油机厂商。MAN B&W 在开发新的 L27/38 中速机时就引入了成套供应新概念，专门为 L27/38 配套设计 MGS 系列齿轮箱，减速比为 2.8-5.6 具有 PTO、PTI 装置，目标是使其成为这一功能范围内的最佳推进装置。	至 1996 年 MAN B&W 中速机的市场份额已达 19.2%，位居榜首。后来 Wartsila 中速机的迅速崛起才是使 1998 年后 MAN B&W 中速机退居第二、第三位。

数据来源：渤海证券研究所

国内中速机生产厂商主要是陕柴、镇柴、以及安庆等企业。陕柴市场份额最大，其大功率中速机市场份额在 50%以上，截止到 2009 年上半年，其中速机订单已达 970 台，订单已经安排到 2011 年；通过中国重工募集资金，陕柴扩产后将达到年产动力中速机 200 太，船用辅机 400 台的产能。

表：国内相关竞争厂商

国内厂商	技术引进	市场份额
陕西柴油机厂	德国 MAN、日本大发等	2008 年陕柴收入为 14.09 亿元，净利润 1.39 亿元，产量为 338 台/68.6 万千瓦；2009 年上半年收入为 7.47 亿元，净利润 4788 万元，产量为 309 台/45.5 万千瓦。目前公司手持订单达到了 970/209.3。陕柴扩产项目主要产品为船用中速柴油机，其中主机拟选择 20PA6B 型柴油机，单机功率 4,860 千瓦；辅机拟选择 MAN7L21/31 型柴油机，单机功率 1,400 千瓦。本项目建设完成后，建设单位陕柴重工将达到年产中速柴油机 200 台（以 9L32/40 型柴油机为纲领机型当量折算）的生产能力，总功率达到 90 万千瓦，船用辅机 400 台/套，铸件 15,000 吨的生产能力。
镇江船用柴油机厂	德国 MAN	截至 2008 年 11 月 30 日，今年镇江中船设备有限公司的船用中速柴油机产量达到了 411 台。在全国船用中速柴油机行业内，该公司首家实现了年造机量超 400 台。今年前三季度，镇江中设生产计划完成率超过 100%，1-9 月造机量超过了去年全年水平。截至 11 月末，镇江中设今年的造机量同比增长 45.7%，刷新了行业纪录，其自身生产能力、技术水平在行业内继续保持领先。在全国船用中速柴油机行业内，该公司于 2002 年创造了年产量首破 100 台的纪录，之后，又分别于 2005 年、2007 年创造了年产量首破 200 台、300 台的纪录。
上海新中动力厂		
广州柴油机厂		
淄博柴油机厂		
安庆船用柴油机场		
宁波中策		
无锡市安泰动力机械有限公司		

数据来源：渤海证券研究所

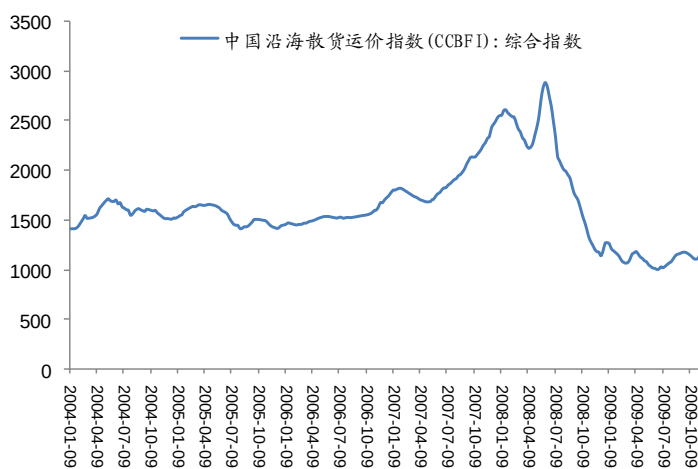
请务必阅读正文之后的免责条款部分

6 of 12

大功率中速机主要应用于近海运输船舶、大型捕捞船舶等以及远洋船舶的发电机组。由于近海和大型捕捞船与 BDI、远洋船舶相关度偏小，因此公司此项目主要受国内经济增长的影响。

从沿海散货运价指数可以看出，由于国内经济增长的乐观预期，我国沿海散货运价指数自 10 月底以来的一个多月时间上涨幅度超过了 60%。因此可以预见国内沿海散货运输需求依然十分旺盛，对于应用于沿海及内河运输船舶动力的大功率柴油机的前景我们应该持乐观的态度。

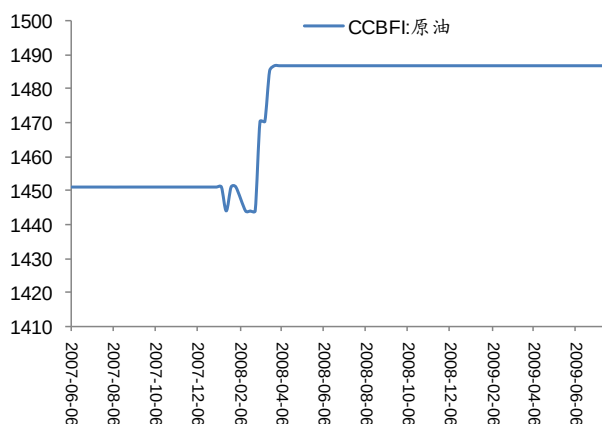
图 3: 一个月时间，沿海运价指数暴涨 60%以上



数据来源: wind、渤海证券研究所

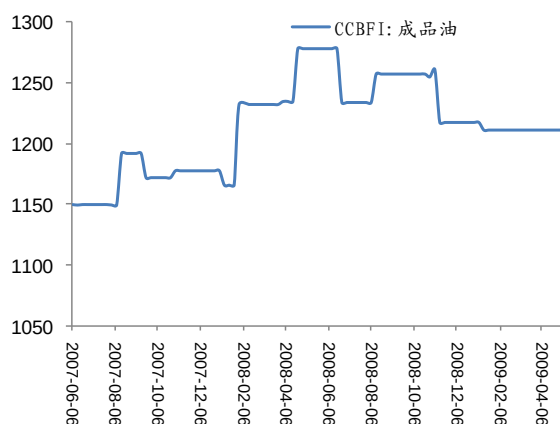
而中国所缺少的原油和成品油沿海运价指数受危机的影响很小，原油运价自 08 年 4 月以来就维持不变；成品油运价只是比最高点跌去了 5% 左右。

图 4: 原油运价维持不变



数据来源: wind、渤海证券研究所

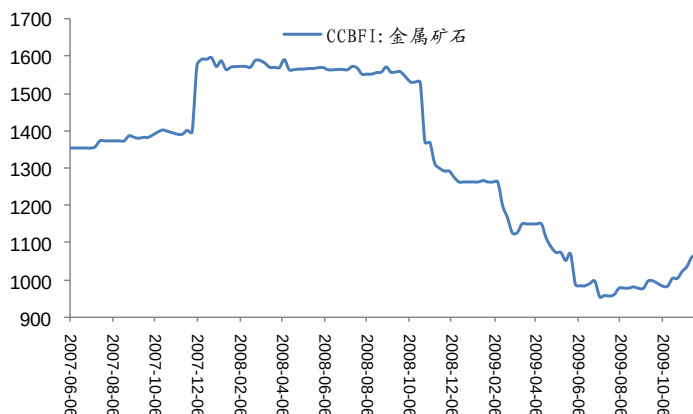
图 5: 成品油运价保持稳定



数据来源: wind、渤海证券研究所

受影响最大的就是金属矿石运价，最低点较最高点跌去了 40%，后虽有反弹，但依然在底部徘徊，据最高点的距离依然有 35%。

图 6: 金属矿石运价跌幅惨重

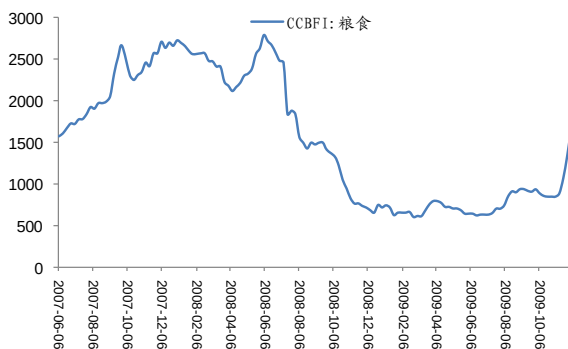


数据来源: wind、渤海证券研究所

对于粮食运价来讲，这一个月涨幅要远远超过综合运价指数，从 10 月 28 日到 12 月 2 日，短短一个月时间，竟然涨幅接近一倍。

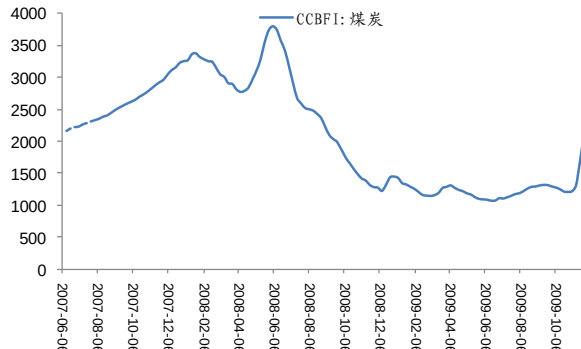
煤炭运价也是远远超过综合运价指数，近一个月时间涨幅也达到了 88%。

图 7: 粮食运价涨幅接近一倍



数据来源: wind、渤海证券研究所

图 8: 煤炭运价涨幅接近 90%



数据来源: wind、渤海证券研究所

从沿海运价指数可以看出，2010 年中国经济发展依然迅速，需求依然旺盛，尤其是对资源品的需求依然旺盛，因此沿海的散货运输前景非常看好，这也构成了对沿海散货运输船舶的需求，即对大功率中速机的需求。

2010 年业绩粗算

由于公司对现有中速机业务的判断是至少可以持续到 2010 年一季度结束，因此我们可请务必阅读正文之后的免责条款部分

以对中速机业务板块 2010 年的增速保守假设为 10%（可能基本与 GDP 增速持平）；而发电机组业务板块由于 09 年的萎缩（09 年该业务增速基本上为-50%），我们也很保守的预计该板块 2010 年增速为 10%，公司另外的配件、材料及其他收入我们假设 0% 增长。

公司 2010 年新增业务为大功率中速机，预计产销量规模为 40 台，根据公司假设的每台 1000 万元的价格，则此业务 2010 年公司大功率中速机将贡献 4 亿元，按照 10% 的净利率，则是 4000 万元的净利润。

如上假设，公司 2010 年收入、净利润增速将达到 26%，收入规模超过 26 亿，净利润达到 1.85 亿。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15% ~ 15%之间；
- 3、卖出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、增持：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、减持：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，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“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

交通运输行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

煤炭行业研究
张顺
+86 22 2845 1625

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

石化行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

有色行业（贵金属、铅锌、铜）
研究
靳海明
+86 10 5836 2778

医药行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

金融行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

汽车、航空制造行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

IT 行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2156

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2159

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与衍生产品研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

产品设计和可转债研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

金融策略与创新、证券理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

博士后工作站:

资产证券化研究
刘惠杰博士
+86 22 2845 1632

私募股权基金研究
黄亚玲博士
+86 22 2836 5293

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水道西道八号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn