

分析师：方炬

执业证书编号：S0050511040001

Tel: 010-59355738

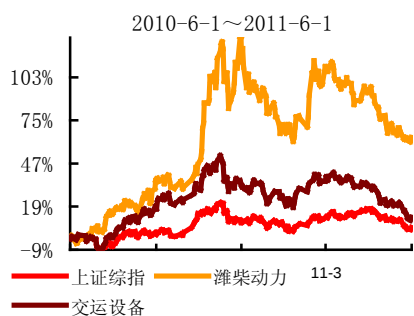
Email: fangj@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)**交运设备****投资评级**

本次评级：	买入
跟踪评级：	调高
目标价格：	70

市场数据

市价(元)	47.08
上市的流通A股(亿股)	6.91
总股本(亿股)	16.66
52周股价最高最低(元)	44.5-135.0
上证指数/深证成指	2743.47/11665.14
2010年股息率	0.31%

52周相对市场表现**相关研究****潍柴动力 (000338.SZ)****核心竞争力+持续成长+估值优势+催化剂=买入****投资要点****● 难以复制的核心竞争力是潍柴动力持续增长的原动力**

历史的经验证明，企业长盛不衰的秘诀在于持续拥有竞争对手难以复制的核心竞争力，只有这样，企业才能够在激烈的市场竞争中立于不败之地。潍柴动力作为我国重卡动力总成的领军企业，经过多年的努力，通过“产品创新”和“资本创新”，已经形成了自己独特三大竞争优势，即以“蓝擎动力”为核心产品组合的竞争优势；以专业化服务工程为核心的后市场竞争优势；以动力总成系统为核心的“黄金产业链”协同竞争优势。这种竞争优势是竞争对手难以复制的。

● 产品升级、多元化和产业链整合将抚平行业整体下滑带来的影响

行业增速放缓，对行业内的相关企业的收入及盈利能力影响是巨大的。但是，对于拥有难以复制核心竞争力的优势企业，困难之于企业绝不是失望之冬，而是希望之春。行业的暂时萧条，恰恰是对企业核心竞争力的最好检验。通过产品升级、开拓新市场和产业链整合，潍柴动力将大大降低行业整体下滑的影响。

● 未雨绸缪，抢占国IV先机，潍柴动力已经做了充分准备**● 估值底，安全边际大**

预计2011—2013年EPS分别为4.26、4.68和5.18，对应市盈率分别为11.06、10.06和9.10，估值安全边际大，给予“买入”评价，目标价位70元。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	63279.56	69607.52	76568.27	84225.10
增长率(%)	78.12	10.00	10.00	10.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	6782.15	7095.06	7799.04	8624.30
增长率(%)	99.04	4.61	9.92	10.58
毛利率(%)	24.61	24.58	24.58	24.59
净资产收益率(%)	36.63	35.80	32.40	29.97
EPS(元)	4.07	4.26	4.68	5.18
P/E(倍)	11.57	11.06	10.06	9.10
P/B(倍)	4.24	2.70	2.22	1.86

来源：公司年报、民族证券

一、难以复制的核心竞争力是潍柴动力持续增长的原动力

历史的经验证明，企业长盛不衰的秘诀在于持续拥有竞争对手难以复制的核心竞争力，只有这样，企业才能够在激烈的市场竞争中立于不败之地。

潍柴动力作为我国重卡动力总成的领军企业，经过多年的努力，通过“产品创新”和“资本创新”，已经形成了自己独特三大竞争优势，即以“蓝擎动力”为核心产品组合的竞争优势；以专业化服务工程为核心的后市场竞争优势；以动力总成系统为核心的“黄金产业链”协同竞争优势。这种竞争优势是竞争对手难以复制的。

公司通过收购、研发等手段，产品线持续丰富，已经形成了自己全系列的柴油发动机产品系列，综合竞争力进一步提升。公司具有包括发动机、变速箱、车桥在内的动力总成设计、集成供货能力。公司自主研发的“蓝擎”系列发动机，已由主打的 10-12 升拓展至 2-4 升、5 升、7 升、16 升、33 升等型号，技术路径已覆盖共轨、EGR 等国 III 及国 IV 排放标准，并成功与挖掘机、客车实现批量配套。

公司通过整合潍柴动力、法士特、陕汽、汉德车桥的售后服务网络，实现‘三网合一’，进一步降低维护成本。同时，作为山东重工集团核心企业，潍柴、陕重汽有望与集团旗下其他公司共同拓展商用车/重工机械后市场，合资成立融资租赁公司有助于增强产品终端竞争力，亦有望助推需求稳健增长。公司将综合利用集团内的销售、维修网络拓展产品后市场的维修、服务能力。

潍柴动力坐拥发动机、法士特变速箱、汉德车桥和陕重汽重卡等目前中国最优质的重卡资源“黄金产业链”，在动力系统、传动系统、车桥系统等基础零部件领域形成了中国规模最大、产品线最全、协同效应最佳的产业集群，具备了链合创新的优势和条件。

除了上述三大竞争优势，我们认为，还有一个不容忽视的竞争优势，来自于以董事长谭旭光为首的潍柴管理团队，该团队能够将一个名不见经传一家濒临破产的柴油发动机企业变身为拥有 A 股和 H 股三家上市公司、年销售收入超过六百亿人民币、资产横跨数个省市、贯通重卡产业链上下游的大型动力总成和整车集团，非惟天时，抑亦人谋。

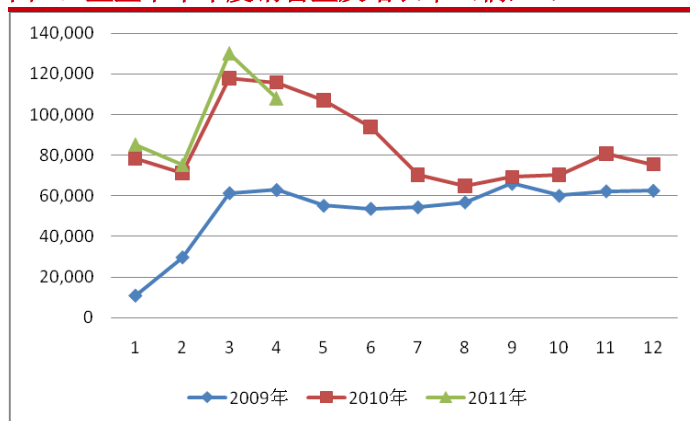
二、产品升级、多元化和产业链整合将抚平行业整体下滑带来的影响

我国重卡行业在经历了多年的快速增长后，在银行信贷紧缩、国家投资压缩、新开工工程项目相对较少和物流运输量下降的不利影响下，增速明显放缓，一季度行业总体增速仅为 8.4%，而 4 月份更是出现了负增长，特别是半挂牵引车下滑最为明显，同比降幅达到 34.14%，累计降幅达到 24.64%，重卡行业大有山雨欲来风满楼之势。

图 1：重卡年度销售量及增长率（辆）



图 2：重型卡车年度销售量及增长率（辆，%）



资料来源：CAAM，民族证券

资料来源：CAAM，民族证券

行业增速放缓，对行业内的相关企业的收入及盈利能力影响是巨大的。但是，对于拥有难以复制核心竞争力的优势企业，困难之于企业绝不是失望之冬，而是希望之春。行业的暂时萧条，恰恰是对企业核心竞争力的最好检验。

作为重型柴油机行业龙头企业，公司将继续受益于重卡行业功率升级带来的毛利率提升，公司将借助产品优势、规模优势、品牌优势和成本优势，进一步提高传统市场占有率，继续领跑行业。多年来，公司不断开拓新市场，已经在工程机械、客车、船舶、发电等领域初步成效，公司 WP5/7 产品经过近 3 年的挖掘机配套试验，产品性能优越，各方面的磨合和匹配性均达到较高水平。目前三一、龙工、柳工等都在配套，而且山东重工集团挖掘机整机资源和传统客户也对挖掘机用发动机销售形成支持，有望在 2011 年形成突破，实现小批量配套。另外，公司通过产品经营和资本运营双轮驱动的策略，产业链条有望进一步拓展和完善。通过产品升级、开拓新市场和产业链整合，潍柴动力将大大降低行业整体下滑的影响。

三、未雨绸缪，抢占国IV先机

目前我国重卡柴油机已全面实施国III排放标准，并计划 2011 年 1 月 1 日全面实施国IV排放标准。国IV标准的全面实施，将大大提高重卡发动机的排放标准，仅仅以改善柴油机燃烧过程为主的各种机内净化技术（如燃烧方式的优化和改进，电子控制燃油喷射系统、增压中冷、多气门等），不能满足排放的要求。因此，在柴油机先进机内净化的基础上，增加尾气后处理技术成为控制柴油机排放的发展趋势。根据发达国家的经验，当前主要有两种技术路线：

其一是 EGR+DPF/DOC，即先通过废气再循环降低 NOX 的生成量，再通过颗粒捕集器捕集颗粒物。以美国为代表的一些国家和地区的环保部门和发动机制造商倾向于采用该技术路线，EGR 可以有效地降低 NOX 排放量，但随着 EGR 率的增加，缸内较低的氧的浓度将会增加 PM 的排放量，并使发动机的烟度增加，在中小负荷时烟度值比较小，而大负荷时会使发动机的排气烟度增加很大，因此需要增加 DPF，以减少 PM 的排放量。

其二是 SCR 技术，即通过优化燃烧，降低颗粒物的生成量，同时允许增加 NOX 的排放量，然后再通过 SCR 技术来降低 NOX 的排放量。欧洲大多数发动机制造商采用 SCR 技术，即先通过优化燃烧，降低 PM 的排放量，然后再通过 SCR 技术降低 NOX 的排放量，在欧洲，车用柴油机 SCR 技术采用 AdBlue 的尿素水溶液，通过尿素喷嘴将尿素水溶液喷到排气管中，其受热分解为氨气作为 NOX 的还原剂。采用 SCR 技术，由于优化了喷油规律，所以扣除增加尿素的费用，仍然具有一定的节油优势。此外，SCR 对燃油中的硫不敏感，我们国家的燃油含硫量一般较高，所以用户比较容易接受 SCR 技术路线。

潍柴在国IV产品的技术路线的选择上，一直坚持的高压共轨系统+SCR 技术，并得到了国内所有重卡及发动机公司的认同。潍柴与博世等诸多国际知名公司的多年合作，保证了关键零部件始终处于技术领先地位及最有竞争力的产品供给。目前，潍柴在共轨系统技术产品上拥有先导优势，已经具备近 30 余万台的社会保有量规模。而潍柴国IV产品更是早在 2009 年就已经与北汽福田、陕西重汽等整车企业试配成功，随时可以投入批量装车。此外，潍柴还在共轨系统基础上，研制了 EGR 国IV产品作为市场备选，以应对未来市场可能出现的不利变化。

我们认为国IV排放标准是实施，将成为我国重卡行业未来整合的催化剂。机会总是留给有准备之人，在此次变革中，潍柴作为行业龙头将最先受益。

四、估值低，安全边际大

受重卡行业销售量增速放缓预期的影响，进入 2011 年，涉及重卡行业的上市公司市场均表现不佳，中国重汽（000951）、福田汽车（600166）等跌幅都在 30%以上，潍柴动力也在持续下跌，PE（TTM）只有 11 倍，与汽车行业平均市盈率水平相比，估值处于行业低端。同时也处于历史低点，目前，存在较大的安全边际。

我们认为对重卡行业整体销售量下滑的预期，已经基本反映到近期持续下跌的股价中，投资风险已得到一定释放。重卡行业的增速放缓是暂时性的，从长远发展的角度来看，重卡行业保持 10-15%的增速是大概率事件，潍柴动力作为行业龙头，在受益行业整体增长的同时，以其自身的竞争优势，将能够获得高于行业平均水平的获得超额受益。我们坚决看好公司的未来发展前景。

预计，2011—2013 年 EPS 分别为 4.26、4.68 和 5.18，对应市盈率分别为 11.06、10.06 和 9.10，估值安全边际大，给予“买入”评价，目标价位 70 元。

五、风险因素

宏观经济增速放缓导致公司下游客户发动机需求减少；
钢铁等原材料价格大幅上涨侵蚀公司盈利能力；
公司主要客户流失等风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3,768,881	4,358,726	5,140,712	6,011,159
现金	1,116,224	1,462,193	1,959,830	2,525,826
应收账款	1,586,673	1,808,647	1,989,512	2,188,463
其它应收款	22,120	67,788	69,263	62,551
预付账款	163,774	181,291	199,420	219,362
存货	879,335	837,876	921,664	1,013,830
其他	755	931	1,024	1,127
非流动资产	1,447,104	1,448,264	1,456,909	1,466,386
长期投资	106,752	106,752	106,752	106,752
固定资产	1,099,067	1,190,923	1,191,260	1,191,598
无形资产	91,856	0	0	0
其他	149,430	150,589	158,897	168,036
资产总计	5,215,985	5,806,990	6,597,621	7,477,545
流动负债	2,535,902	2,567,532	2,806,953	3,070,170
短期借款	54,518	100,000	100,000	100,000
应付账款	1,724,731	1,621,704	1,783,874	1,962,261
其他	756,653	845,828	923,079	1,007,909
非流动负债	343,070	335,621	263,765	191,475
长期借款	223,997	213,320	138,840	63,662
其他	119,073	122,300	124,925	127,813
负债合计	2,878,972	2,903,152	3,070,718	3,261,645
少数股东权益	485,521	555,692	632,825	718,120
股本	166,609	166,609	166,609	166,609
资本公积金	199,332	0	0	0
留存收益	1,487,007	0	0	0
归属母公司股东权益	1,851,492	2,348,146	2,894,079	3,497,779
负债和股东权益	5,215,985	5,806,990	6,597,621	7,477,545

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	973,702	470,396	826,731	916,076
净利润	799,910	779,676	857,037	947,725
折旧摊销	130,006	2,169	2,308	2,356
财务费用	9,508	17,079	19,674	15,179
投资损失	7,136	0	0	0
营运资金变动	13,767	(329,784)	(45,121)	(41,300)
其它	13,375	1,255	(7,167)	(7,884)
投资活动现金流	(421,664)	(2,169)	(2,646)	(2,694)
资本支出	(334,222)	(2,169)	(2,646)	(2,694)
长期投资	28,727	106,752	106,752	106,752
其他	(116,169)	(106,752)	(106,752)	(106,752)
筹资活动现金流	(78,928)	(122,258)	(326,449)	(347,386)
短期借款	104,158	54,518	100,000	100,000
长期借款	222,387	223,997	213,320	138,840
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	(405,473)	(400,772)	(639,769)	(586,226)
现金净增加额	473,110	345,969	497,637	565,996

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6,327,956	6,960,752	7,656,827	8,422,510
营业成本	4,770,405	5,249,615	5,774,499	6,351,766
营业税金及附加	29,505	0	0	0
营业费用	292,523	332,346	365,580	402,138
管理费用	258,426	322,144	354,358	389,794
财务费用	9,508	17,079	19,674	15,179
资产减值损失	50,574	0	0	0
公允价值变动收益	367	0	0	0
投资净收益	7,136	0	0	0
营业利润	924,518	1,039,569	1,142,716	1,263,633
营业外收入	18,897	0	0	0
营业外支出	3,749	0	0	0
利润总额	939,666	1,039,569	1,142,716	1,263,633
所得税	139,755	259,892	285,679	315,908
净利润	799,910	779,676	857,037	947,725
少数股东损益	121,696	70,171	77,133	85,295
归属母公司净利润	678,215	709,506	779,904	862,430
EBITDA	1,107,103	1,058,817	1,164,698	1,281,168
EPS（元）	4.07	4.26	4.68	5.18

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	6,327,956	6,960,752	7,656,827	8,422,510
营业利润	924,518	1,039,569	1,142,716	1,263,633
归属母公司净利润	678,215	709,506	779,904	862,430
获利能力				
毛利率	24.61%	24.58%	24.58%	24.59%
净利率	12.64%	11.20%	11.19%	11.25%
ROE	40.21%	35.80%	32.40%	29.97%
ROIC	27.59%	39.64%	37.50%	35.66%
偿债能力				
资产负债率	55.20%	49.99%	46.54%	43.62%
净负债比率	81.18%	100.02%	114.86%	129.26%
流动比率	1.49	1.70	1.83	1.96
速动比率	1.14	1.37	1.50	1.63
营运能力				
总资产周转率	1.21	1.20	1.16	1.13
应收帐款周转率	3.99	3.85	3.85	3.85
应付帐款周转率	3.67	4.29	4.29	4.29
每股指标(元)				
每股收益	4.07	4.26	4.68	5.18
每股经营现金	0.58	0.28	0.50	0.55
每股净资产	14.03	17.43	21.17	25.30
估值比率				
P/E	11.57	11.06	10.06	9.10
P/B	3.36	2.70	2.22	1.86
EV/EBITDA	8.68	8.77	7.69	6.70

分析师简介

2005 年 12 月吉林大学商学院数量经济专业毕业，获得经济学博士学位，2007 年 3 月至 2009 年 3 月进入清华大学汽车系博士后流动站从事汽车产业经济研究工作，2009 年 9 月进入中国民族证券有限责任公司，供职于研究发展中心，负责汽车及零部件行业研究，本人具有 10 年汽车行业从业经验，3 年私募股权投资基金直接投资经验，先后为一汽集团、一汽夏利、上汽集团、南方汽车等多家汽车企业做过咨询，多年的汽车行业研究和从业经验，使我对汽车行业的发展规律有较深刻的理解，具有数量分析、建模和财务分析特长，先后在著名媒体上发表多篇文章。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn

