

乘用车柴油机业务快速增长即将启动

研究结论

- **清洁柴油汽车是国家实现节能减排的有效突破口。**汽车是二氧化碳与空气污染物的排放大户，未来在汽车销量快速增长，新能源汽车普及尚待时日的背景下，急需一种成熟的技术以达到节能减排的迫切要求。清洁柴油汽车相比同排量的汽车，动力性能增加 20-30%，油耗与 CO₂ 却减少 20-30%，已被多数发达国家纳入汽车产业规划中。中国乘用车销量中柴油车的比例低于 1%，商用车尽管已广泛使用柴油机但远未达到节能环保的要求。如果未来清洁柴油汽车可以在中国广泛推广，将成为节能减排的有效突破口。
- **良好的燃油经济性使消费者乐于选购柴油乘用车。**对于消费者而言，使用清洁柴油机的汽车的综合经济性良好。特别是运用于具有营运性质的车辆，可大幅降低燃油成本。目前全国出租车、交叉型乘用车、MPV 和轻型客车等营运车辆的静态市场需求规模接近 400 万辆，我们认为，如果清洁柴油发动机可以广泛应用于这些营运车辆，将对消费者的构成很强的吸引力，潜在市场规模非常巨大。
- **各种阻碍因素正在消除，中国柴油乘用车迎来巨大发展机遇。**过去，缺乏政策支持、油品与发动机技术问题是阻碍柴油乘用车推广的主要因素。但目前各种政策已明确了政府未来对适度发展柴油乘用车的支持态度，成品油价格机制的逐步完善、经济粗放增长模式的转变使得柴油供应更有保障，逐步改善的柴油品质也为柴油车使用创造了良好的使用条件，阻碍柴油乘用车推广的因素正在消失，未来企业对研发与生产清洁乘用车柴油机的积极性将大大增强，中国柴油乘用车迎来史无前例的发展机遇。
- **公司是乘用车柴油机产业化的领先者。**公司是国内唯一一家已实现产业化的乘用车柴油机企业，其技术水平国内领先，并已取得了先发优势。在政策支持的强大背景下，公司将成为国家推广柴油乘用车的最大受益者。2011 年起公司大排量乘用车柴油机产品销量将实现快速的增长；2012 年，上汽通用五菱搭载公司 0.93L 微型柴油机的整车将实现量产，出色的燃油经济性和大幅度的国家补贴，将对消费者构成强大的吸引力，0.93L 微型柴油机的销量将实现爆发式增长，乘用车柴油机业务开始进入快速成长阶段。
- **投资评级与目标价。**预计公司 2010-2012 年可实现每股收益分别为 0.48 元、0.50 元、1.10 元。剔除搬迁及土地变现的影响，2010-2012 年公司归属于母公司股东的净利润年复合增长率为 70.0%。公司作为国内乘用车柴油机产品的领先者，在柴油乘用车快速增长的背景下，未来成长性良好。给予公司 0.7 倍 PEG，对应 2011 年合理价值为 24.5 元，维持买入评级。
- **风险提示。**1) 国家推广清洁柴油机的政策力度低于预期；2) 公司 0.93L 轿车柴油机量产时间低于预期。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。



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

执业证书编号：S0860209090198

王轶

汽车行业分析师

8621-63325888x6129

Wangyi1@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860109121343

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 11 月 23 日) 15.63 元

目标价格 24.50 元

总股本/A 股 (万股) 37820/ 37820

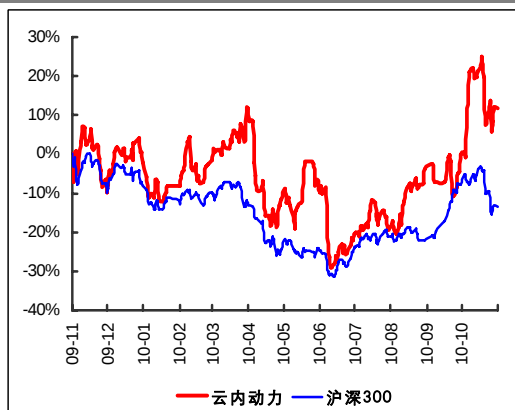
A 股市值 (亿元) 59.11

国家/地区 中国

行业 汽车与零部件

报告日期 2010 年 11 月 24 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	18.1	45.7	18.6
相对表现 (%)	28.8	38.4	33.9

资料来源：Wind

财务预测

(百万元人民币)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,491	2,279	3,195	5,450
税前利润	26.22	29.31	34.02	77.36
归属母公司净利润	84	182	189	414
EBITDA	125	243	346	629
每股收益 (元)	0.22	0.48	0.50	1.10
净资产收益率	3.36%	6.96%	6.98%	14.24%
市盈率 (X)	70.11	32.52	31.35	14.27
市净率 (X)	2.01	1.94	1.87	1.68

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1、国家层面：清洁柴油车是节能减排的有效突破口.....	4
1.1、汽车行业是节能减排的重点之一	4
1.2、清洁柴油车是汽车行业节能减排的有效突破口	5
1.3、国内发展清洁柴油汽车的潜力巨大	5
2、消费者层面：营运车辆乐于选择柴油乘用车	6
3、阻碍柴油乘用车推广的各种障碍正在消失	7
3.1、政策明确支持为柴油乘用车发展扫清障碍	7
3.2、柴油问题不再是制约柴油汽车发展的因素	8
3.2.1、中国柴油已连续 22 个月处于净出口状态	8
3.2.2、经济增长模式转变进一步缓解柴油供应紧张局面	8
3.2.3、油品逐步提高为柴油车创造良好的使用条件	9
3.3、乘用车柴油机技术障碍已经消除	9
4、云内动力：发展柴油乘用车的最大受益者	10
4.1、公司乘用车柴油机技术实力国内领先	10
4.2、公司面临良好的市场竞争结构	10
4.3、2011 年开始进入爆发式增长阶段	11
5、盈利预测与估值	11
5.1、盈利预测	11
5.2、估值与评级	12
6、风险提示	12

图表目录

图 1 全球二氧化碳排放来源结构	4
图 2 2009 年全国各种机动车的污染物排放量（万吨）	5
图 3 2009 年分车型柴油车销量占比	6
图 4 中国柴油月度净出口情况（千吨）	8
图 5 2008 年我国柴油消费结构	9
附图：相关上市公司近期资金流向	14
表 1 江淮瑞鹰所得搭载柴油机与汽油机参数对比	6
表 2 国家对柴油乘用车政策的变化	7
表 3 主要乘用车柴油机发动机厂商情况	9
表 4 公司乘用车柴油机产品的整车配套量预测	11
附表 财务报表预测与比率分析	13

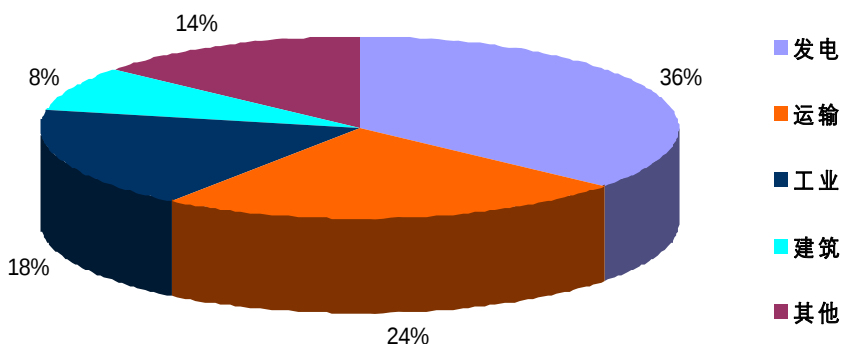
1、国家层面：清洁柴油车是节能减排的有效突破口

1.1、汽车行业是节能减排的重点之一

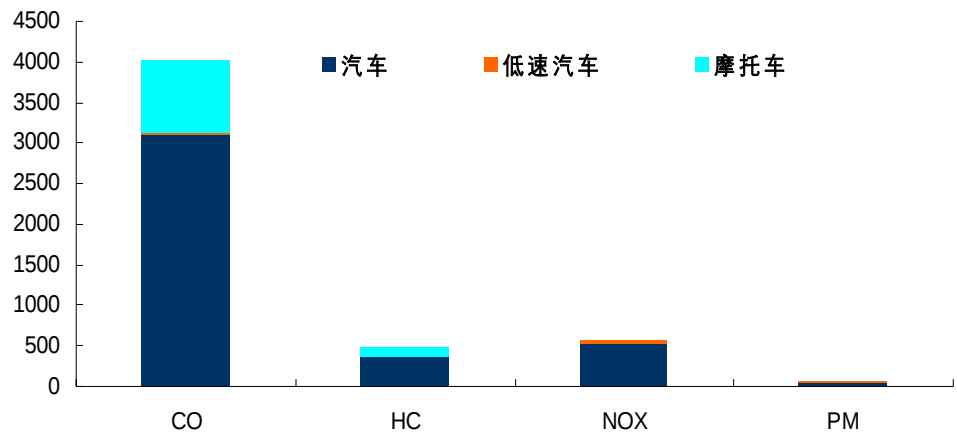
节能减排、降低能耗已经成为伴随中国未来经济增长的主线。目前，中国的二氧化碳年排放量约占全球的 1/4，哥本哈根大会以后，中国政府已承诺到 2020 年实现单位 GDP 二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45%，并将其作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划。目前全球二氧化碳排放中，约 24%来自交通运输业，其中汽车是主要来源。除了二氧化碳外，汽车排放的尾气中含有大量一氧化碳（CO）、碳氢化合物(HC)、氮氧化物(NO_x)、颗粒物(PM)等有害物质，根据环保部门的城市环境空气质量监测结果：北京、上海、广州等大城市大气污染物中机动车排放的 NO、HC、NO_x、PM 所占的平均比例为 80%、75%、68%和 50%。《中国机动车污染防治年报》显示，2009 年全国机动车共排放污染物 5143.3 万吨：一氧化碳 4018.8 万吨，碳氢化合物 482.2 万吨，氮氧化物 583.3 万吨，颗粒物 59.0 万吨，其中汽车排放的 CO 与 HC 分别占全部机动车污染物的 77.4%和 74.1%，NO_x 和 PM 则超过 90%，汽车是城市空气污染最主要的来源。

中国已成为世界汽车产销第一大国，未来十年，汽车保有量依然偏低、居民收入的快速增长决定了中国汽车市场依然具有良好的成长性。如何提高汽车的燃油经济性、减少二氧化碳以及 CO、HC、NO_x 及 PM 等有害污染物的排放，已经成为未来汽车行业实现节能减排任务的重点之一。

图 1 全球二氧化碳排放来源结构



资料来源：互联网，东方证券研究所

图 2 2009 年全国各种机动车的污染物排放量（万吨）


资料来源：环保部《中国机动车污染防治年报》，东方证券研究所

1.2、清洁柴油车是汽车行业节能减排的有效突破口

国家已经将电动汽车、插电式混合动力汽车确定为未来新能源汽车发展的方向，但是受到新能源汽车产品成熟度低、基础设施配套不健全和产品成本高等因素的制约，新能源汽车的产业化仍然有待时日，目前急需一种更为成熟的技术来满足“节能减排”的迫切需求。

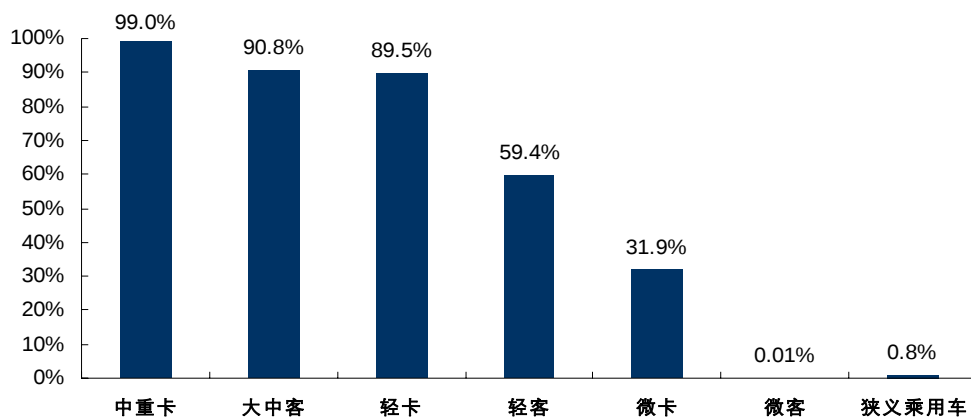
传统的柴油汽车在节能、尾气排放控制方面依然有很大的潜力，特别是近些年来快速发展的清洁柴油机技术，使得汽车产品实现大幅度节能减排成为可能。从欧洲的经验来看，20 世纪 90 年代在严格的排放标准限制下，直喷式柴油机技术取得重大突破，由于采用了增压中冷、高压直喷、废气再循环和高压共轨等先进技术，与同排量的缸内直喷汽油机相比，油耗减少 20%-30%，动力性能增加 20%-30%；但排出 CO₂ 却减少了 20% 以上，CO、HC_x 等有害物质也大幅减少，同时，排放的 NO_x 与 PM，以及噪音较传统柴油机大大减少，舒适程度大大提高。在政府税收等政策的鼓励下，柴油汽车在欧洲大规模普及，目前欧洲新注册的乘用车中，柴油车占比已超过 50%，商用车则接近 100%。由于清洁柴油汽车的节能减排效果显著，在欧洲的示范作用下，近几年北美、日韩纷纷将柴油车纳入汽车产业发展战略：美国从 2006 年到 2010 年，购买清洁柴油轿车最高可获 3400 美元税收返还；日本经济产业省从 2009 年起向购买清洁柴油车的企业和个人提供补助。我们认为，清洁柴油机技术如果能够广泛运用于中国的汽车市场，将成为汽车行业节能减排的有效突破口。

1.3、国内发展清洁柴油汽车的潜力巨大

2009 年全国汽车销量中，柴油车所占的比重仅为 20.3%。分车型看，中重卡、大中客、轻卡、轻客已经广泛使用柴油发动机，但是由于商用车主要是依靠自主研发而发展起来的，发动机技术与国际领先水平有一定的差距，特别是轻型柴油机技术落后非常明显，离“高效节能”的环保要求相差甚远；尽管乘用车主要是依靠合资引进技术而发展起来的，但由于过去一直集中于发展汽油车，乘用车柴油机的发展仍然停留在起步阶段，占汽车销量超过 60% 的狭义乘用车使用柴油发动机的比

例仅为 0.8%，占汽车销量 14.3% 的交叉型乘用车使用柴油的比例仅为 0.01%。我们认为，国内柴油汽车无论是市场空间、还是技术提升空间均有很大的发展潜力，在“节能减排”的迫切要求下，国内柴油机企业可通过快速的技术升级，大幅提升产品的燃油经济性满足节能环保与排放标准的要求，发展柴油汽车成为汽车行业迅速实现节能减排的有效路径。

图 3 2009 年分车型柴油车销量占比



资料来源：中国汽车工业协会，东方证券研究所

2、消费者层面：营运车辆乐于选择柴油乘用车

对于终端消费者而言，使用清洁柴油机的汽车可以显著节省燃油、降低使用成本，特别是营运性质的车辆，如出租车、交叉型乘用车、MPV 及轻型客车，柴油车的综合经济性更加突出。以搭载不同类型发动机的江淮瑞鹰为例，搭载清洁柴油发动机的瑞鹰，其燃油经济性明显优于汽油版；按照目前的市场规模，全国每年用于出租车的乘用车销量在 60 万辆左右，交叉型乘用车销量约 250 万辆，MPV 约 45 万辆，轻型客车约 25 万辆，合计共 380 万辆，我们认为，如果清洁柴油发动机可以广泛应用于这些具有营运性质的车辆，将对消费者的构成很强的吸引力，潜在的市场规模非常巨大。

表 1 江淮瑞鹰所得搭载柴油机与汽油机参数对比

发动机型号	D19TCI 柴油机	HFC4GA1-1 汽油机	HFC4GA3.B 汽油机
排量 (L)	1.85	2.35	2.0
最大功率 (kw/R)	82/4000	100/5500	95/6000
最大扭矩 (N.m)	235/1800-2300	193/3000	172/3000
综合油耗 (L/100KM)	5.6	8.0	7.5
升功率 (KW/L)	44.3	42.6	47.5
燃油品种	0 号柴油	93 号汽油	93 号汽油
油价 (上海国 IV, 元/L)	6.77	6.87	6.87
百公里油费 (元)	37.9	51.5	55.0

资料来源：江淮汽车网站，东方证券研究所

3、阻碍柴油乘用车推广的各种障碍正在消失

3.1、政策明确支持为柴油乘用车发展扫清障碍

我们认为，过去柴油乘用车之所以没有在中国得到大力发展，缺乏政策支持是最根本的因素。而柴油供应相对紧张、油品较差、缺乏发动机关键技术等因素导致了政府过去对推广柴油乘用车的态度一直较为模糊，2007 年的《产业结构调整指导目录（2007 年本）》（征求意见稿）中，发改委甚至将“鼓励发展先进柴油轿车”一项删除。但是，在目前尽快实现汽车节能环保的背景下，清洁柴油机技术凭借卓越的节能环保性获得了国家的重视，国务院 2009 年 3 月下发的《汽车产业调整和振兴规划》中，明确提到“重点支持排量 3 升以下、升功率达到 45 千瓦以上柴油机的研制；2010 年 6 月，四部委联合发布的《关于印发“节能产品惠民工程”节能汽车推广实施细则的通知》中，明确将柴油乘用车列为鼓励发展对象，政府将对购买发动机排量在 1.6 升及以下、综合工况油耗比现行标准低 20%左右的柴油乘用车按每辆 3000 元标准给予消费者一次性定额补贴，我们认为，该通知意味着乘用车柴油化的技术路线获得政府的明确肯定，适度发展柴油乘用车已是明确的政策信号，过去阻碍柴油乘用车发展最根本的因素已不复存在。

表 2 国家对柴油乘用车政策的变化

年度	发布机构	文件名称	内容
2003	环保总局	《柴油车排放污染防治技术政策》	通过优惠的税收等经济政策，鼓励提前达到国家排放标准的柴油车和车用柴油发动机产品的生产和使用
2004	发改委	《汽车产业发展政策》	重点发展混合动力汽车技术和轿车柴油发动机技术
2005	发改委	《产业结构调整指导目录（2005 年本）》	鼓励先进的轿车用柴油发动机开发制造
2007	发改委	《产业结构调整指导目录（2007 年本）》（征求意见稿）	将“鼓励发展先进柴油轿车”一项删除
2009	国务院	《汽车产业调整和振兴规划》	重点支持排量 3 升以下、升功率达到 45 千瓦以上的柴油机的研制
2010	四部委	《关于印发“节能产品惠民工程”节能汽车推广实施细则的通知》	中央财政对购买发动机排量在 1.6 升及以下、综合工况油耗比现行标准低 20%左右的柴油乘用车，按每辆 3000 元标准给予消费者一次性定额补贴

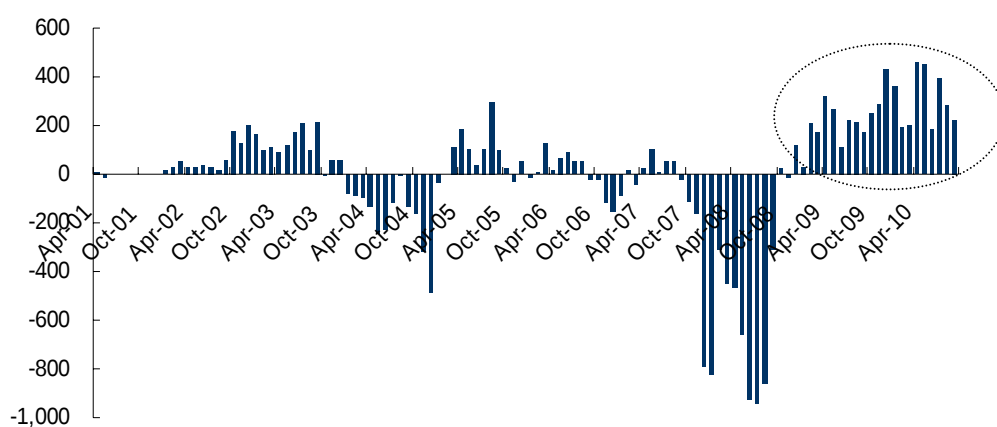
资料来源：相关部门网站，东方证券研究所

3.2、柴油问题不再是制约柴油汽车发展的因素

3.2.1、中国柴油已连续 22 个月处于净出口状态

中国柴油供应相对紧张是政府过去不明确鼓励柴油乘用车发展的原因之一。但是我们发现，从 2008 年 12 月份至今年 9 月份，中国的柴油已经连续 22 个月处于净出口状态。近期各地出现的柴油供应紧张的局面是因为地方政府为完成节能减排的目标，采取临时拉闸限电的措施，造成了电力供应紧张，部分小企业开始购买柴油用来发电造成的，并不具备持续性。

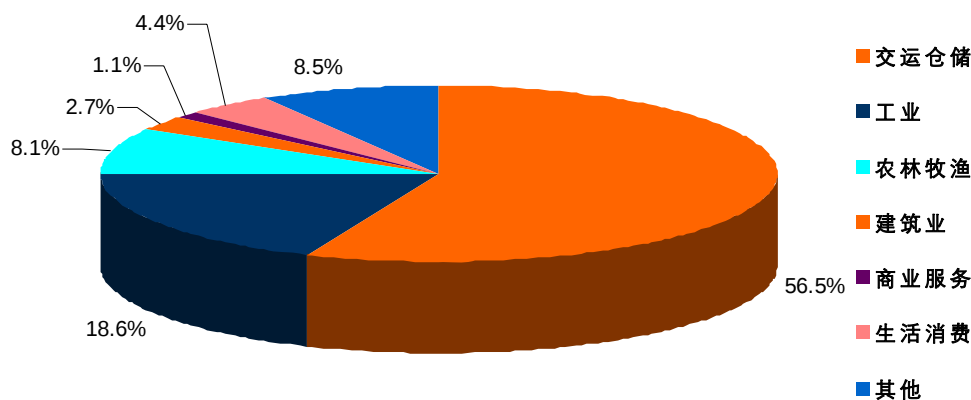
图 4 中国柴油月度净出口情况（千吨）



资料来源：CEIC，东方证券研究所

3.2.2、经济增长模式转变进一步缓解柴油供应紧张局面

柴油供应紧张的局面与粗放的经济增长方式也有很大的关系。中国的柴油消费结构中，尽管交通运输行业占 50% 以上的比例，但实际上只有 20% 左右的柴油用于汽车，80% 左右的柴油被用于传统行业中的火车、轮船运输与工业机械、农业生产等。我们认为，在未来经济增长模式转变与节能减排的迫切要求下，过去依靠大量要素投入为主的粗放式经济增长模式必然将发生转变；加上农业占 GDP 的比重继续逐年降低，未来柴油供应紧张的局面有望得到进一步缓解。

图 5 2008 年我国柴油消费结构


资料来源：WIND，东方证券研究所

3.2.3、油品逐步提高为柴油车创造良好的使用条件

柴油品质较差是政府过去不明确支持柴油乘用车发展的另一个原因。但随着排放标准的逐步提升，未来中国柴油品质继续提升是大概率事件。在柴油车保有比例最高的欧洲，柴油标准中的含硫量从欧 II 的 500ppm 降低到欧 V 的 10ppm，也不过是近 10 年的事情，而这 10 年正是柴油车的普及最快的十年，这说明油品改善与柴油车的普及是一个相互促进的过程。根据国务院 2009 年 3 月出台的《石化产业调整和振兴规划》中明确提到“2010 年车用柴油全部达到国 III 标准”，目前北京、上海、珠三角地区已率先实施国 IV 标准，并开始出售满足国 IV 标准的油品。我们预计，随着国 IV 标准的实施，将促进柴油质量的迅速提升，为柴油乘用车创造良好的使用条件。

3.3、乘用车柴油机技术障碍已经消除

缺乏关键技术也是国家不推广柴油乘用车发展的原因之一。过去中国企业并不掌握先进的柴油发动机技术，国家担心发展柴油乘用车技术方面仍然要受制于外方，因而倾向于侧重发展更具比较优势的新能源汽车。但是，目前这种状况已经发生改变，国内一些先进的发动机厂商已经通过技术引进、联合开发、自主研发等各种方式掌握了先进的乘用车柴油发动机技术，部分厂商已经实现批量供货。我们认为，发动机技术方面的障碍已经消除，未来将不再是制约柴油乘用车推广的重要因素。

表 3 主要乘用车柴油机发动机厂商情况

	用途	规划产能	技术	排量(L)	配套/目标车型
云内	外销	20 万台 (2012 年)	德国 FEV	1.6/1.9/2.5	瑞鹰，风行，自由风等等
玉柴	外销	济宁：在建 5 万台， 远期 50 万台， 浙江：30 万台	奥地利 AVL	济宁：2.0 及以上 浙江： 1.2/1.4/1.8	吉利旗下车型

华泰	内配	30 万台， 远期 100 万台	意大利 VM	1.5/2.0/2.5/2.8	特拉卡，圣达菲，B11 等
江铃	内配	6 万台， 远期 12 万台	意大利 VM	2.5/2.8	驭胜、X8、E101 等
长城	内配	14 万台（2011 年）	自主研发	2.0/2.8	哈弗 SUV、MPV、皮卡以及 B 级轿车
奇瑞	内配	未知	奥地利 AVL	1.0/1.9	威麟 V5、X5，瑞虎，开瑞优优等

资料来源：各公司网站、互联网，东方证券研究所

4、云内动力：发展柴油乘用车的最大受益者

4.1、公司乘用车柴油机技术实力国内领先

云内动力是国内最大的多缸小缸径柴油机生产企业，具有 40 多年从事柴油机开发生产的历史，产品主要为 1~3 吨轻型载货汽车、低速货车、轻型工程自卸车和轻型客车配套。目前公司具备年产 25 万台柴油机和 3 万辆轻型载货汽车的生产能力。但是，由于公司产品谱系较窄、近些年来市场竞争日趋激烈，导致盈利水平呈明显下滑趋势，公司传统的柴油机业务毛利率已由 2002 年的 20.9% 下滑至 2009 年的 13.8%。公司的轻型柴油机业务长期增长前景并不明朗。在此背景下，鉴于国内乘用车柴油机的研发基本处于空白状态，公司委托全球知名的独立发动机工程技术公司-德国 FEV 公司开发乘用车柴油机产品，2005 年已成功开发出拥有自主知识产权的节能型 D16TCI 产品，公司在此基础上独立研发成功了 D19TCI、D25TCI 产品，适用于轿车、SUV、MPV、高档商用车等车型。三种产品均采用了增压中冷、高压共轨、电控喷射、多气门和顶置凸轮轴等国际上最新的柴油机技术，达到国 III 排放标准，具有升级到国 IV、国 V 的潜力，产品的功率、扭矩、油耗、噪声等指标均达到国际同类型产品先进水平，技术实力在国内处于领先地位。2007 年，公司以 16.03 元/股的价格增发 7850 万股，募集资金净额 12.3 亿元用于乘用车柴油机产业化建设项目。项目全部投产后，公司将形成 20 万台/年的乘用车柴油机生产能力。

4.2、公司面临良好的市场竞争结构

目前，国内的乘用车柴油机生产企业有云内、玉柴、华泰、江铃、长城与奇瑞，但是，华泰、江铃、长城、奇瑞四家公司的柴油机产品主要用于内部配套，与云内不构成直接竞争关系，仅有玉柴是潜在的竞争对手。目前，公司已经完成标定和正在进行标定的车型有 11 种，2008 年，装载公司柴油机的乘用车开始投放市场。此外，公司与上汽通用五菱联合开发的 0.93L 柴油发动机产品已经下线，预计上汽通用五菱搭载该款发动机的交叉型乘用车在 2011 年 4 季度可以实现量产。从目前的情况看，公司的乘用车柴油机产品的产业化进度至少领先自己的实际竞争对手两年的时间。

4.3、2011 年开始进入爆发式增长阶段

我们认为，政府支持发展高效能柴油乘用车态度的明朗，将极大地激励整车企业推出柴油乘用车产品，公司将以领先者的优势充分受益。目前，公司已实现供货的主要是大排量乘用车柴油机产品，我们估算 2010 年实现销量 7000 台左右，随着公司对下游整车产品标定的逐步推进，2011 年起大排量乘用车柴油机产品销量将实现快速的增长，预计销量可突破 20000 台。

由于目前中央财政给予 1.6L 及以下排量的、满足条件的清洁柴油乘用车 3000 元/辆的一次性补贴，加上汽车下乡 10% 的补贴，以柴油交叉型乘用车产品价格 4.5 万元计算，共可享受 7500 元的补贴，优惠幅度达到 16.7%。良好的燃油经济性，大幅度的政府补贴，将对消费者构成强大的吸引力，我们判断公司 0.93L 的柴油乘用车产品在 2012 年能快速放量，为公司的盈利增长注入强大驱动力。

表 4 公司乘用车柴油机产品的整车配套量预测

整车厂	车名	车型	2011E	2012E
一汽	自由风	MPV	5,000	1,000
东风	风行	MPV	3,500	5,500
江淮	瑞鹰	SUV	3,000	4,500
东南	得利卡	轻客	2,500	4,000
	富利卡	MPV	2,000	2,500
华晨	骏捷	轿车	3,000	4,500
	尊驰	轿车	2,000	3,000
	阁瑞斯	MPV	1,000	1,500
海马	海马 3	轿车	600	800
福田	迷迪	MPV	800	1,200
上汽	荣威 550	轿车	1,200	1,500
上汽通用五菱		交叉型乘用车		170,000
合计			20,100	200,000

资料来源：公司财务报告，东方证券研究所

5、盈利预测与估值

5.1、盈利预测

由于成都云内 2009 年实施搬迁，造成的固定资产与存货损失约 5000 万元，但老厂土地变现获得不超过 3.9 亿元的变现收入，其中 2009 年确认 2.34 亿元，处置净收入为 1.7 亿元，预计其余部分处置净收入将于今年年内确认完毕。我们测算 2010 年土地变现对公司的 EPS 影响为 0.32 元、0.21 元。预计公司 2011 年、2012 年乘用车柴油机产品实现的配套量分别在 2 万台、20 台左右，预测公司 2010-2012 年可实现每股收益分别为 0.48 元、0.50 元、1.10 元。

5.2、估值与评级

如果剔除搬迁固定资产、存货损失和土地变现的影响，2010-2012 年公司归属于母公司股东的净利润年复合增长率为 70%，我们认为，公司作为国内乘用车柴油机的领先者，在柴油乘用车快速增长的背景下，未来成长性良好。给予 0.7 倍 PEG，对应 2011 年合理价值为 24.5 元，维持买入评级。

