

## 潍柴动力 (000338.SZ)

## 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

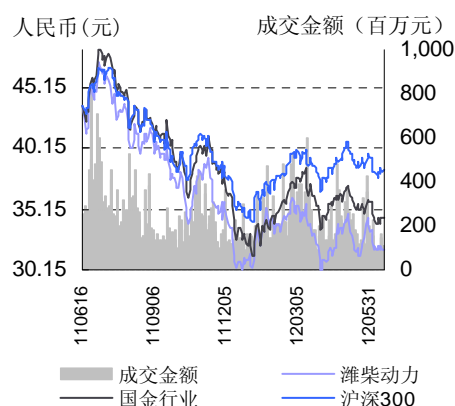
市价(人民币): 31.75元

## 动力总成份额稳固, 重卡需求有望逐渐改善

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	691.11
流通港股(百万股)	404.80
总市值(百万元)	52,898.40
年内股价最高最低(元)	47.18/30.15
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



## 相关报告

1. 《一季度为年内低点, 后续有望逐季回升》, 2012.4.23
2. 《2012 年业绩有望明显改善》, 2012.3.30
3. 《三季度业绩大幅下滑, 但盈利能力有所回升》, 2011.10.30

吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)61038231  
wuwz@gjzq.com.cn

厉叶淼 联系人  
(8621)61038244  
liym@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	4.071	3.359	2.972	3.827	4.278
每股净资产(元)	11.11	13.75	16.60	20.29	24.44
每股经营性现金流(元)	5.22	3.57	3.88	5.17	5.76
市盈率(倍)	12.87	9.38	10.69	8.29	7.42
行业优化市盈率(倍)	55.41	45.65	45.65	45.65	45.65
净利润增长率(%)	99.04%	-17.48%	-11.52%	28.74%	11.80%
净资产收益率(%)	36.63%	24.44%	17.91%	18.86%	17.51%
总股本(百万股)	1,666.09	1,666.09	1,666.09	1,666.09	1,666.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **坐拥重卡黄金动力组合, 可充分受益行业需求回升:** 公司以动力总成成为核心业务, 且潍柴发动机+法士特变速箱+汉德车桥被誉为重卡黄金动力组合, 历来竞争力突出。一旦行业需求复苏, 公司可充分受益。
- **重卡行业需求有望逐渐改善, 全年降幅将为有限:** 国家高度强调保增长, 基建投资正在加速, 且由于运价企稳回升以及油价连续回落, 重卡用户盈利能力也有望改善。我们预测下半年重卡需求将逐渐回升, 全年重卡销量增速将介于下滑 5-15% 之间, 中值为下滑 10%, 对应销量为 80 万辆。
- **发动机、变速箱龙头地位难以撼动, 市场份额将基本稳定:** 公司在重型柴油机、变速箱领域的领先地位有着历史渊源, 数十年的积累也已使公司产品形成了性能优良、可靠性高、维修方便等突出特点, 客户认可度高难以被轻易更换, 公司规模和成本优势更是让竞争对手难以企及。尽管部分企业有自制发动机的计划, 但基本都还停留在规划阶段, 对公司没有实质性威胁, 公司在发动机、变速箱领域的市场份额将可保持基本稳定。
- **陕汽重卡表现突出, 市场份额持续提高:** 依托潍柴的强大支持且出口高速增长, 陕汽近年销量增长强于行业整体水平, 市场份额持续提升, 目前行业排名已上升至第四位。此外, 公司地处西部且在天然气重卡领域有领先优势, 天然气重卡有望继续快速增长, 预计公司市场份额仍将继续提升。

## 盈利预测与估值

- 预测公司未来 3 年 EPS 分别为 2.97、3.83、4.28 元, 公司当前股价对应 2012-2014 年分别为 10.69、8.29、7.42 倍 PE, 这一估值已过度反映了悲观预期。我们认为公司可按 2013 年 10 倍 PE 估值, 目标价格为 38.3 元。

## 投资建议

- 当前重卡行业需求已经处于底部, 下半年起需求改善趋势已较为明确。作为有着明显技术优势和领先市场份额的核心动力总成供应商, 公司将可充分受益行业需求复苏, 我们给予公司“买入”评级。

## 风险

- 重卡行业销量继续大幅下滑风险; 钢材等原材料价格重现大幅上涨风险; 公司市场份额明显下滑风险。

## 内容目录

公司概况：坐拥重卡黄金产业链，发动机是主要利润来源 .....	4
拥有重卡黄金产业链，本部发动机为主要利润来源 .....	4
业绩与重卡行业高度相关但波动相对较小 .....	5
重卡行业：需求有望逐渐改善，全年降幅将为有限 .....	5
重卡分析逻辑简述：与宏观经济高度相关且易受政策干扰 .....	5
工程类重卡：基建投资加速将带动需求逐渐回升 .....	7
物流类重卡：用户盈利能力企稳并有望改善，需求有望恢复 .....	8
重卡销量增速将前低后高，全年销量下滑幅度将较为有限 .....	10
主要业务：发动机与变速箱地位稳固，陕汽份额有望继续提升 .....	11
发动机：龙头地位难以撼动，市场份额有望基本稳定 .....	11
变速箱：法士特垄断重卡市场，未来有望继续领先 .....	14
重卡整车：陕汽市场份额持续提高，出口与天然气重卡已成新亮点 .....	16
盈利预测与评级 .....	18
盈利预测 .....	18
估值与投资建议 .....	18
风险提示 .....	19
重卡行业销量继续大幅下滑风险 .....	19
钢材等原材料价格重现大幅上涨风险 .....	19
公司市场份额明显下滑风险 .....	19
附录：三张报表预测摘要 .....	21

## 图表目录

图表 1：潍柴动力主要业务单元 .....	4
图表 2：潍柴发动机（母公司）近年营收与毛利占比 .....	4
图表 3：潍柴动力 2011 年净利润结构 .....	4
图表 4：公司近年重卡发动机销量占比 .....	5
图表 5：公司发动机销量走势与重卡行业高度相关 .....	5
图表 6：潍柴与重汽、福田近年营收增速比较 .....	5
图表 7：潍柴与重汽、福田近年净利润增速比较 .....	5
图表 8：M2 为重卡销量增速的领先指标 .....	6
图表 9：2011 年工程类固定资产投资占比情况（亿元） .....	7
图表 10：09 年以来月度房地产开发投资及增速（亿元） .....	7
图表 11：08 年以来月度基建投资额及增速（亿元） .....	8
图表 12：08 年以来月度水利行业投资及增速（亿元） .....	8
图表 13：重卡用户盈利水平与物流类重卡销量增速对比 .....	9

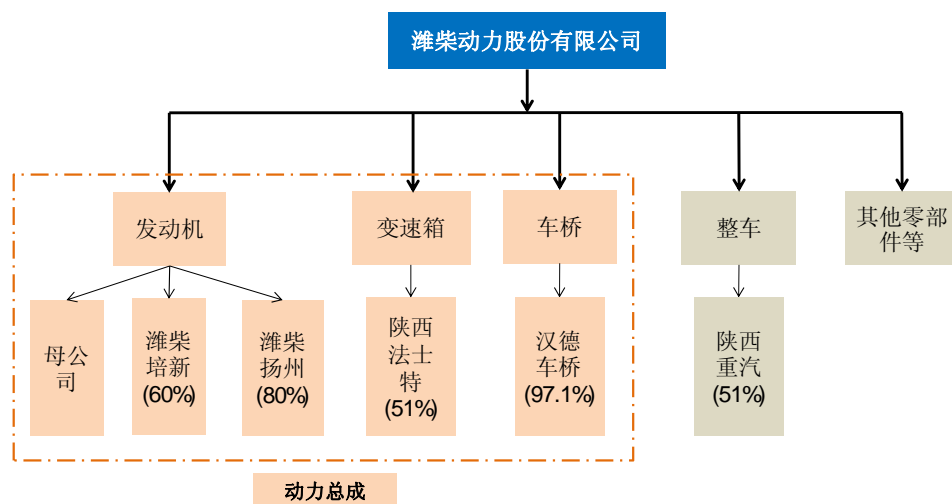
图表 14: 近年来公路运价指数与柴油价格走势 .....	10
图表 15: 重卡用户盈利水平指数在底部有所回升 .....	10
图表 16: 2011-2012 年重卡销量月度走势 (辆) .....	10
图表 17: 国内主要中重型柴油机企业概况 .....	11
图表 18: 2010 年主要重卡发动机企业销量份额 .....	12
图表 19: 潍柴近年在重卡发动机领域的市场份额 .....	12
图表 20: 国内主要重型发动机性能参数比较 .....	12
图表 21: 潍柴在主要重卡客户中的市场份额 .....	13
图表 22: 西港新能源发动机公司营收 (万元) .....	14
图表 23: 西港新能源发动机公司净利润 (万元) .....	14
图表 24: 国内主要中重型变速箱企业概况 .....	15
图表 25: 国内主要重型变速箱企业 2010 年销量 (台) .....	15
图表 26: 法士特变速箱近年重卡市场份额 .....	15
图表 27: 近年重卡各梯队的市场份额趋势 .....	16
图表 28: 2011 年主要重卡企业市场份额 .....	16
图表 29: 陕西重汽近年销量与增速 (辆) .....	16
图表 30: 陕西重汽近年重卡市场份额 .....	16
图表 31: 陕汽近年重卡出口及其销量占比 (辆) .....	17
图表 32: 陕汽重卡出口占国内重卡出口份额 .....	17
图表 33: 陕汽重卡近年分车型销量结构 .....	18
图表 34: A 股可比企业当前估值情况 .....	19
图表 35: 潍柴动力收入及分拆预测 .....	20

## 公司概况：坐拥重卡黄金产业链，发动机是主要利润来源

### 拥有重卡黄金产业链，本部发动机为主要利润来源

- **坐拥重卡黄金产业链：**潍柴是我国领先的大型装备制造集团，公司业务涵盖发动机、变速箱、车桥等核心动力总成，公司也涉及重卡、大中型客车、越野车等整车制造，但动力总成是公司的核心业务。公司的发展目标是成为全球领先的以动力总成为核心的运输和工程设备提供商。在重卡领域，潍柴发动机+法士特变速箱+汉德车桥由于突出的性能和品质优势，被认为是重卡的最优动力组合且向来广受用户欢迎，这一产品系列也因此成为了潍柴的黄金产业链。

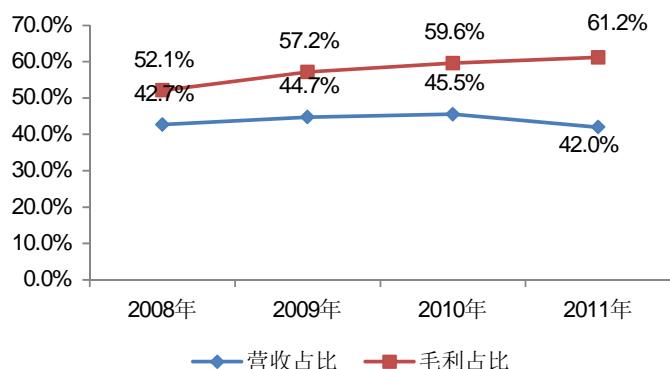
图表1：潍柴动力主要业务单元



来源：公司资料、国金证券研究所

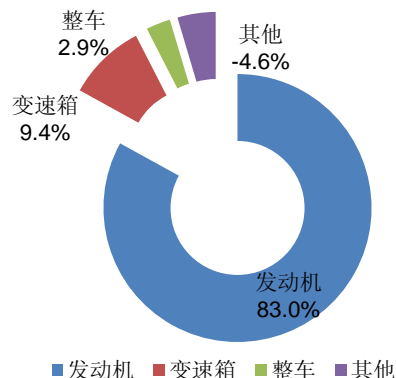
- **本部发动机为主要利润来源：**公司本部的重型柴油机为公司黄金产业链的核心产品，也是公司最为主要的利润来源。以 2011 年为例，公司实现归属母公司净利 55.96 亿元，其中法士特贡献的权益净利润为 5.82 亿元，占公司合计净利润的 10.39%，陕西重汽贡献的权益净利润为 1.82 亿元，占比仅为 3.24%，而潍柴发动机贡献的净利则达 45.31 亿元（按母公司报表口径），占比达 80.97%。

图表2：潍柴发动机（母公司）近年营收与毛利占比



来源：公司资料、国金证券研究所

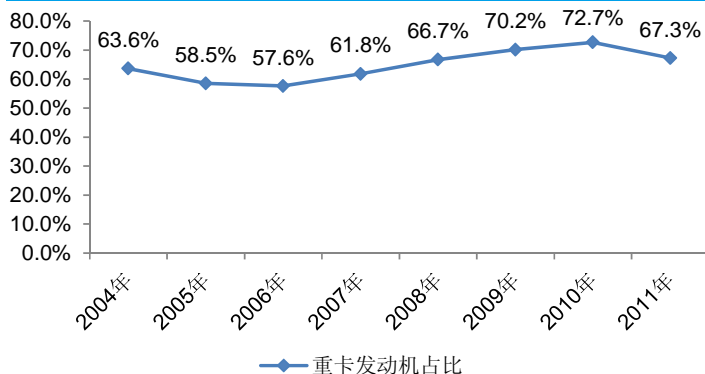
图表3：潍柴动力2011年净利润结构



### 业绩与重卡行业高度相关但波动相对较小

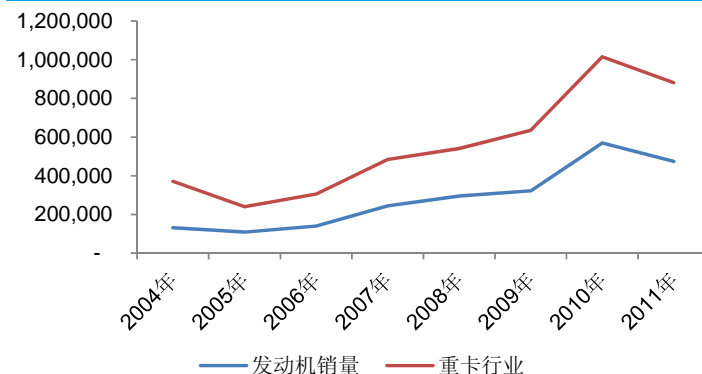
- **公司业绩主要取决于重卡行业整体景气程度：**公司发动机近 70% 配套重卡，且几乎配套除中国重汽外的所有重卡企业，法士特变速箱 90% 配套重卡且也是面向重卡全行业配套，此外公司下属陕西重汽也是重卡行业主流企业之一。显而易见，公司核心产品均主要为重卡配套，公司业绩主要取决于重卡行业整体景气程度。

图表4：公司近年重卡发动机销量占比



来源：公司资料、国金证券研究所

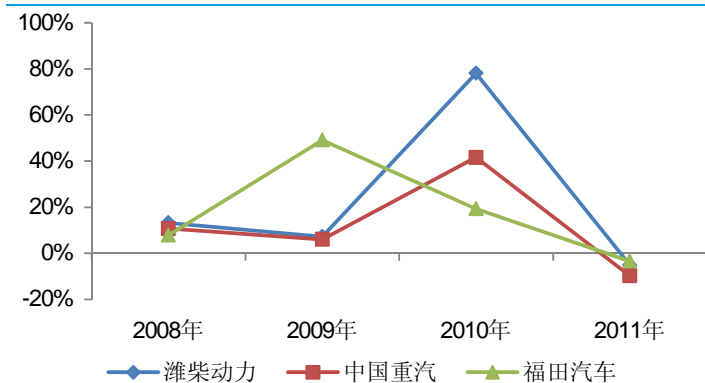
图表5：公司发动机销量走势与重卡行业高度相关



来源：公司资料、中汽协、国金证券研究所

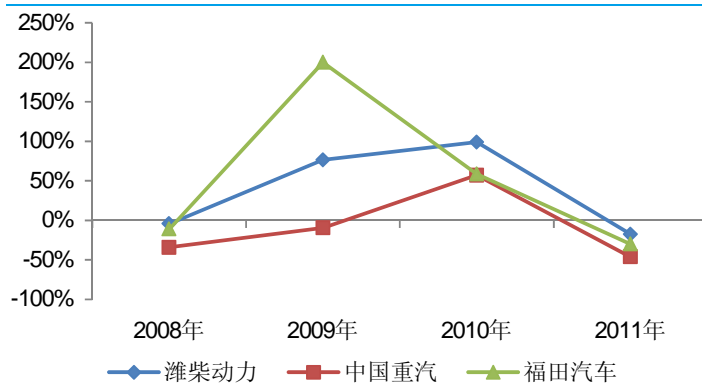
- **业绩波动相对较小：**由于核心业务为动力总成，且公司发动机、变速箱具有很强的市场地位，议价能力强、盈利水平高、市场份额也较为稳定，由此公司业绩尽管也受限于重卡行业整体景气程度但波动幅度小于重汽、福田等整车企业。此外，公司业务多元化也已取得长足进展，借助收购扬柴和博杜安，公司发动机产品应用范围已拓展至轻卡、轻客、游艇和工业领域，法士特变速箱也在加紧拓展客车市场，下游市场的多元化将在一定程度上分散公司业绩高度依赖重卡市场的风险，从而有利于进一步增强公司业绩增长的稳定性。

图表6：潍柴与重汽、福田近年营收增速比较



来源：公司资料、国金证券研究所

图表7：潍柴与重汽、福田近年净利润增速比较



来源：公司资料、国金证券研究所

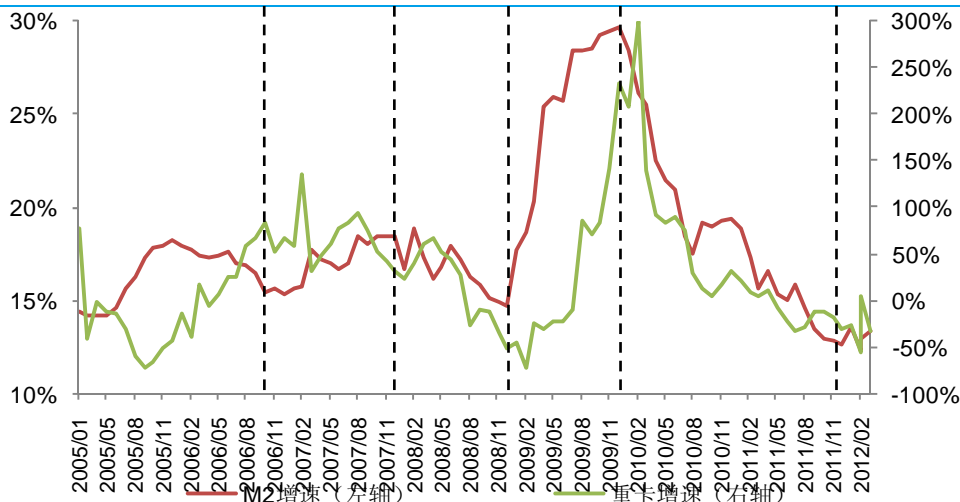
### 重卡行业：需求有望逐渐改善，全年降幅将为有限

#### 重卡分析逻辑简述：与宏观经济高度相关且易受政策干扰

- **与宏观经济高度相关，M2 增速为领先指标（领先 2-3 个月）：**在我们撰写的深度报告《重卡行业分析逻辑再思考及 2012 年行业判断》中，我们

详细阐述了重卡行业的分析逻辑。我们认为，重卡行业的首要特征是与宏观经济形势高度相关且波动较大。我们发现，若要对重卡需求走势作出前瞻判断，M2 可能是唯一比较可靠的领先指标。自 05 年以来，M2 增速和重卡销量增速变化趋势非常一致，且 M2 增速具有较为明显的领先性，领先时间为 2-3 个月。

图表8: M2 为重卡销量增速的领先指标



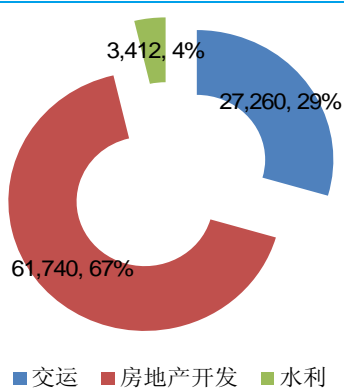
来源: wind、国金证券研究所

- **今年以来 M2 增速稳中有升，有利于重卡需求逐渐改善：**今年 2 月、3 月，我国 M2 增速曾连续两月回升，尽管 4 月份 M2 增速小幅回落至 12.8%，但 5 月份 M2 增速又回升到了 13.2%。考虑到国家制定的今年 M2 增速目标为 14%，当前 M2 增速显然还有一定的提升空间。尤为重要的是，温家宝总理近期已明确表示将“保增长放在更加突出的位置”，且央行已开始降息，我们认为未来 M2 增速提升趋势将更为确定，提升幅度也有可能更为明显。此外，从今年情况来看，5 月份重卡增速降幅已明显收窄，M2 的领先性仍然得到了验证，考虑 M2 增速后续仍将稳中有升，重卡销量增速也将延续改善趋势。
- **重卡需求容易受到行业政策干扰，当前政策影响偏积极：**重卡是我国公路货物运输的主要工具，影响面较广，我国政府对重卡相关的监管也涉及多个部门，各级发改、工信、环保、交通、公安、安监等部门都可在一定环节对重卡实施监管。从重卡销量的历史变化情况看，其需求极易受到行业政策的影响，在某些阶段，行业政策的影响甚至还强于宏观经济，较为典型的案例有两个：04 年间的严厉治超造成了当年重卡销量的暴增以及随后 2005 年暴跌，而 08 年 7 月的国三升级则造成了 08 年上半年重卡需求明显的提前释放。
- **当前政策影响偏积极。**当前阶段，对重卡需求可造成较大影响的政策是 2011 年 7 月正式开始实施的《公路安全保护条例》，尽管《条例》一度造成了客户观望情绪的加重，但《条例》突出的是空前加大了对超载的处罚力度，《条例》将迫使目前仍较为普遍的超载现象逐渐减少从而带来部分新增运力需求。随着各地对《条例》执行日趋严格，这一政策对重卡需求的正面促进作用也将逐渐增强。此外，2013 年 7 月 1 日，国四排放标准将正式实施，预计明年上半年仍将出现一定的提前购买现象，由此可预计明年上半年重卡行业表现销量将有较好表现。

### 工程类重卡：基建投资加速将带动需求逐渐回升

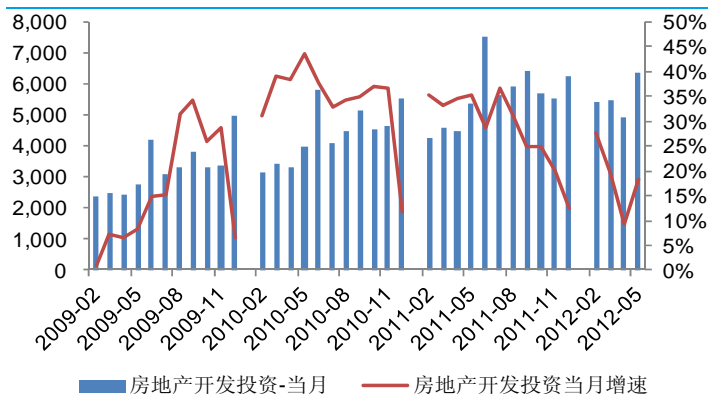
- **工程类投资决定工程类重卡需求：**由于工程类重卡需求与投资高度相关，业界习惯采用固定资产投资增速来判断其需求增长趋势。我们发现，若用较为宽泛的固定资产投资总额并不能很好解释工程类重卡销量的变化趋势，基建、水利与房地产开发投资则可以较好地解释。
- **FAI 总额增速与工程类重卡增速走势存在背离：**固定资产投资总额过于宽泛，除了包含基建、房地产等行业投资之外还包含了制造业、服务业等各行业投资，但这其中诸多投资对重卡需求甚微，这也使得固定资产投资总额的增速变化并不能很好地解释工程类重卡的需求变化。以 2011 年为例，当年我国 FAI 总额增速为 25.1%，比 2010 年还提高 0.6 个百分点，但同期工程类重卡销量增速从 2010 年的 42.3% 下滑至 -14.4%。
- **工程类投资增速与工程类重卡增速走势较为一致：**我们用交运行业、水利行业、房地产开发投资三大类投资合计来代表工程类固定资产投资，即可较好地解释工程类重卡的需求变化（三类投资占固定资产投资总额约 35%，我们将其定义为工程类投资）。同样以 2011 年为例，工程类投资增速为 17.1%，较 2010 年增速大幅下滑 10.7 个百分点，这一变化趋势与工程类重卡销量增速的大幅下滑是吻合的。
- **基建投资正加速，工程类投资有望逐渐改善：**工程类投资中，房地产开发投资虽然仍处于下降通道，但下降幅度已经有限，5 月份还出现了超预期的上升；在国家高度强调保增长的背景下，基建投资的加快则已成为必然，近几个月无论额度及增速均呈明显回升态势；水利行业投资虽然占比较小，但却是最为确定可保持高速增长的一块。合计来看，工程类投资也已呈现上升态势，5 月份工程类投资总额已达近 9000 亿元，明显高于 2-4 月仅 7500 亿元左右的规模。我们认为，工程类投资的改善趋势是确定的，这也必将带动工程类重卡需求的逐渐回升。
- **地产投资增速继续下滑幅度已经有限：**受严厉的房地产调控影响，房地产开发投资增速从 2011 年开始明显下滑。迄今为止，房地产调控并没有显著放松，房地产开发投资增速也仍处于下降通道。2012 年 1-5 月，地产开发投资增速为 18.6%，其中 5 月增速从 4 月份的 9.2% 回升至 18.2%。根据国金房地产研究员的判断，今年房地产开发投资增速将为 16%，按 1-5 月 18.6% 的增速预测，6-12 月的增速仍可达 14.9%，下滑幅度将较为有限。

图表9：2011 年工程类固定资产投资占比情况（亿元）



来源：wind、国金证券研究所

图表10：09 年以来月度房地产开发投资及增速（亿元）

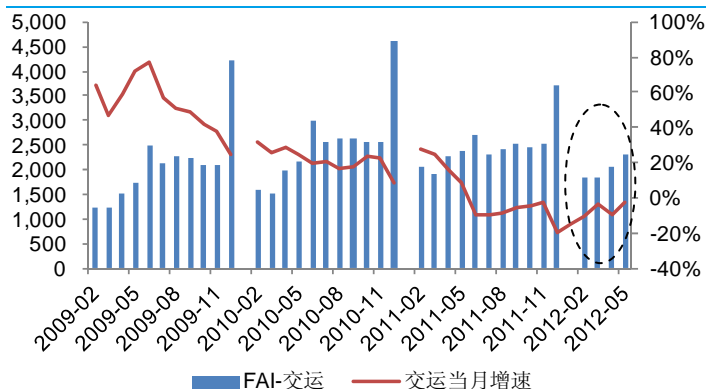


- **基建投资增速已开始回升且存在较大上升空间：**实体经济的超预期下滑已经引起中央高度重视，温家宝总理强调要将“稳增长放到更突出的位置”。毋庸置疑，在当前经济背景下，加快固定资产投资无疑是保增长最为直接和有效的途径，而其中的基建投资则必然是重中之重。3

月份以来，一批高铁工程等重大项目陆续复工，而到了 5 月份国家更是强调要“启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目，要加快前期工作进度”。由此看，基建投资的加快已成为必然，从近几个月数据来看，基建行业投资无论从额度还是同比增速也都已呈现明显回升态势，在当前保增长压力加大、货币政策又已趋势性放松的背景下，我们认为基建投资仍然存在较大的提升空间，这无疑有利于工程类重卡需求的逐渐恢复。

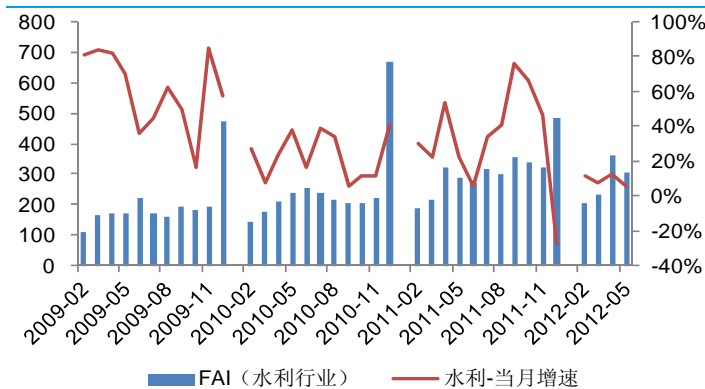
- **水利投资将继续快速增长：**水利投资在工程类投资中占比较小（2011 年约 4%），但却是最为确定的有望保持高速增长的一块。2011 年中央一号文件首次聚焦水利问题，7 月份国家又专门召开了中央水利工作会议，会议明确提出将“水利作为国家基础设施建设的优先领域”，水利建设开始得到前所未有的高度重视。2011 年水利行业固定资产投资额增长 23%，在政策放松与投资加快的大背景下，我们预测今年水利投资增速有望提升至 25%左右，而今年 1-5 月水利投资增速仅为 9.5%，后续提升空间无疑也非常巨大。

图表11：08 年以来月度基建投资额及增速（亿元）



来源：wind、国金证券研究所

图表12：08 年以来月度水利行业投资及增速（亿元）

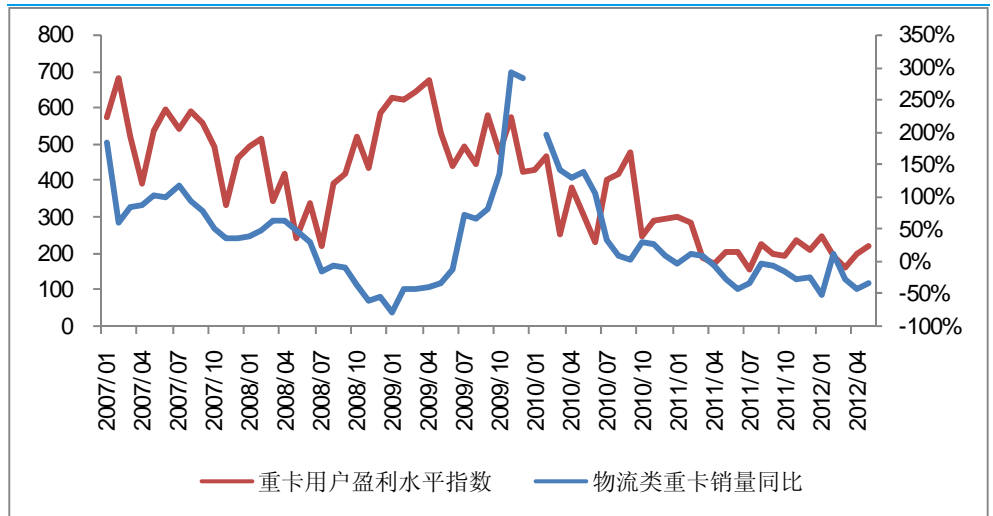


### 物流类重卡：用户盈利能力企稳并有望改善，需求有望恢复

- **用户盈利能力是影响物流类重卡需求的核心指标：**物流类重卡用于物流运输，也正是从这一点出发，业界常用公路货运量或者公路货运周转量的变化情况分析物流重卡需求。我们发现，公路货运量以及货运周转量近几年增长均较为稳定，但物流种类重卡销量波动却极大，简单地将两者匹配并不能准确判断物流类重卡的需求变化趋势。考察影响物流类重卡需求变化的核心因素，我们发现物流类重卡用户的盈利能力是最为显著的关键指标。究其原因，我们认为这是由物流类重卡的本质属性决定的。对于用户而言，重卡就是“挣钱机器”，用户使用重卡所能获得的盈利水平将直接决定其购买意愿。
- **货运价格与油价是影响用户盈利能力的关键因素：**从用户收入端看，每辆车所能承载的货运量较为恒定，货运价格也能在一定程度上反映货运量及重卡运力之间的供求关系，由此货运价格即可充分反映用户的收入情况。从用户成本端看，购车成本、维修保养费用、油耗支出、过桥过路费以及各种罚款都有影响，但购车成本、维修保养费用及过桥过路费均较为稳定，罚款难以预测，而油耗支出则直接受油价影响。由此，我们可选取货运价格与油价变化来分析用户的盈利水平变动，得到的结论如下
- **重卡用户盈利水平与物流类重卡销量增速显著正相关，且前者有领先作用。**根据行业经验并参考典型重卡的经营效益，我们利用公路货运价格指数以及油价拟合了一条重卡用户的盈利水平指数。从下图可见，两者走势高度一致，且前者还有明显的领先作用。由此可见，正是用户的盈利水平变化决定了用户的购买意愿强弱，也由此决定了物

流类重卡的需求增长情况。不仅如此，用户盈利水平的提高传导至重卡需求增速的上升存在时滞，前者领先后者可达6个月。

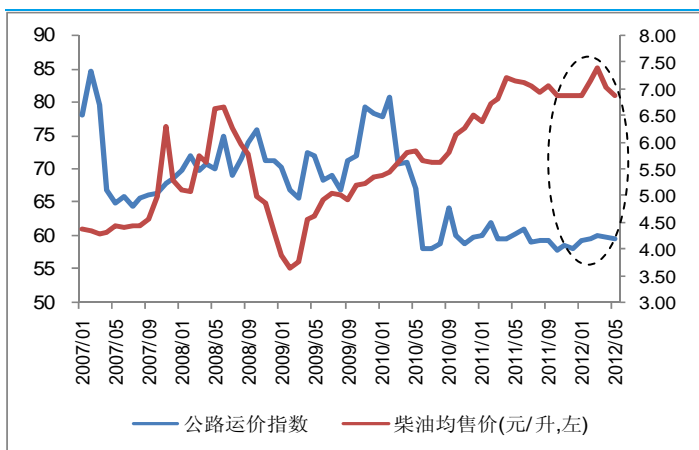
图表13：重卡用户盈利水平与物流类重卡销量增速对比



来源：wind、国金证券研究所

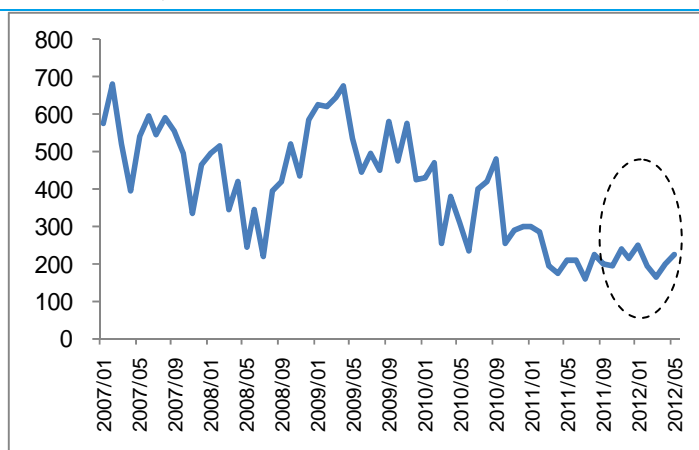
- **今年重卡用户盈利能力有望改善，有利于重卡需求回升：**今年以来，公路货运价格已经企稳并有所回升，而油价在 2-3 月走高后近期则已迎来两次较大幅的降价。综合来看，我们拟合的重卡用户盈利水平指数在 2-3 月份下降后，4-5 月又开始明显回升，结合我们对后续运价、油价的判断，我们认为重卡用户盈利能力有望继续改善，这将直接带动物流类重卡需求的回升。
- **运价已经企稳并有所回升：**2010 年上半年货运价格出现了断崖式的大幅下降，10 年下半年至 11 年则主要在底部徘徊。今年一季度，货运价格曾出现连续 3 个月的小幅上涨，4-5 月则略有回落但仍比 11 年下半年水平稍高。我们认为，当前的公路货运价格仍处于历史低位，继续下滑的可能性很小，其未来走势保持稳中有升的概率较大。
- **油价近期已连续下调，未来大幅走高可能性不大：**09 年以来，油价一路走高，直至 2011 年油价也仍维持高位，但近期这一状况已有望得以改变。今年 5 月，发改委首次下调了成品油价格，柴油每吨下降 310 元；6 月 9 日，成品油价格再次大幅下调，柴油每吨下降 510 元。当前，国际原油价格仍受欧债危机影响呈震荡下行之势，我们认为国内成品油价格至少再度大幅上涨的可能性不大，这也是有利于用户盈利水平继续改善的积极因素。

图表14：近年来公路运价指数与柴油价格走势



来源：WIND、国金证券研究所

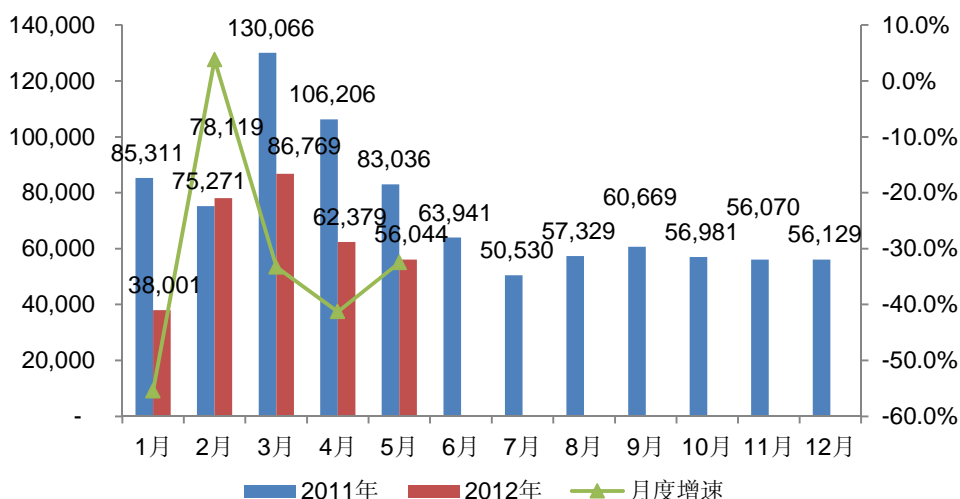
图表15：重卡用户盈利水平指数在底部有所回升



重卡销量增速将前低后高，全年销量下滑幅度将较为有限

- **全年销量增速将为前低后高，8月份左右有望实现正增长：**综合以上分析，我们认为重卡需求的逐渐改善趋势是确定的，但改善的幅度则需取决于国家政策放松的力度以及未来油价、运价的相对走势。此外，由于去年重卡销量呈现明显的前高后低特征，今年重卡销量增速则有望呈现前低后高的良好态势。事实上，今年5月份重卡销量降幅已有明显收窄，我们预计这一趋势将可延续，而到8月份左右重卡销量无论从同比还是环比均有望实现正增长。
- **判断8月份左右重卡有望实现正增长有较为充足的理由。**首先，按照正常季节规律，重卡销量在4-7月份一般都呈现连续下滑，8月份则将开始环比回升；此外，基建投资的加速传导至重卡需求的回升一般需要2-3个月时间，国家从5月下旬开始特别强调“保增长”，如此看重卡需求回升也需要到8月份左右。

图表16：2011-2012年重卡销量月度走势（辆）



来源：中汽协、国金证券研究所

- **预计2012年重卡销量下滑5-15%，中值为80万辆，下滑10%：**由于重卡行业历来波动较大，且今年我国的宏观政策调整强调的是“预调微调”，力度很难把握，由此重卡行业需求的改善幅度也尚难判断。有鉴于

此，我们认为从情景分析角度判断全年重卡销量范围可能更有参考意义。我们判断今年重卡销量增速将介于下滑 5-15%之间，中值则为下滑 10%，对应的全年销量为 80 万辆左右。

- **理论测算，2012 年重卡销量可达约 84 万辆，下滑约 5%。**根据我们在《重卡分析逻辑再思考及 2012 年行业判断》的逻辑推导，我们可通过测算工程类投资以及公路货运量所对应的合理保有量来推导年度销量。在今年工程类投资增长 12%、公路货运量增长 12%、工程类重卡、物流类重卡平均使用年限分别为 4 年、6 年的假设下，我们测算全年重卡销量可达 83.68 万辆，同比小幅下滑 5.1%。我们的以上假设已经充分考虑了今年我国的宏观经济情况以及当前重卡行业的景气程度，我们认为以上销量仍是可能实现的。
- **从悲观角度，假设下半年重卡需求并无改善，全年重卡销量也可达 75 万辆左右，同比下滑约 15%：**今年迄今，我国重卡需求尚未出现明显好转，5 月份重卡单月销量已下降至 5.6 万辆。尽管如此，我们也了解到，目前每月的 5-6 万辆的水平已基本是重卡需求的底部，继续大幅下降的可能性很小。今年 1-5 月，我国重卡销量累计为 32.19 万辆，月均 6.4 万辆，考虑 6 月份销量环比仍可能一定下降，我们预计上半年重卡销量也可达约 37.5 万辆左右。纵使考虑下半年重卡需求较上半年无明显改善，上下半年销量相当，全年销量也可达约 75 万辆，同比增速则为下滑 15%，我们认为这已是较为悲观的结果。

## 主要业务：发动机与变速箱地位稳固，陕汽份额有望继续提升

### 发动机：龙头地位难以撼动，市场份额有望基本稳定

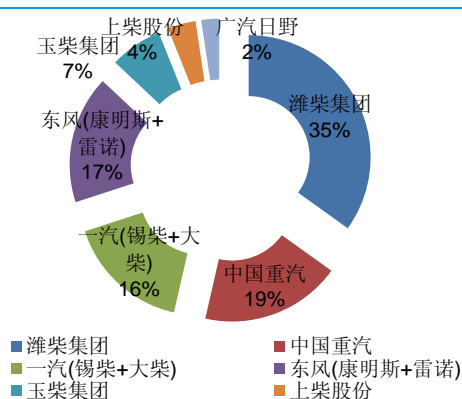
- **重卡发动机竞争格局较为稳定：**在国内重卡领域，一汽、东风、重汽等三巨头发动机自配比例比较高，但除此之外的其它企业则主要依靠独立发动机企业配套。玉柴和潍柴是最为主要的两家独立发动机供应企业。其中，潍柴为重型柴油机龙头，产品主要为 10-12L 大功率产品，福田、北奔等没有发动机自配能力的企业绝大部分都从潍柴采购，一汽、东风也有部分发动机需从潍柴采购，2011 年潍柴在重卡领域市场份额约为 36%，占有率遥遥领先。玉柴尽管其产销规模较潍柴还大，但其主打产品为 7-8L 产品，主要用于客车市场以及中卡、准重卡以及中轻型工程机械。总体而言，玉柴和潍柴主打产品和优势领域差别较大，两者产品重合度并不高，竞争格局也较为稳定。

图表17：国内主要中重型柴油机企业概况

公司	概况	主要产品	配套对象	2011年销量
潍柴	国内重型柴油机龙头，且控股扬柴、潍柴培新，旗下陕汽还持有西安康明斯50%股份	WD/MP系列，70%配重卡、30%配工程机械、少量配客车	除重汽外的几乎所有重卡企业、几乎所有国内装载机、客车企业	47万台（重型柴油机，不含扬柴等）
玉柴	柴油机产量规模第一，旗下玉柴国际美股上市，2011年营收430亿元	中重型发动机排量覆盖6.5-10.3升，但优势为7-8升产品；	主要配套客车、中卡市场，中小型工程机械，重卡市场配套车辆较少	72万台
一汽(锡柴+大柴)	隶属一汽集团，大柴为一汽与道依茨合资，2011年两家总营收125亿元	大柴生产<300马力柴油机，锡柴主要为中轻型，但也有重型柴油机产能12.5万台	重型柴油机主要为一汽解放配套	锡柴33万台 大柴10万台
重汽(济南+杭发)	重汽集团控股，拥有济南与杭发两个基地	主产重型发动机，杭发与济南产能各约12万台	主要为中国重汽配套	11万台
东风康明斯	东风与康明斯合资，各持股51%，2011年营收81亿元	产品排量覆盖4-13升，中重型皆覆盖	面向重卡、客车全行业配套，但主要针对中高端客户	22万台

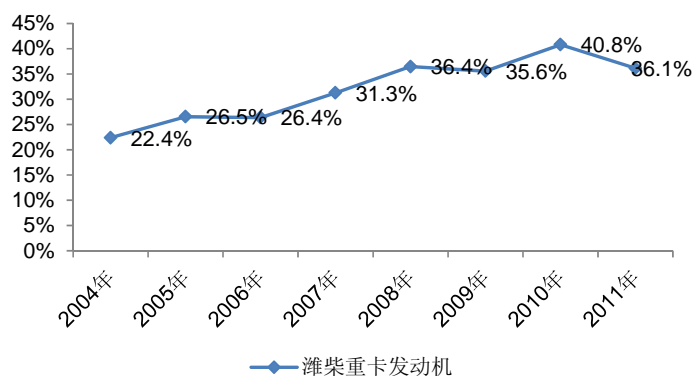
来源：各公司网站、国金证券研究所

图表18: 2010年主要重卡发动机企业销量份额



来源: 中汽协、互联网、国金证券研究所

图表19: 潍柴近年在重卡发动机领域的市场份额



- **潍柴发动机竞争优势非常显著:** 根据我们了解, 潍柴发动机最为用户称道的是其可靠性突出且维修方便, 这也是潍柴产品广受客户欢迎的关键原因。

- **性能领先、可靠性尤为突出:** 潍柴是上世纪 80 年代我国引进斯太尔重卡平台时定点的发动机国产化企业之一(另一为重汽杭发), “根正苗红”的历史渊源从一开始就决定了公司在重型柴油机领域具备突出优势, 加上几十年来的技术引进、消化吸收和再创新, 公司技术开发实力和产品性能都已遥遥领先, 这从目前行业内一些主流产品的性能指标对比中也能明显看出。从下表可以看出, 潍柴发动机的 B10 寿命大幅领先于其它企业产品(仅重汽的 D10 相当), 油耗也明显更低, 而在升功率等其它方面, 潍柴产品则与其它产品基本持平。需要指出的是, 对于依靠重卡来赚钱的用户而言, 可靠性和油耗无疑是最为关键的指标, 在这两方面潍柴产品均有显著优势, 也因此潍柴产品竞争力突出并得以占据领先的市场份额。

图表20: 国内主要重型发动机性能参数比较

企业	发动机型号	排量	功率范围(KW)	最大扭矩(N.m)	排放标准	油耗(g/kW.h)	B10寿命(万公里)	升功率	1米噪音(dB(A))
潍柴	WP10	9.7L	175-276	1000-1460	国III、国IV	n/a	120	28.5	n/a
	WP12	11.6L	199-353	1190-1970	国III、国IV	≤187	120	30.4	<97
玉柴	YC6M	9.8L	206-288	1180-1680	国II、国III	≤193	80	29.4	≤96
	YC6MK	10.3L	220-308	1400-1900	国IV、国V	≤192	n/a	29.9	n/a
重汽	D10	10.3L	198-279	1190-1590	国III、国IV	≤189	120	27.1	<97
	D12	11.6L	250-359	1470-2000	国III	≤188	100	30.9	<97
锡柴	CA6DL2	8.8L	231-261	1250-1500	国III、国IV	≤194	80	29.7	≤96
	CA6DM	11L	261-310	1600-1900	国III、国IV	≤190	100	28.2	≤96
东风康明斯	ISLe	6.7-8.9L	213-275	1050-1550	国III、国IV	≤195	100	42.1	≤97
东风雷诺	dCi	11.1L	213-303	1500-2000	国III、国IV	≤190	100	27.3	n/a

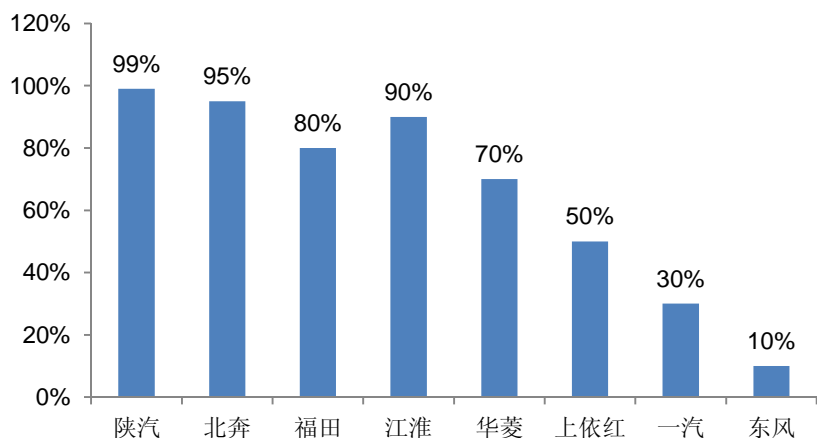
来源: 互联网、国金证券研究所

- **售后服务网点多、服务方便:** 重型柴油机虽非易损件, 但由于工作环境恶劣且经常被超负荷使用, 保养和维修要求非常高。在这一方面, 潍柴的优势同样非常突出, 公司已在全国建立 3000 多个售后服务网点, 网点数远多于其它企业; 此外, 潍柴产品“系列化、标准化、通用化”程度较高, 且社会保有量也明显高于其他企业产品, 由此公司产品保养维修的便利性又更胜一筹, 远非一般企业可比。
- **下游企业自制发动机并不可怕, 公司市场份额可保持稳定:** 从图 19 中可以看出, 该近今年市场份额总体保持稳步提升态势, 尽管 2011 年公司市场份额有所下降但也仍维持 36%左右, 与 08-09 年基本持平。市场对公司市场份额将下降一直存在担心, 但陕汽是公司控股子公司, 北奔尚无自制

计划，而如江淮、华菱等下游企业虽已有计划但自制发动机“没那么简单”，我们认为公司在发动机领域的市场份额可保持基本稳定。

- **下游企业自制发动机“没那么简单”。**首先，重型柴油机有很高的技术含量，也存在很高的进入壁垒，一般企业并不具备开发能力；其次，发动机对于整车性能和品质有着极为重要的影响，而重卡采购仍普遍为客户“点单制”，在这一点上潍柴长期以来所形成的综合优势是其它企业难以比拟的，纵使下游厂家开发出了合适产品，要使客户弃用潍柴产品也是极为艰难的；再者，潍柴所具有的突出优势并不仅体现在技术和产品上，其规模和成本优势也是新进入企业难以比拟的，公司有能力强击败竞争对手，捍卫自己的市场份额。
- **福田、江淮、华菱等企业的自制发动机计划仍主要停留在规划阶段，对潍柴暂无威胁。**福田重卡业务已经同戴姆勒合资，但迄今为主双方在发动机领域的合作仅限于 OM457 一款机型，这一机型属于高端产品，产品价格数倍于国内同类产品，这一机型是难以批量投放国内市场的；江淮虽与纳威斯达已签署合作协议，双方合作也涉及发动机项目，但迄今为主双方合资尚未取得显著进展，合资公司成立还遥遥无期；华菱虽已公告增发募集资金投入发动机项目，但其发动机技术来源仍是未知数，而且其重卡产销规模不足 3 万辆，根本难以形成规模效应，其发展前景难以光明。事实上，我们认为如江淮、华菱等行业三线企业要实现发动机自制是很难的，纵使引入国外产品国产化，其成本也必将明显高于潍柴产品，而且江淮、华菱等企业自身盈利能力不强，这类企业也难以承受大规模的投入和可能的长期亏损。可以预见，在未来相当长时期内这些企业仍将主要依靠潍柴发动机。
- **对一汽的配套量或有可能下降，但幅度将为有限。**公司目前在一汽占有近 30% 的市场份额，2011 年供货量近 5 万台。今年初，一汽锡柴惠山重型发动机基地投产，该基地规划产能达 12.5 万台。市场担心，锡柴重型柴油机产能的增加可能会导致潍柴在一汽中市场份额的下降。我们并不能完全排除这一可能性，但据我们了解，潍柴此前一直在一汽占有较大份额并非因为锡柴产能不足，根本的原因仍是潍柴产品自身的突出优势。根据前面分析，潍柴产品优势的形成并非朝夕之功，短时间内包括锡柴在内的竞争对手也难以比拟，何况选择何种发动机更多仍要由用户决定，由此纵使潍柴在一汽的市场份额将有一定下降，但下降必然是缓慢的、小幅的，对潍柴构不成严重影响。

图表21：潍柴在主要重卡客户中的市场份额



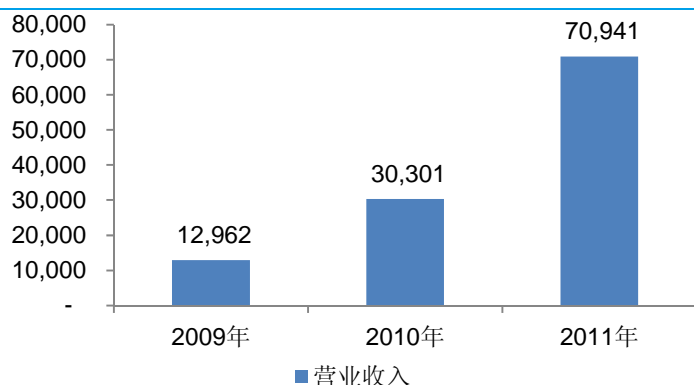
来源：公司资料、国金证券研究所

- **工程机械发动机份额基本稳定，无潜在威胁。**公司在工程机械领域尤其在 5 吨及以上装载机领域占有垄断地位。2011 年，公司共销售工程机械发动机共 13.91 万台，其中 5 吨装载机发动机 12.63 万台，市场份额仍达

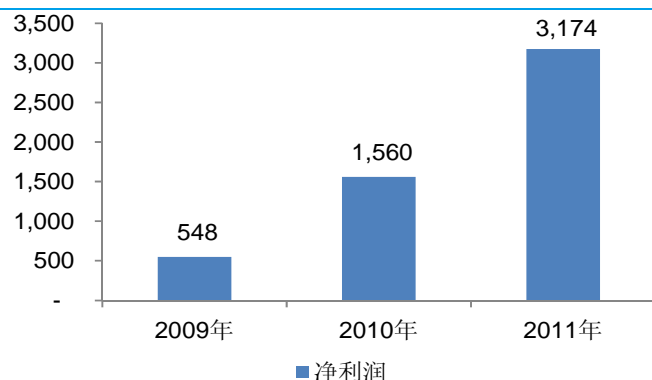
78%。在这一领域，公司同国内主要装载机厂商如柳工、龙工、厦工等都已建立牢固的战略协作关系，且这些厂商并无自制发动机计划，公司在这一领域的市场份额是无需担心的。

- **挖掘机发动机和天然气发动机有望成为未来增长点。**除了已具备足够优势的重卡和装载机发动机外，公司也在积极培育新的增长点。公司产品线已扩展至 2-33L 全系列产品，覆盖轻型、中型、重型商用车以及船用发动机、工业用发动机等广阔领域。但就短中期来看，我们认为公司挖掘机发动机和天然气发动机已经崭露头角，最有可能成为新的业绩增长点。
- **挖掘机市场规模大，公司前景值得期待。**在工程机械领域，挖掘机是除装载机外另一个数量规模较大的市场，2011 年国内挖机销量接近 17.6 万辆。公司将挖机市场作为未来的发展重点之一，但目前为止配套量仅有几千台，主要为山重建机配套。据我们了解，公司目前挖机配套量规模仍较小主要是为了控制品质风险，公司希望通过较长时间的小规模配套不断发现问题不断改进，待公司产品完全成熟后再大规模推向市场。考虑以往公司占领装载机市场也是通过类似的方式实现的，我们认为假以时日公司在挖掘机市场同样有望获得成功。
- **天然气发动机业内领先，正处于快速发展之中：**由于成品油价一直处于高位，天然气重卡正变得炙手可热。在这一领域，公司具有突出的领先优势。早在 1999 年，公司就联合香港培新成立了潍柴培新气体发动机有限公司，2007 年公司又联合加拿大西港公司将培新公司改组成了西港（潍坊）新能源发动机公司，该公司具有突出的技术优势，在国内天然气发动机领域一直处于领先地位。2011 年，西港公司营收达到 7.1 亿元，净利润达 3,174 万元，增幅均超过 100%。我们认为，天然气重卡在未来数年内仍将高速增长，西港业绩也有望继续快速增长。

图表22：西港新能源发动机公司营收（万元）



图表23：西港新能源发动机公司净利润（万元）



来源：公司资料、国金证券研究所

注：即原来的潍柴培新，2010 年更名，持股比例从 50% 下滑至 40%

#### 变速箱：法士特垄断重卡市场，未来有望继续领先

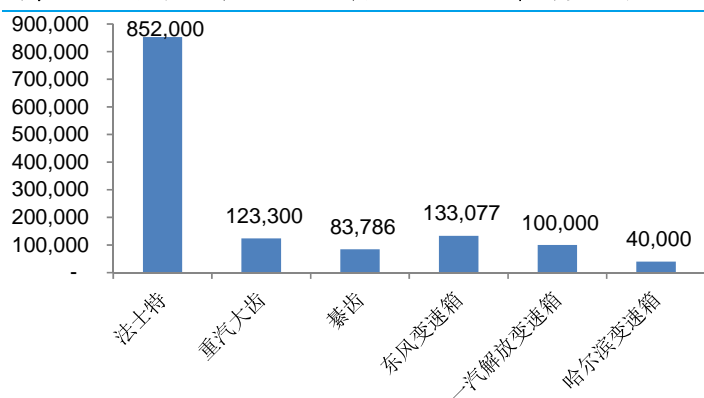
- **法士特几乎垄断重卡变速箱市场：**与重型柴油机相比，中重型变速箱领域的市场竞争格局更为简单。在主要企业中，有实力的独立型企业也就为法士特和葛士，法士特在重卡市场一家独大，市场份额达 80% 左右；而客车市场则主要是葛士的势力范围，两者产品也有部分重合但重合度不高、直接竞争并不激烈。其余的如重汽大齿、一汽哈变、东风变速箱等企业都为内部配套企业。

图表24: 国内主要中重型变速箱企业概况

公司	公司概况	配套对象	技术来源	2010年销量
法士特	潍柴子公司, 4-16档全覆盖、可匹配收入扭矩300-3000N.m的各类型车辆、工程机械	为重卡全行业配套, 也有少量配套大中型客车	伊顿	85万台
重汽大齿	重汽子公司, 覆盖5-16档, 匹配输入扭矩范围450-2200N.m	主要为重汽集团配套, 也有少量配套福田、东风	日产柴	12.3万台
綦江齿轮传动	隶属重庆机电, 共8大类产品, 覆盖10-50吨重卡、各类客车	在客车市场市场领先, 2011年大中客份额为60%	采埃孚	8.4万台
一汽解放变速箱分公司	解放子公司, 输入扭矩范围530-2200N.m, 配套中卡与重卡	主要一汽解放内部配套	伊顿	10万台
哈尔滨一汽变速箱	隶属一汽集团, 覆盖372-1600N.m, 主要配套中轻型车辆	主要为一汽集团配套, 部分为其它客车汽车企业	n/a	4万台
东风变速箱	隶属东风汽车有限公司, 公告8大类产品, 覆盖输入扭矩范围290-1600N.m	主要为东风集团配套	n/a	13万台

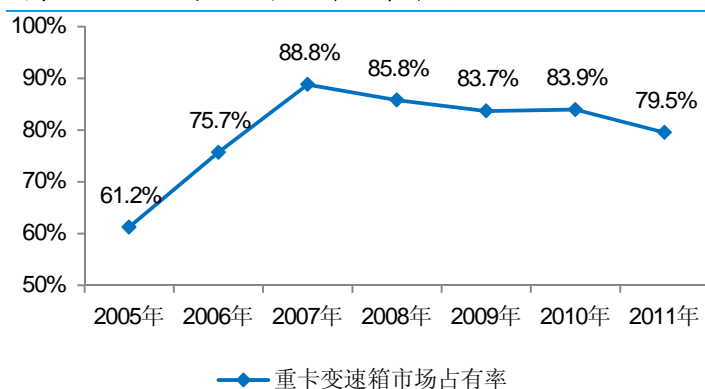
来源: 各公司网站、国金证券研究所

图表25: 国内主要重型变速箱企业 2010 年销量 (台)



来源: 各公司网站等、国金证券研究所

图表26: 法士特变速箱近年重卡市场份额



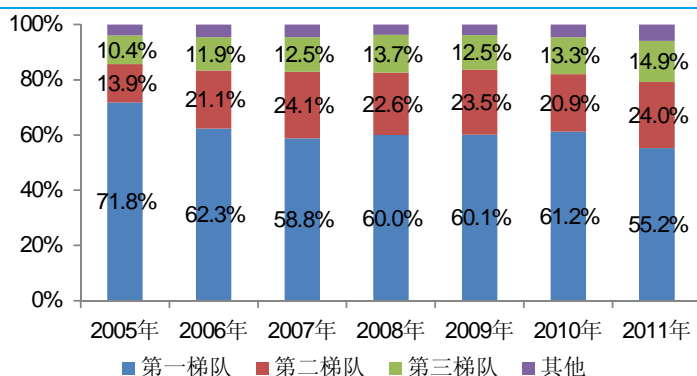
- **法士特竞争优势极为显著, 未来有望持续领跑。**法士特变速箱的竞争优势与潍柴发动机的突出特点是非常相似的。法士特在重卡市场独占鳌头也首先有其历史渊源, 法士特是上世纪 80 年代我国引进斯太尔重卡平台时指定的变速箱国产化定点企业。如今其产品也以品类齐全、性能突出、可靠性高以及保养维修便利为显著特点, 其产销规模更是数倍于其它企业, 竞争对手绝难比拟。我们认为, 公司的这一优势同样难以被竞争对手简单复制, 公司在重型变速箱领域将持续领跑。
- **短期内无重大竞争者威胁:** 如前所述, 法士特的竞争优势是其竞争对手难以比拟的, 尤其綦齿与采埃孚的合资项目已经搁浅, 其挑战法士特的雄心已经大为受挫。在外资品牌中, 采埃孚、伊顿与艾里逊尽管有着技术领先优势, 但产品价格远高于法士特, 产销规模也始终难以大幅提升, 由此看公司至少在中短期内都无重大竞争威胁。
- **与卡特彼勒合资生产自动变速箱将进一步巩固领先优势:** 2011 年 4 月, 法士特与卡特彼勒合资成立了西安双特智能传动有限公司, 合资公司将生产重型液力自动变速箱及配套零部件, 以打破目前国内商用车液力自动变速箱 100% 的依靠进口的局面。这一项目规划产能 12 万台, 计划一期于 2013 年底完工。我们认为, 尽管这一项目短期内难以以为公司带来业绩贡献, 但通过合资合作获得自动变速箱技术无疑将使公司占领技术制高点, 从而进一步巩固国内领先优势。

- **逐步渗透客车市场有望带来新的增长空间：**2010年12月，公司6DS变速箱在宝鸡开工，该变速箱是法士特在其双中轴、细高齿等技术基础上为客车市场量身定做的，公司此举目的也就是为了突破客车市场，争取获得新的成长空间。6DS变速箱的产能规划达5万台，目前已为宇通、金龙、黄海等诸多客车企业适配。我们认为，依靠公司强大的技术实力以及完善的售后服务网络，公司完全可以客车市场取得一定市场份额。

#### 重卡整车：陕汽市场份额持续提高，出口与天然气重卡已成新亮点

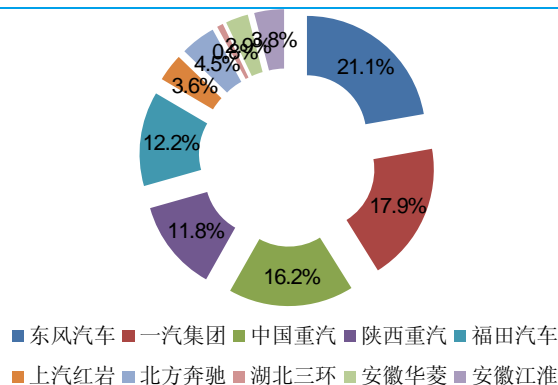
- **陕汽隶属重卡行业第二梯队：**我们将重卡行业的主要企业分成三个梯队，其中第一梯队为东风、一汽、重汽“三巨头”，第二梯队为陕汽与福田两家，第三梯队包括北奔、红岩、华菱、江淮四家。从2005年以来，第一梯队市场份额逐步下滑，但目前仍占据50%的份额；第二梯队与第三梯队份额则逐步提升，2011年市场份额分别达24%与15%。分企业看，第一梯队中一汽与重汽的份额优势下滑较为明显，而陕汽与福田2011年的份额均已超过10%，与第一梯队的差距已明显缩小。

图表27：近年重卡各梯队的市场份额趋势



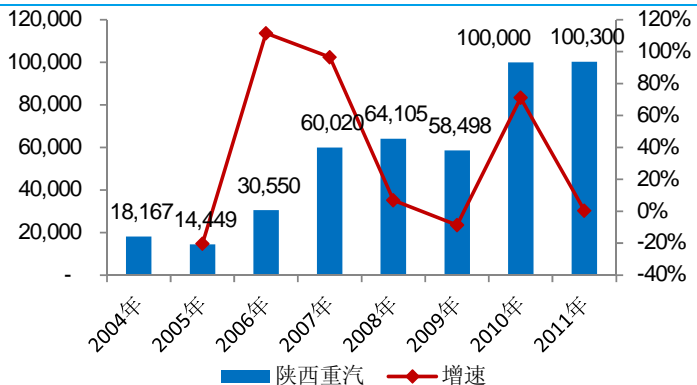
来源：中汽协、国金证券研究所

图表28：2011年主要重卡企业市场份额



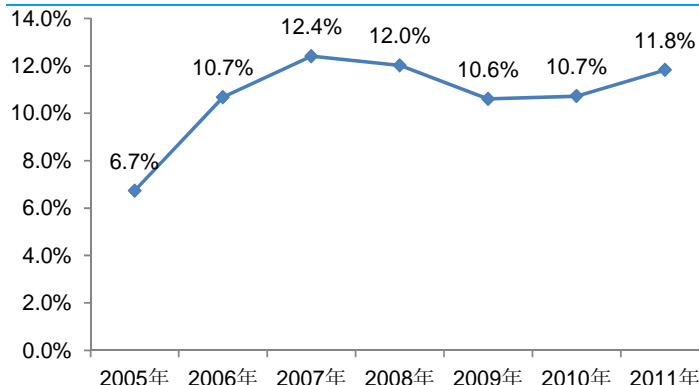
- **依托母公司支持，近年市场份额持续回升：**重卡市场的竞争，首先便体现在核心动力总成方面。并入潍柴后，陕汽便拥有了完整的黄金动力组合：潍柴发动机+法士特变速箱+汉德车桥。近几年，随着陕汽与潍柴磨合的逐渐平顺，在潍柴的大力支持下，公司市场份额已持续提升。2011年，公司市场份额已提升至11.8%。

图表29：陕西重汽近年销量与增速（辆）



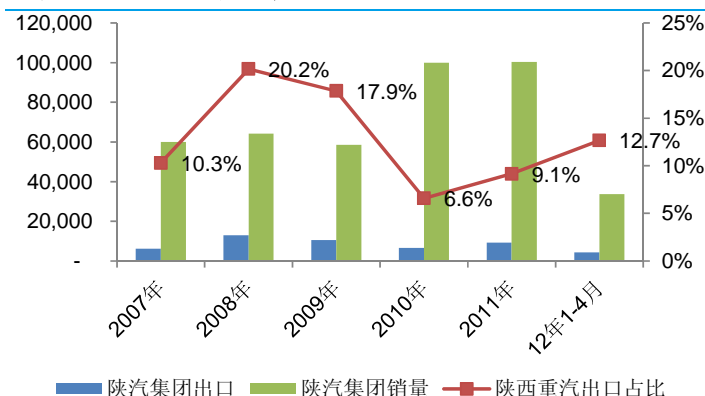
来源：公司资料、国金证券研究所

图表30：陕西重汽近年重卡市场份额



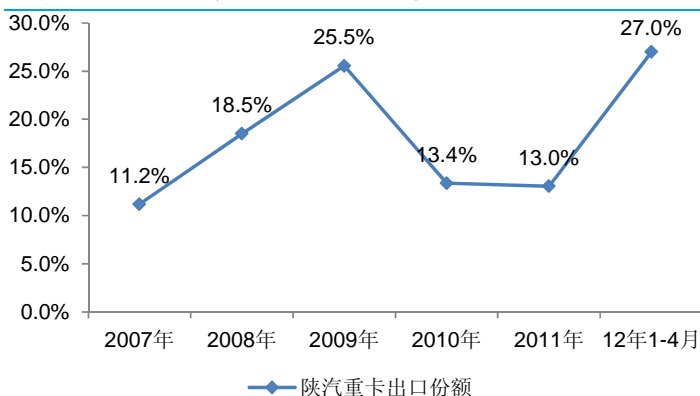
- **重卡出口表现突出，天然气重卡有望成为新增长点。**除了在获得潍柴旗下黄金动力组合有着“近水楼台”的天然优势外，陕汽还在出口和天然气重卡方面表现抢眼。今年以来，公司重卡出口仍然保持高速增长，这也将带动公司销量增长继续强于行业整体水平。不仅如此，天然气重卡热度有增无减，公司在这一领域具有显著的领先优势，公司天然气重卡也将继续大幅增长。总体而言，我们认为公司市场份额仍将持续提升，未来甚至有可能跻身行业第一集团。
- **出口保持高速增长，出口销量占比持续提升：**陕汽是国内最早开展出口的重卡企业，公司出口销量占比和规模一直为行业领先。公司近几年销量增长强于行业整体水平也在很大程度上归功于公司出口销量的快速增长。2011年，陕西重卡出口 9,176 辆，同比增长 39.3%。今年以来，公司出口仍然保持高速增长，1-4 月陕汽重卡出口已达 4,261 辆，同比增长 68.8%，出口销量占比则上升至 12.7%，占国内重卡出口份额则已达到 27%。由于公司在海外市场已耕耘多年，较为明显的领先优势已经建立，公司重卡出口的快速增长是可持续的。

图表31：陕汽近年重卡出口及其销量占比（辆）



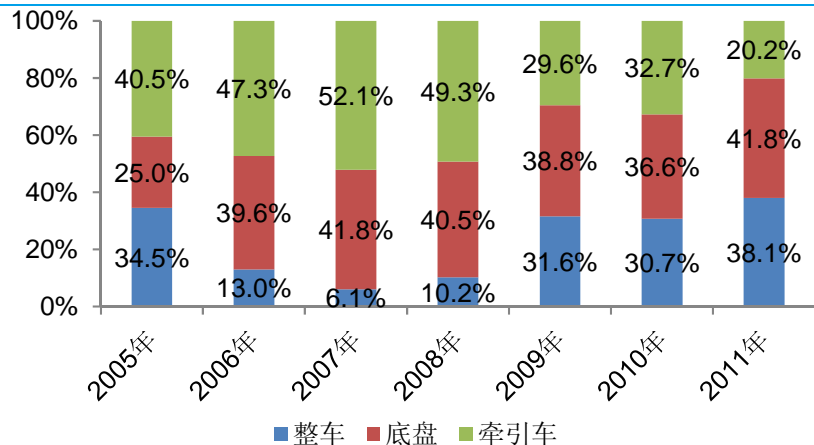
来源：中汽协、国金证券研究所

图表32：陕汽重卡出口占国内重卡出口份额



- **天然气重卡有望继续高速增长：**按当前油气价格测算（柴油 7.5 元/升、天然气 4.5 元/立方米），每 10 万公里 LNG 重卡的使用成本较柴油节省约 15 万元，而其初始购置成本仅高出传统柴油重卡 6-8 万元/辆，经济效益非常明显。目前，天然气重卡受到天然气资源分布、加气站布局等的限制，目前仍主要在西部地区销售。尽管如此，2011 年天然气重卡销量仍约有 5000 辆左右，增速则超过 50%。由于国内成品油价总体仍处于高位，且各地加气站也在加紧建设，我们预计天然气重卡需求将继续高速增长。
- **陕汽在天然气重卡方面有明显领先优势，有望继续领跑：**如前所述，潍柴旗下的西港新能源发动机公司是国内最早成立的专门开发天然气发动机的企业，且具有国内领先的技术水平。而陕西则由于地处西部，公司也很早就意识到了天然气重卡领域存在的商机。2005 年，公司推出国内首辆单一燃料天然气重型商用车；2009 年，陕汽成立国内重卡行业唯一的“重卡新能源研究开发与应用实验室”。由此，公司也一直在天然气重卡领域占据行业领先地位，2011 年公司天然气重卡销量接近 3000 辆，占据国内大部分市场份额。
- **今年以来市场份额已提升至新高度，行业排名已升至第 4 位。**也正是得益于公司的诸多优势，今年以来公司销量表现继续强于行业整体水平。1-5 月公司累计销量为 45586 辆，同比下滑 27.45%，明显低于行业整体的 32.88%，市场份额则提升至 14.17%，已明显超过福田汽车的 12.49%，位列行业第四。我们认为公司市场份额仍有望继续提升。

图表33: 陕汽重卡近年分车型销量结构



来源: 公司资料、国金证券研究所

## 盈利预测与评级

### 盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 年销售收入分别为 593.07、685.62、770.80 亿元, 分别增长-1.19%、15.60%、12.43%; 归属母公司净利润分别为 49.52、63.75、71.28 亿元, 分别增长-11.52%、28.74%、11.80%, 对应的 EPS 分别为 2.97、3.83、4.28 元。
- 关键假设如下:
  - 2012-2014 年, 重卡行业销量增速分别为-10%、10.0%与 8.0%。特别值得说明的是, 2012 年重卡行业销量增速为下滑 10% 的假设属于中性情景下的预测值, 已经较为充分的考虑了当前重卡行业仍然较低的需求情况;
  - 公司发动机和变速箱市场份额基本稳定, 陕西重汽在重卡行业份额则继续有所提升;
  - 今年以来钢材等原材料价格回落较大, 公司成本压力较小, 但由于行业上半年需求下滑较大, 公司综合盈利能力有所下降, 而随着下半年尤其是明年起行业需求回升, 公司盈利能力也将逐渐恢复。综合考虑, 我们预计 2012-2014 年公司综合毛利率为 20.42%、21.86%与 21.78%。

### 估值与投资建议

- 公司当前股价为 31.75 元, 对应 2012-2014 年分别为 10.69、8.29、7.42 倍 PE。从以下比较可知, 公司当前估值水平明显偏低。
- 公司尽管也从事整车生产, 但核心业务为动力总成, 利润来源也主要为动力总成, 实质上公司估值应与万里扬等企业更具有可比性, 但市场也通常将其估值与中国重汽、福田汽车等整车公司比较。从下表可以看出, 无论是与整车公司还是万里扬等零部件公司相比, 公司估值都明显偏低 (福田公司 EPS 为不考虑公司增发、剥离重卡业务等因素值);
- 我们认为, 当前重卡行业需求已经处于底部, 下半年起需求改善趋势也非常明确。作为有着明显技术优势和领先市场份额的核心动力总成供应商, 公司将可充分受益行业需求的复苏, 而公司当前估值水平则已反映了过度

悲观的预期。参考可比公司估值，我们认为公司可按 2013 年 10 倍 PE 估值，目标价为 38.3 元，给予“买入”评级。

图表34：A 股可比企业当前估值情况

代码	公司	收盘价	EPS			PE		
			2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
000951.SZ	中国重汽	13.08	0.86	0.45	0.72	15.14	29.07	18.17
600166.SH	福田汽车	8.00	0.55	0.56	0.63	14.65	14.18	12.72
000581.SZ	威孚高科	32.02	2.12	1.82	2.46	15.10	17.59	13.02
002434.SZ	万里扬	8.27	0.33	0.41	0.64	25.06	20.17	12.92
002406.SZ	远东传动	10.03	0.70	0.75	0.93	14.33	13.37	10.78
002448.SZ	中原内配	24.89	1.36	1.71	2.13	18.30	14.56	11.69
均值						17.10	18.16	13.22

来源：WIND、国金证券研究所

## 风险提示

### 重卡行业销量继续大幅下滑风险

- 公司业绩取决于重卡行业整体景气程度，尽管我们判断下半年重卡行业需求改善趋势明确。但若未来宏观经济政策出现反复或者成品油价格重现大幅上涨，重卡行业需求回升可能低于预期，由此公司业绩改善也可能难达预期。

### 钢材等原材料价格重现大幅上涨风险

- 2012 年以来钢材、橡胶等原材料价格较低，有利于维持较好的盈利能力。但若钢材等原材料价格重现大幅上涨，企业盈利能力将难以回升，业绩增长也将难达预期。

### 公司市场份额明显下滑风险

- 公司发动机、变速箱市场份额均已处于行业领先地位，我们判断公司在此领域份额将保持基本稳定，而陕汽市场份额则有望继续提升。若由于某种原因，公司市场份额出现明显下降，公司业绩将难达预期。

**图表35：潍柴动力收入及分拆预测**

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>整车-陕汽</b>						
销售数量 (辆)	58,498	100,000	100,300	110,000	126,500	141,680
增长率 (YOY)	-8.75%	70.95%	0.30%	9.67%	15.00%	12.00%
销售收入 (百万元)	11,407	21,000	21,063	23,100	27,362	31,258
增长率 (YOY)	-7.80%	84.10%	0.30%	9.67%	18.45%	14.24%
毛利率	13.00%	13.00%	11.00%	11.50%	12.00%	12.00%
毛利 (百万元)	1,482.92	2,730	2,317	2,657	3,283	3,751
<b>变速箱</b>						
销售数量 (辆)	532,049	852,000	701,200	631,080	694,188	749,723
增长率 (YOY)	14.54%	60.14%	-17.70%	-10.00%	10.00%	8.00%
销售收入 (百万元)	5,879	9,457	8,064	7,257	8,143	8,970
增长率 (YOY)	7.50%	60.86%	-14.73%	-10.00%	12.20%	10.16%
毛利率	37.68%	38.00%	36.00%	33.00%	35.00%	35.00%
毛利 (百万元)	2,215	3,594	2,903	2,395	2,850	3,140
<b>发动机</b>						
销售数量 (辆)	322,406	574,000	473,000	439,890	488,278	532,223
增长率 (YOY)	9.03%	78.04%	-17.60%	-7.00%	11.00%	9.00%
销售收入 (百万元)	12,358	22,739	19,894	18,501	21,563	24,209
增长率 (YOY)	31.28%	83.99%	-12.51%	-7.00%	16.55%	12.27%
毛利率	32.79%	33.89%	31.86%	30.00%	33.00%	33.00%
毛利 (百万元)	4,052	7,707	9,242	5,550	7,116	7,989
<b>整车及关键零部件</b>						
销售收入 (百万元)	17,286	53,196	49,021	48,859	57,068	64,438
增长率 (YOY)	-3.11%	207.74%	-7.85%	-0.33%	16.80%	12.91%
毛利率	21.40%	26.38%	23.58%	21.70%	23.22%	23.09%
毛利 (百万元)	3,698	14,031	11,559	10,602	13,249	14,880
<b>其他零部件</b>						
销售收入 (百万元)	3,851.6	6,592.6	6,962.2	6,614.1	7,275.5	8,003.0
增长率 (YOY)	-0.48%	71.17%	5.61%	-5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	17.01%	17.23%	17.48%	17.00%	17.50%	17.50%
毛利 (百万元)	655	1,136	1,217	1,124	1,273	1,401
<b>其他</b>						
销售收入 (百万元)	2,029	3,491	4,036	3,834	4,218	4,640
增长率 (YOY)	1.33%	72.05%	15.62%	-5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	12.41%	11.71%	10.82%	10.00%	11.00%	11.00%
毛利 (百万元)	252	409	437	383	464	510
销售总收入 (百万元)	35,525	63,280	60,019	59,307	68,562	77,080
销售总成本 (百万元)	26,867	47,704	46,807	47,198	53,575	60,290
毛利 (百万元)	8,658	15,576	13,213	12,110	14,987	16,791
平均毛利率	24.37%	24.61%	22.01%	20.42%	21.86%	21.78%

来源: wind、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	35,525	63,280	60,019	59,307	68,562	77,080	货币资金	6,578	11,159	16,613	20,734	29,584	38,434
增长率		78.1%	-5.2%	-1.2%	15.6%	12.4%	应收款项	11,847	16,088	14,530	15,063	17,386	19,516
主营业务成本	-26,867	-47,704	-46,807	-47,198	-53,575	-60,290	存货	5,807	8,793	10,358	9,827	11,155	12,554
%销售收入	75.6%	75.4%	78.0%	79.6%	78.1%	78.2%	其他流动资产	891	1,649	1,209	1,485	1,581	1,682
毛利	8,658	15,576	13,213	12,110	14,987	16,791	流动资产	25,123	37,689	42,709	47,110	59,707	72,185
%销售收入	24.4%	24.6%	22.0%	20.4%	21.9%	21.8%	%总资产	69.4%	72.3%	69.4%	72.6%	78.9%	82.7%
营业税金及附加	-157	-295	-222	-249	-288	-324	长期投资	793	1,743	1,468	1,469	1,508	1,558
%销售收入	0.4%	0.5%	0.37%	0.42%	0.42%	0.42%	固定资产	8,226	10,264	14,770	14,197	12,282	11,174
营业费用	-1,697	-2,925	-2,907	-2,847	-3,222	-3,623	%总资产	22.7%	19.7%	24.0%	21.9%	16.2%	12.8%
%销售收入	4.8%	4.6%	4.8%	4.80%	4.70%	4.70%	无形资产	1,638	1,625	1,857	1,274	1,385	1,488
管理费用	-1,740	-2,584	-3,022	-2,965	-3,428	-3,854	非流动资产	11,095	14,471	18,836	17,763	15,993	15,070
%销售收入	4.9%	4.1%	5.0%	5.00%	5.00%	5.00%	%总资产	30.6%	27.7%	30.6%	27.4%	21.1%	17.3%
息税前利润 (EBIT)	5,064	9,771	7,062	6,049	8,048	8,990	资产总计	36,218	52,160	61,545	64,873	75,700	87,255
%销售收入	14.3%	15.4%	11.8%	10.2%	11.7%	11.7%	短期借款	1,516	577	2,241	0	0	0
财务费用	-147	-95	-31	12	-4	-10	应付款项	14,453	21,622	22,918	22,901	26,017	29,276
%销售收入	0.4%	0.2%	0.05%	-0.02%	0.01%	0.01%	其他流动负债	2,185	4,120	4,254	4,426	5,011	5,276
资产减值损失	-430	-506	-19	-24	-31	-37	流动负债	18,154	26,320	29,413	27,327	31,028	34,553
公允价值变动收益	0	4	0	0	0	0	长期贷款	942	955	352	352	352	352
投资收益	40	71	158	197	247	308	其他长期负债	1,461	1,515	2,876	2,941	2,962	2,987
%税前利润	0.9%	0.8%	2.1%	3.0%	2.9%	3.2%	负债	20,557	28,790	32,642	30,621	34,343	37,892
营业利润	4,528	9,245	7,170	6,234	8,260	9,250	普通股股东权益	11,755	18,515	22,903	27,653	33,808	40,713
营业利润率	12.7%	14.6%	11.9%	10.5%	12.0%	12.0%	少数股东权益	3,907	4,855	5,999	6,599	7,549	8,649
营业外收支	152	151	249	298	358	430	负债股东权益合计	36,218	52,160	61,545	64,873	75,700	87,255
税前利润	4,680	9,397	7,419	6,532	8,618	9,680	比率分析						
利润率	13.2%	14.8%	12.4%	11.0%	12.6%	12.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-732	-1,398	-1,099	-980	-1,293	-1,452	每股指标						
所得税率	15.6%	14.9%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	4.090	4.071	3.359	2.972	3.827	4.278
净利润	3,948	7,999	6,320	5,552	7,325	8,228	每股净资产	14.110	11.113	13.747	16.598	20.292	24.436
少数股东损益	540	1,217	723	600	950	1,100	每股经营现金净流	2.928	5.223	3.573	3.878	5.175	5.761
归属于母公司的净利润	3,407	6,782	5,597	4,952	6,375	7,128	每股股利	0.480	0.430	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	9.6%	10.7%	9.3%	8.4%	9.3%	9.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.99%	36.63%	24.44%	17.91%	18.86%	17.51%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	9.41%	13.00%	9.09%	7.63%	8.42%	8.17%
净利润	3,948	7,999	6,320	5,552	7,325	8,228	投入资本收益率	21.93%	31.65%	17.57%	13.75%	15.37%	14.55%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,368	1,806	1,475	1,666	1,936	2,242	主营业务收入增长率	7.24%	78.13%	-5.15%	-1.19%	15.60%	12.43%
非经营收益	64	-299	139	-451	-563	-729	EBIT增长率	53.03%	92.94%	-27.73%	-14.35%	33.06%	11.70%
营运资金变动	-2,939	-804	-1,981	-306	-77	-142	净利润增长率	76.43%	99.04%	-17.48%	-11.52%	28.74%	11.80%
经营活动现金净流	2,441	8,702	5,954	6,461	8,621	9,599	总资产增长率	23.75%	44.02%	17.99%	5.41%	16.69%	15.26%
资本开支	-1,335	-1,772	-3,379	-189	259	-770	资产管理能力						
投资	-7	-343	-279	0	-40	-50	应收账款周转天数	32.1	22.8	28.3	29.0	29.0	29.0
其他	1	108	18	197	247	308	存货周转天数	79.2	55.9	74.7	76.0	76.0	76.0
投资活动现金净流	-1,340	-2,007	-3,640	8	465	-512	应付账款周转天数	100.7	82.3	102.2	100.0	100.0	100.0
股权募资	78	90	638	0	0	0	固定资产周转天数	72.1	45.2	58.7	59.0	51.5	45.3
债权募资	-154	-855	2,406	-2,227	8	10	偿债能力						
其他	-510	-696	-1,142	-120	-245	-247	净负债/股东权益	-18.13%	-35.71%	-39.21%	-51.66%	-64.18%	-71.70%
筹资活动现金净流	-586	-1,462	1,902	-2,347	-237	-237	EBIT利息保障倍数	34.6	102.8	229.4	-525.9	2,225.6	862.1
现金净流量	514	5,233	4,216	4,122	8,850	8,849	资产负债率	56.76%	55.20%	53.04%	47.20%	45.37%	43.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	5	6	7
买入	1	1	7	13	15
持有	0	1	3	4	4
减持	0	0	0	0	0
卖出	2.00	2.00	1.89	1.90	1.90
评分	1.00	1.43	1.50	1.54	1.53

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；  
增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；  
中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；  
减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 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, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B