

## 双引擎驱动盈利高增长

我们于 2 月 25 日到公司进行了调研，就市场关心的一些问题和公司管理层进行了交流。主要研究结论如下。

## 研究结论

- **2010 年上半年的产品销量有望再创历史新高。**目前，公司的下游产品重卡整车和工程机械产品的销售形势非常火爆，公司的发动机、变速箱产品产能无法满足快速爆发的市场需求。根据我们的保守预计，10 年 1 季度的发动机产品销量将超过 12.5 万台，变速箱产品销量将达到 18 万台。根据目前重卡整车和工程机械产品的订单情况，我们预计 10 年上半年，公司的发动机产品销量将达到 27 万台，变速箱产品销量将达到 36 万台。
- **产品销售结构持续向好。**受计重收费、治理超载、养路费取消等政策的影响，公路货运行业的运营模式发生了显著的变化，公路货运行业不再靠超载来实现较高的盈利水平，转而追求较高的运营效率；燃油成本在公路货运行业中的成本构成中的比重进一步提高。上述因素驱动公路货运行业有足够的动力使用大马力、高速重载、轻量化、节油的整车产品，重卡产品的需求继续朝着高端化的方向发展。由于公司的大马力发动机、更多档位变速箱组成的动力总成较好的迎合了公路货运行业的需求，并且具有垄断优势，因此，公司的 12L 发动机、12 档/16 档变速箱的销量比重将在 2010 年进一步提高，预计 12L 发动机的销量比重将达到 20%，12 档/16 档变速箱的销量比重将超过 30%，高端产品销量占比的显著提升，有利于提高公司产品的综合毛利水平。
- **公司在大马力发动机市场上的垄断地位预计将进一步得到提高。**公司本身的发动机产品排量集中在 12L 及以下。公司 09 年收购法国博杜安公司，获得该公司的产品、技术及品牌。该公司的产品以 16L 及以上高端、大功率柴油发动机为主。通过本次收购，将使公司的发动机产品进一步向更大排量、更高端的方向发展，为满足未来的产品需求做好了良好的产品储备，为公司的可持续发展奠定了良好的基础。
- **发动机产品线向中小排量延伸，间接提升公司的盈利水平。**在大马力发动机产品市场上站稳了龙头地位以后，公司的发动机产品线延伸到 5~7L 和 2~4L 中小功率发动机产品市场，尽管中小功率发动机的毛利水平较低，但是可以为公司规避市场风险，并进一步大幅度提升公司的产销规模，这将进一步降低公司原材料的采购成本，间接提升公司的盈利水平。
- **投资评级。**考虑到 2010 年公司下游产品市场的景气程度以及公司产品良好的市场表现，我们上调公司的盈利预测，预计 09 年、10 年公司每股净收益 4.10 元、5.30 元，对应 09 年、10 年 P/E 水平为 16.54 倍、12.79 倍，对应 09 年、10 年 P/B 水平为 4.81 倍、3.53 倍，继续维持对公司买入的投资评级。
- **风险因素。**国内投资和消费增速在 2010 年下半年显著放缓。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。



东方证券  
ORIENT SECURITIES

秦绪文

汽车行业高级分析师

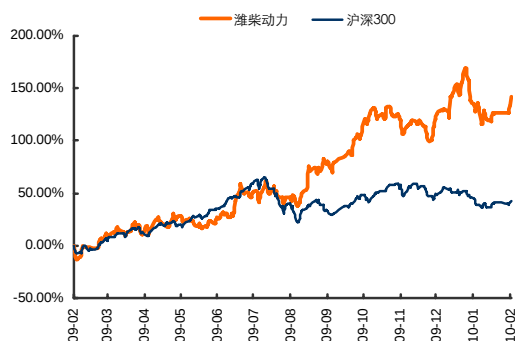
8621-63325888 x 6097

qinxuwen@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 2 月 25 日) 67.80 元  
目标价格 (6 个月) 90.00 元  
总股本/A 股 (万股) 83305/63064  
A 股市值 (百万元) 56480  
国家/地区 中国  
行业 汽车及零部件  
报告日期 2010 年 2 月 25 日

## 股价表现



| 评价周期     | 1 个月   | 3 个月  | 12 个月  |
|----------|--------|-------|--------|
| 绝对表现 (%) | (1.58) | 29.87 | 141.39 |
| 相对表现 (%) | 3.83   | 28.25 | 98.51  |

资料来源: WIND

## 财务预测

单位: 百万元

| 主要财务指标    | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 29261 | 33128 | 34653 | 41584 |
| 同比 (%)    | 313%  | 13%   | 5%    | 20%   |
| 归属母公司净利润  | 2019  | 1931  | 3415  | 4417  |
| 同比 (%)    | 173%  | -4%   | 77%   | 29%   |
| 毛利率 (%)   | 23.6% | 20.2% | 24.0% | 25.0% |
| ROE (%)   | 31.6% | 27.2% | 29.1% | 27.6% |
| 每股收益 (元)  | 3.88  | 2.32  | 4.10  | 5.30  |
| P/E       | 17.48 | 24.53 | 16.54 | 12.79 |
| P/B       | 5.53  | 6.68  | 4.81  | 3.53  |
| EV/EBITDA | 9.05  | 9.90  | 6.60  | 5.17  |

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

**附表：财务报表预测**

| 资产负债表          |             |             |              |              | 利润表             |             |             |              |              |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |             |             |              |              | 单位:百万元          |             |             |              |              |
| 会计年度           | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        | 会计年度            | 2007        | 2008        | 2009E        | 2010E        |
| <b>流动资产</b>    | 14477       | 19945       | 19385        | 26493        | <b>营业收入</b>     | 29261       | 33128       | 34653        | 41584        |
| 现金             | 2716        | 5864        | 3910         | 7694         | 营业成本            | 22352       | 26429       | 26336        | 31188        |
| 应收账款           | 1884        | 2934        | 2540         | 3014         | 营业税金及附加         | 128         | 134         | 152          | 183          |
| 其它应收款          | 264         | 391         | 693          | 832          | 营业费用            | 1537        | 1631        | 1570         | 1871         |
| 预付账款           | 1066        | 906         | 1144         | 1199         | 管理费用            | 1543        | 1624        | 1559         | 1830         |
| 存货             | 4323        | 5851        | 4975         | 5832         | 财务费用            | 236         | 286         | 185          | 222          |
| 其他             | 4224        | 3999        | 6123         | 7922         | 资产减值损失          | 151         | 372         | 267          | 320          |
| <b>非流动资产</b>   | 7945        | 9323        | 12987        | 12263        | 公允价值变动收益        | 0           | 0           | 0            | 0            |
| 长期投资           | 295         | 346         | 321          | 335          | 投资净收益           | -107        | -25         | 20           | 25           |
| 固定资产           | 5276        | 6034        | 7242         | 7961         | <b>营业利润</b>     | 3206        | 2626        | 4603         | 5995         |
| 无形资产           | 614         | 577         | 509          | 444          | 营业外收入           | 95          | 161         | 95           | 110          |
| 其他             | 1760        | 2365        | 4915         | 3524         | 营业外支出           | 23          | 46          | 21           | 54           |
| <b>资产总计</b>    | 22423       | 29268       | 32372        | 38757        | <b>利润总额</b>     | 3278        | 2741        | 4677         | 6051         |
| <b>流动负债</b>    | 12644       | 16720       | 13218        | 15052        | 所得税             | 480         | 329         | 702          | 908          |
| 短期借款           | 1158        | 1246        | 1580         | 1871         | <b>净利润</b>      | 2798        | 2412        | 3976         | 5143         |
| 应付账款           | 5470        | 6442        | 6057         | 7173         | 少数股东损益          | 779         | 480         | 561          | 726          |
| 其他             | 6017        | 9032        | 5581         | 6007         | <b>归属母公司净利润</b> | 2019        | 1931        | 3415         | 4417         |
| <b>非流动负债</b>   | 371         | 1221        | 1271         | 1571         | EBITDA          | 4111        | 3758        | 5634         | 7193         |
| 长期借款           | 241         | 772         | 1141         | 1441         | EPS (元)         | 3.88        | 2.32        | 4.10         | 5.30         |
| 其他             | 129         | 449         | 130          | 130          |                 |             |             |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 13015       | 17941       | 14489        | 16623        | <b>主要财务比率</b>   |             |             |              |              |
| 少数股东权益         | 3026        | 3329        | 4338         | 5065         | <b>会计年度</b>     | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> |
| 股本             | 521         | 833         | 833          | 833          | <b>成长能力</b>     |             |             |              |              |
| 资本公积           | 2376        | 1988        | 2063         | 2063         | 营业收入            | 312.7%      | 13.2%       | 4.6%         | 20.0%        |
| 留存收益           | 3488        | 5190        | 8838         | 13119        | 营业利润            | 260.4%      | -18.1%      | 75.3%        | 30.2%        |
| 归属母公司股东权益      | 6381        | 7998        | 11731        | 16011        | 归属于母公司净利润       | 172.5%      | -4.4%       | 76.8%        | 29.4%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 22423       | 29268       | 32372        | 38757        | <b>获利能力</b>     |             |             |              |              |
|                |             |             |              |              | 毛利率             | 23.6%       | 20.2%       | 24.0%        | 25.0%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |             |              |              | 净利率             | 6.9%        | 5.8%        | 9.9%         | 4.9%         |
| 单位:百万元         |             |             |              |              | ROE             | 31.6%       | 27.2%       | 29.1%        | 27.6%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2007</b> | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | ROIC            | 28.3%       | 21.9%       | 13.5%        | 12.9%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 2303        | 1875        | 4020         | 5072         | <b>偿债能力</b>     |             |             |              |              |
| 净利润            | 2798        | 2412        | 3976         | 5143         | 资产负债率           | 58.0%       | 53.7%       | 44.8%        | 42.9%        |
| 折旧摊销           | 670         | 846         | 846          | 976          | 净负债比率           |             |             |              |              |
| 财务费用           | 236         | 286         | 185          | 222          | 流动比率            | 1.14        | 1.24        | 1.47         | 1.76         |
| 投资损失           | 107         | -15         | -20          | -25          | 速动比率            | 0.79        | 0.88        | 1.07         | 1.35         |
| 营运资金变动         | -1576       | -3155       | -880         | -2050        | <b>营运能力</b>     |             |             |              |              |
| 其它             | 69          | 1501        | -86          | 805          | 总资产周转率          | 1.99        | 1.31        | 1.12         | 1.17         |
| <b>投资活动现金流</b> | -1380       | -1940       | -2140        | -1524        | 应收账款周转率         | 28          | 13          | 11           | 12           |
| 资本支出           | 1415        | 1683        | 2139         | 1535         | 应付账款周转率         | 8.17        | 4.60        | 4.32         | 4.71         |
| 长期投资           | -49         | 587         | 26           | 14           | <b>每股指标 (元)</b> |             |             |              |              |
| 其他             | -14         | 330         | 26           | 25           | 每股收益(最新摊薄)      | 2.42        | 2.32        | 4.10         | 5.30         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -340        | 706         | -1368        | 237          | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 2.76        | 2.25        | 4.83         | 6.09         |
| 短期借款           | 1158        | 1246        | -550         | 291          | 每股净资产(最新摊薄)     | 7.66        | 9.60        | 14.08        | 19.22        |
| 长期借款           | 241         | 772         | 400          | 300          | <b>估值比率</b>     |             |             |              |              |
| 普通股增加          | 191         | 312         | 0            | 0            | P/E             | 17.48       | 24.53       | 16.54        | 12.79        |
| 资本公积增加         | 2376        | -387        | 0            | 0            | P/B             | 5.53        | 6.68        | 4.81         | 3.53         |
| 其他             | -4305       | -1237       | -1218        | -354         | EV/EBITDA       | 9.05        | 9.90        | 6.60         | 5.17         |
| <b>现金净增加额</b>  | 582         | 641         | 512          | 3785         |                 |             |             |              |              |

数据来源：东方证券研究所

## 分析师承诺

**秦绪文：汽车行业高级分析师**

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## 投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
  - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
  - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
  - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
  - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
  - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

#### **免责声明**

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

---

#### **东方证券研究所**

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**王骏飞

**电话：**021-63325888\*1131

**传真：**021-63326786

**网址：**[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

**Email：**[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)