6、风险提示

- 1) 国家推广清洁柴油机的政策力度低于预期；
- 2) 公司 0.93L 轿车柴油机量产时间低于预期。

附表 财务报表预测与比率分析

利润表					现金流量表				
(百万元人民币)					(百万元人民币)				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	2,491	2,279	3,195	5,450	经营活动现金流	254	556	77	447
营业成本	2,141	1,883	2,598	4,319	税后利润	84	182	189	414
主营业务税金及附加	9	7	13	22	经常性非现金支出	109	106	125	141
销售费用	123	86	136	232	非经常性现金支出	-128	0	0	0
管理费用	160	171	227	381	营运资金变动	178	244	-227	-100
财务费用	(3)	5	8	7	少数股东损益	11	25	-10	-8
资产减值损失	13	3	6	10	投资活动现金流	-234	-336	-147	-145
投资收益	0	0	0	0	资本开支	-226	-332	-144	-142
营业利润	47	123	209	480	投资与投资收益	-7	-4	-3	-3
非经常性损益	159	113	4	4	筹资活动现金流	-86	-300	-152	-81
税前利润	207	236	213	484	贷款增加	2	-200	-50	20
所得税	26	29	34	77	支付股利利息	-87	-100	-102	-101
净利润	180	207	179	406	其他融资	0	0	0	0
少数股东损益	11	25	-10	-8	现金净流量	-66	-80	-223	221
归属母公司净利润	84	182	189	414	现金期初余额	1,206	1,226	1,147	924
EPS (元/股)	0.22	0.48	0.50	1.10	现金期末余额	1,226	1,147	924	1,145

资产负债表					比率分析				
(百万元人民币)									
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产合计	2,516	1,965	2,336	3,545	增长能力				
货币资金	1,226	1,147	924	1,145	营收增长率(%)	39.00%	-8.50%	40.20%	70.56%
应收账款及票据	504	445	571	995	EBITDA 增长率(%)	12.41%	93.63%	42.53%	81.91%
存货	751	340	799	1,343	EBIT 增长率(%)	16.67%	142.91%	60.15%	114.82%
交易性金融资产	0	0	0	0	净利润增长率(%)	63.82%	14.54%	-13.60%	127.42%
非流动资产合计	1,784	2,020	2,052	2,069	盈利能力				
长期投资	52	52	52	52	毛利率(%)	14.06%	17.38%	18.69%	20.74%
固定资产	687	877	1,033	1,136	净利率(%)	7.25%	9.07%	5.59%	7.45%
在建工程	668	720	603	524	EBITDA 利润率(%)	5.03%	10.65%	10.82%	11.54%
可供出售金融资产	0	0	0	0	ROA(%)	4.48%	4.99%	4.27%	8.12%
无形资产	344	341	337	332	ROE(%)	3.4%	7.0%	7.0%	14.2%
开发支出	19	17	15	13	ROIC(%)	2.29%	4.89%	6.71%	12.89%
资产总计	4,301	3,985	4,388	5,614	偿债能力				
流动负债合计	1,349	1,121	1,490	2,404	资产负债率(%)	39.3%	31.7%	36.1%	44.5%
循环借款	148	148	148	168	流动比率(倍)	1.87	1.75	1.57	1.47
应付账款及票据	1,066	847	1,169	1,944	速动比率(倍)	1.31	1.45	1.03	0.92
预收账款	39	34	48	82	营运能力				
其他应付款	83	75	104	173	总资产周转率	0.62	0.55	0.76	1.09
非流动负债合计	343	143	93	93	应收账款周转率	2.69	2.35	3.13	3.55
长期贷款	290	90	40	40	存货周转率	3.30	3.45	4.56	4.03
应付债券	0	0	0	0	应付账款周转率	2.48	1.97	2.58	2.78
负债合计	1,692	1,264	1,583	2,498	价值评估				
股本	378	378	378	378	P/B(倍)	2.0	1.9	1.9	1.7
资本公积	1,567	1,567	1,567	1,567	P/E(倍)	70.1	32.5	31.3	14.3
未分配利润	439	508	583	861	EV/收入(倍)	1.75	2.19	1.62	0.91
股东权益合计	2,608	2,721	2,805	3,116	EV/EBITDA(倍)	34.84	20.62	14.96	7.91
负债和股东权益	4,301	3,985	4,388	5,614	EV/EBIT(倍)	72.05	33.98	21.95	9.82

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn