

分析师： 李兴 (8621) 68751760 lixing@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490207120119

联系人： 谭焜元 (8621) 68751760 kunyuan.tan@gmail.com

张乐 (8621) 68751760 hnzhangle@139.com

WP12 新产品推广决定未来发展

事件描述

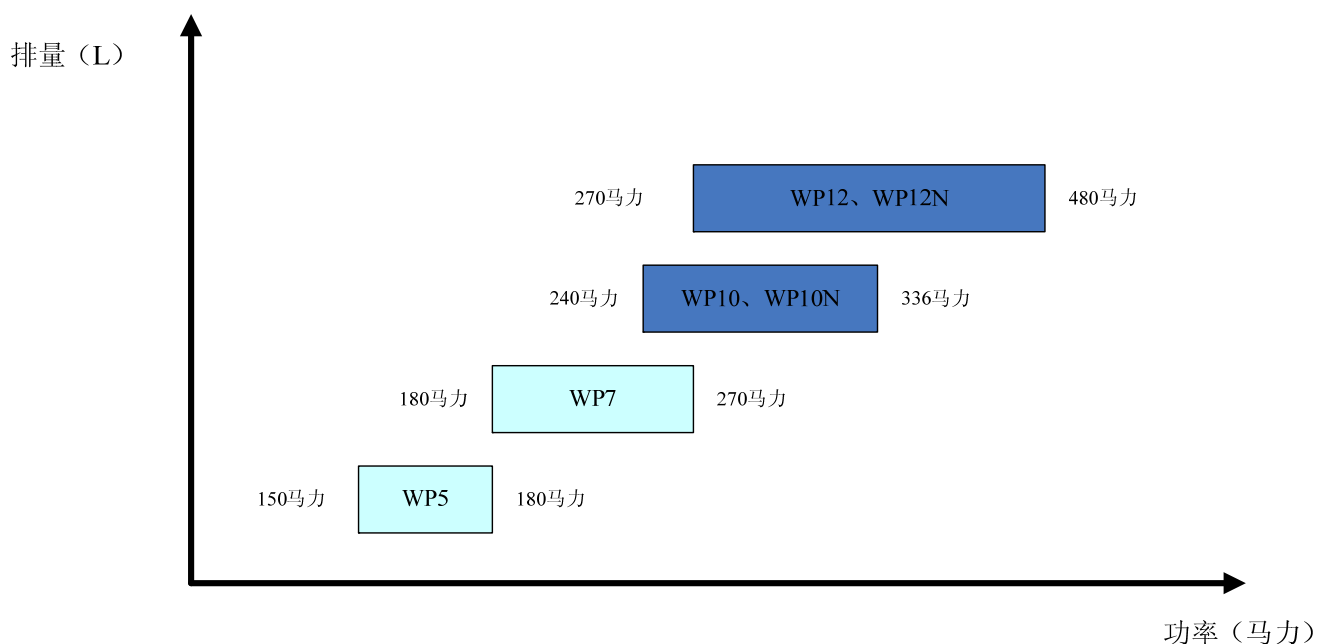
近日我们实地调研了潍柴动力，主要调研结论如下：

事件评论

第一，业务机构基本稳定，发动机产品线获得延伸。

公司合并报表销售收入结构为大致为发动机业务、重卡整车销售、变速箱业务各占 1/3，销售利润结构为发动机利润约占 70%，变速箱业务约占 20%，重卡整车销售约占 5%。今后母公司通过战略调整将产品机构从原有的排量 10L、12L 扩展到了覆盖 2L、3L、5L、7L、10L、12L 的全系列发动机。

图 1：公司现有产品型谱



资料来源：公司网站，长江证券研究部

具体举措主要有：

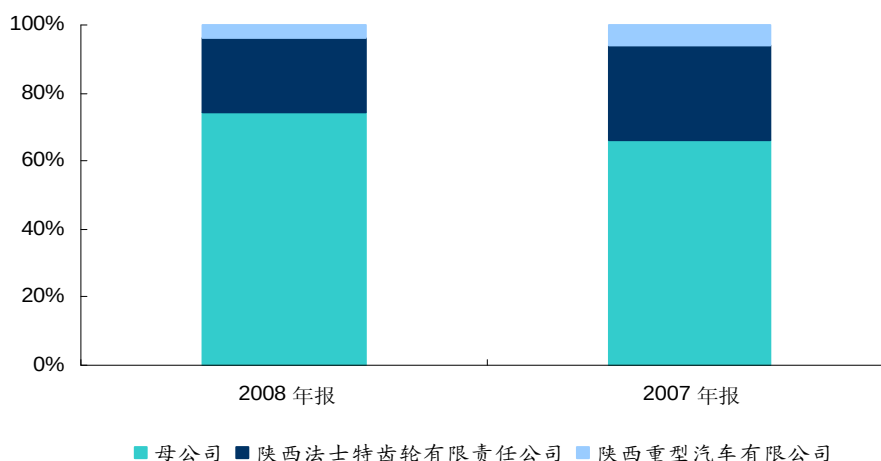
1、08 年年底由原 6105 型发动机扩缸后的新产品 WP5 和 WP7 产能已经到位，排量分别为 5L 和 7L。未来将主要应用于城市公交、挖掘机配套等，2010 年 WP5、WP7 的销量也将有所增加，公司打开了福田南方工程车等中卡企业的配套业务，在中卡市场预计今年将开始批量供货。

2、公司在 09 年年底以较低价格协议方式，控股 80%收购了扬柴的轻卡发动机资产，将形成 3L 发动机大约十多万台的年生产能力。该部分资产毛利率大约 10%，利润率大约在 1%-2%，09 年销售额大约为十多亿，利润几千万。

3、公司未来可能将以 1-2 亿的价格，通过技术协议引进的方式引进了意大利 VM 发动机，获得国 2 排放标准起步，升级潜力达到国 5 标准的 2.5L、2.8L 的 VM 发动机，未来预计将放在扬柴生产。2-3L 排量发动机将主要用于轻卡、轻客、工程机械、农用机械及出口业务等。

2009 年公司报表将体现收购的扬柴发动机业务，但由于协议签约时间较晚，且利润不多，对当年 EPS 增厚影响不大。公司基于保有量效应及技术升级需求的逻辑，对轻卡市场抱有较强信心。

图 2：公司近 2 年净利润构成



资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，订单旺盛，目前发动机业务销量主要取决于产能

1、发动机业务。

公司前 2 个月月订单在 6-7 万台，目前实际的月产能为 4 万-4 万 5，为了降低产能不足的影响，公司已安排 3 班生产，春节都未放假，我们估计今年一季度公司发动机销量将在 12-13 万。公司产能结构大致为新、老厂区大致年极限产能各 23 万左右，重庆工厂年产能在 4 万台。公司在去年月产能 3 万-3 万 6 的基础上提升的原因主要在于通过流程再造、技术改进，不过，现有生产线产能短期已无进一步提升的可能。

我们也注意到，公司新厂区的二号工厂设计产能在 10 万台/年，按照柔性生产线设计，可共线生产 WP10、WP12 国 3、国 4、国 5 产品，当前已经开始小批试生产，预计二号工厂产能将在调试完毕后于 2010 年逐步完成释放，若产能释放赶上旺季，公司产销量可能会超市场预期。

2、变速箱业务

法士特变速箱占据了我国重卡变速箱市场的 70%-80% 左右的市场份额，为该领域的绝对王者。除去配套中国重汽大约 1/3 的产品之外，在其他重卡主要厂商多数车型都有配置，其订单增速与重卡行业增速基本相当。近期在完成产

品结构调整后，将开始开拓客车、中卡配套市场，2009 年产能大致在 60 万台/年，2010 年实际产能可达到 8-9 万台/月，对应年产能大致在 100 万台。

3、重卡业务

陕汽在 09 年销售约 6.75 万辆的情况下今年目标销量 10 万辆，在 10 年前两个月分享行业景气度高企的情景，分别销售了 8595 和 8007 辆，同时目前设计产能为 10 万台/年，若行业景气持续，有望获取超过 15%以上增速。

第三，公司与 OEM 厂商配套关系中期无忧，WP12 新产品推广是看点

我们认为，配套业务是否稳定取决于两点，1) 产品是否满足下游行业的现有配套及未来发展；2) 下游厂商自建发动机资源的成本与收益。

1、工程机械配套业务

公司目前主要给工程机械的 50 装载机配套，50 装载机市场现有的主流动力为公司的 10L 增压发动机，为了满足行业对低油耗产品的需求，公司已在原 2200 转 WD615 发动机基础上开发了 1900 转增压产品，有效降低了油耗、提升可靠性，有可能成为下一代 50 装载机的主流技术方案。此外，公司延伸发动机产品线后，将可以更好的满足工程机械厂商对动力的不同需求，提高双方的战略契合度，有助于双方降低沟通成本。

从交易费用角度来看，公司自世纪之交进入工程机械配套领域以来，主要的策略是做大规模，通过客户群体的部分重合形成与重卡自卸车的协同效应。由于大功率发动机技术门槛高，同时对规模效应要求严格，盈亏平衡点至少在 3-5 万台，工程机械厂商自建发动机吸引力不足。

2、重卡配套业务

公司的 10L、12L 发动机是目前重卡的黄金排量，可满足主要配套厂商福田欧曼、陕汽、北奔等公司的需求。公司产品保有量大、原有产能固定资产投资摊销基本完成、用户熟悉、配件易得，这些都是公司有效抵御其他发动机厂商竞争的有利武器。

09 年公司产品以排量为 10L 及 12L 的 WP10、WP12 为主，其中 WP12 大约 5%，我们判断，公司目前产能紧张的现状将有助于公司进一步加大 4 气门 WP12 发动机 336 马力以上产品的推广，若市场推广顺利，该机型预计 2010 年销量可能达到 2.5-3.5 万台，同比增长超 100%，该产品在增厚公司 EPS 的同时，更重要的是会在 2010 年基本完成市场的培育，成为未来潍柴动力在牵引车市场与 WP12 同等重要的主要产品。

有别于市场对福田汽车与奔驰合作后将影响公司在福田配套的认识，我们认为，公司重卡外部配套的主要客户福田汽车引进的 OM457 发动机排量虽然排量与 WP12 相当，但由于成本较高，将主要配套在牵引车和部分专用车上，定位于海外市场，而针对国内市场的产品将仍以潍柴动力为主。

第四，产品技术含量较高，成本端压力不大

1、公司发动机业务成本结构

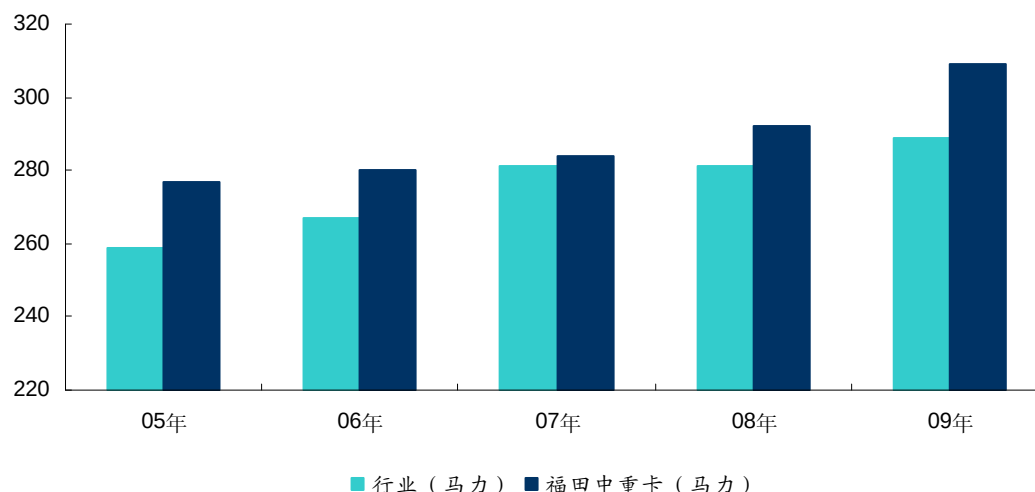
公司 WP10 发动机净质量大约在 1 吨左右，生铁、钢材等原材料的采购成本大约相当于发动机总成本的 10-13%，外协件采购成本在 75%-78%，制造费用大约在 10%左右。相对来说，钢材等原材料成本的上涨主要通过外协件间接对公司产生影响，而外协件除共轨系统外，公司依托自身行业地位和供货商的完全竞争行业属性，具有较强的议价能力，能够较大程度上转嫁原材料上涨的压力。

2、产品结构升级是公司抵御成本上升的主要手段

发动机是汽车技术含量最高的总成件，尤其是大马力、排放标准较高的产品。不过，有别于市场的普遍认识，我们认为，公司发动机产品不是利用对 OEM 厂商的议价优势，通过涨价来转嫁成本上升。而在于公司拥有对技术含量较高

的符合新排放法规要求的新产品、大马力产品较强的定价权，随着行业排放标准的提升、动力升级的趋势愈加明显，使得公司可以通过毛利更高产品的销售实现较高的盈利水平。

图 3：公司重卡主要配套伙伴福田汽车动力升级趋势明显



资料来源：长江证券研究部

第五，业绩弹性取决于重卡发动机配套

1、业绩来源

从公司利润来源看，发动机的利润约占公司利润的 70%，而发动机的利润又基本来自重卡配套。

2、业绩弹性的三个关键要素及预测

有别于市场普遍的认识，根据我们对市场的调研，我们判断公司重卡配套发动机的毛利约占 85-90%。重卡发动机配套利润的弹性主要来自于以下三个方面：

- 1) 重卡行业销量的增加导致公司产品销量的跟随性增长；
- 2) 重卡行业动力升级导致公司适配目标市场比重增多带来的结构性增长机会；
- 3) 随着排放法规升级、动力升级，对公司高毛利产品需求增多的弹性。

我们判断 2010 年重卡总体销量同比增速大致在 10%-15%，目标市场容量结构性增加 3-5%，产品售价上升大约在 3%-4%。因此，公司的 EPS 增速相对重卡上市公司主要依赖行业销量增长而言要有更高的弹性。

第六，估值与建议

公司是重型柴油机行业龙头企业，受益于受国内经济持续复苏、重卡行业功率及排放升级带来的附加值提升，在暂不考虑小柴项目的影响下，我们预计公司09年10年EPS分别为4.15元，5.40元，当前股价 63.90元，对应PE分别为15.4倍和11.8倍，首次给予“谨慎推荐”投资评级。投资风险主要在于重卡行业景气度的大幅下滑、公司新12L发动机推广进度过慢、关键重卡厂商配套关系的转变带来的不确定性。

表 2: 关键假设

		2007A	2008A	2009E	2010E
发动机小计	销售收入	7,363,182,100	9,414,148,200	11,100,161,933	14,080,038,052
	发动机销量	244,886	295,717	314,000	382,150
	毛利率	33.06%	25.63%	34.5%	33.9%
重卡配套	重卡配套	151,370	197,351	220,000	264,000
	YOY		30.38%	11%	20%
	毛利率	42%	31%	40%	40%
工程配套	销售收入	4,238,352,300	6,217,780,900	7,890,161,933	10,185,538,052
	工程配套	85,070	88,302	81,000	93,150
	YOY		3.80%	-8%	15%
其他配套	毛利率	17%	14%	18%	15%
	销售收入	2,577,621,000	2,649,060,000	2,430,000,000	2,794,500,000
	其他配套	8,446	10,064	13,000	25,000
重卡销售	YOY		19.16%	29%	92%
	毛利率	35%	25%	30%	25%
	销售收入	547,208,800	547,307,300	780,000,000	1,100,000,000
其他汽车零 部件	重卡销量	60,020	64,105	67,310	74,041
	YOY		20.43%	5%	10%
	单车均价	246836	278311	278311	278311
其他	销售收入	14,815,113,100	17,841,108,000	18,733,163,400	20,606,479,740
	销售收入	2,936,356,300	3,870,122,400	4,450,640,760	5,340,768,912
	YOY		31.80%	15%	20%
毛利率	其他销量				
	YOY		-76.06%	0%	0%
	销售收入	2,295,105,800	549,399,900	549,399,900	549,399,900
其他汽车零 部件	整车及总成	22.98%	18.55%	20.0%	19.0%
	发动机	33.06%	25.63%	34.5%	33.9%
	其他汽车零 部件	24.12%	20.27%	21.0%	23.0%
其他	其他	11.73%	6.51%	6.5%	6.5%
	收入	27,409,757,300	31,674,778,500	34,833,365,993	40,576,686,604
	YOY		15.56%	10.0%	16.5%
	毛利率	23.61%	20.22%	24.5%	24.5%
	毛利	6,816,246,043	6,542,611,462	8,544,443,006	9,947,709,215

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	33128	36441	42453	46826	货币资金	5864	1797	2271	2492
营业成本	26429	27513	32052	35213	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	6699	8928	10401	11613	应收账款	3326	1197	1394	1538
% 营业收入	20.2%	24.5%	24.5%	24.8%	存货	5851	1724	2009	2207
营业税金及附加	134	148	172	190	预付账款	906	410	478	525
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	1631	1640	1783	2107	流动资产合计	19945	5678	6792	7467
% 营业收入	4.9%	4.5%	4.2%	4.5%	可供出售金融资产	97	97	97	97
管理费用	1624	2478	2165	2669	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	6.8%	5.1%	5.7%	长期股权投资	346	346	346	346
财务费用	286	63	75	63	投资性房地产	87	87	87	87
% 营业收入	0.9%	0.2%	0.2%	0.1%	固定资产合计	7136	7235	7312	7268
资产减值损失	372	-62	27	20	无形资产	577	548	521	495
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	538	538	538	538
投资收益	-25	0	0	0	递延所得税资产	352	0	4	3
营业利润	2626	4671	6189	6574	其他非流动资产	190	390	590	790
% 营业收入	7.9%	12.8%	14.6%	14.0%	资产总计	29268	14919	16286	17091
营业外收支	115	10	10	10	短期贷款	1308	1222	1080	774
利润总额	2741	4681	6199	6584	应付款项	10628	6704	7810	8580
% 营业收入	8.3%	12.8%	14.6%	14.1%	预收账款	1053	583	679	749
所得税费用	329	609	868	1053	应付职工薪酬	421	246	287	315
净利润	2412	4073	5331	5530	应交税费	172	-185	-255	-305
归属于母公司所有者的净利润	1931.3	3445.3	4500.4	4648.1	其他流动负债	3138	630	717	796
少数股东损益	480	627	831	882	流动负债合计	16720	9200	10318	10909
EPS (元/股)	2.32	4.14	5.40	5.58	长期借款	772	772	772	772
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	47	0	0	0
经营活动现金流净额	1875	7974	6657	6736	其他非流动负债	402	462	522	582
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	17941	10434	11612	12264
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	7998	10926	14752	18702
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-1678	-764	-825	-768	股东权益	3329	3956	4787	5669
其他	-262	0	0	0	负债及股东权益	11326	14882	19538	24371
投资活动现金流净额	-1940	-764	-825	-768	基本指标	29268	25317	31150	36635
债券融资	0	0	0	0	EPS	2.318	4.136	5.402	5.580
股权融资	10	0	0	0	BVPS	9.60	13.12	17.71	22.45
银行贷款增加 (减少)	1143	774	-143	-306	PE	27.39	15.35	11.75	11.38
筹资成本	395	-580	-750	-761	PEG	0.81	0.45	0.35	0.33
其他	-842	0	0	0	PB	6.61	4.84	3.59	2.83
筹资活动现金流净额	706	194	-892	-1067	EV/EBITDA	13.25	9.78	7.46	6.95
现金净流量	642	7404	4940	4901	ROE	24.1%	31.5%	30.5%	24.9%

分析师介绍

李兴，长江证券行业研究员。

谭焜元，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。