

## 公司拐点：新业务即将开始贡献业绩

**潍柴重机 (000880.SZ)**
**推荐 首次评级**
**投资要点：**
**● 安全边际足够，盈利拐点出现，给予“推荐”评级**

预计公司2014-2015年业绩将实现高增长，2013-2015年EPS分别为0.20、0.39、0.68元，对应PE分别为39、20、11倍。

**● 船用中速柴油机龙头，从内河航运驶向远洋；战略产品前景看好**

公司是国内船用中速柴油机龙头，内河航运中速柴油机市占率位居国内第一。公司战略新产品大功率中速柴油机相当于再造一个“新潍柴重机”，海监船、海工船、远洋渔船等领域配套需求快速放量，前景看好。

**● 传统业务：内河航运需求企稳，发电机组、船用LNG动力前景好**

船舶市场步入回暖趋势，2013年中国船舶行业承接新船订单同比大幅增长242%。内河、沿海船舶趋向节能减排大型化标准化，需求企稳回升。

发电机组市场需求超过船用中速机，国防、通讯、油气领域和出口将成为增长亮点；未来海外重油发电机组、燃气发电机组需求前景看好。

公司已成功开发出船用燃气发动机和燃气发电机组，正在发展船用LNG发动机。LNG船舶配套政策即将出台，公司占据船用LNG发动机价值链中的核心地位，LNG船舶市场启动将带动公司LNG发动机市场需求。

**● 大股东潍柴集团收入超千亿；公司未来将受益国企改革**

集团公司高度重视公司发展，资源配置上给予倾斜；原西港新能源董事长任公司总经理，引入浙江中高重工原总经理等。公司未来受益国企改革，有望显著提升管理运营效率，提升公司EPS和估值水平。

**● 从资产负债表看，公司现金充沛，无银行负债；安全边际高**

公司市值21亿，4.6亿元现金，无银行负债。截止2012年底，累计在新业务上投资12.5亿元。扣除4.6亿元现金及对外12.5亿投资，老业务估值约4亿元。剔除新业务折旧等，估计老业务2012年EPS约0.52元，老业务2012年EPS对应当前股价PE约15倍。

**● 风险提示：大功率柴油机进展低于预期、内河航运需求下滑**

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	2,381.93	2,105.01	2,149.41	2,569.82	3,036.31
营业收入增长率	-10.50%	-11.63%	2.11%	19.56%	18.15%
净利润 (百万元)	189.79	73.82	54.83	106.81	188.81
净利润增长率	-12.84%	-61.11%	-25.72%	94.79%	76.77%
EPS (元) (摊薄)	0.69	0.27	0.20	0.39	0.68
ROE (摊薄)	17.19%	6.26%	4.44%	8.03%	12.60%
P/E	11	29	39	20	11
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4

资料来源：中国银河证券研究部

**王华君 机械军工行业分析师**

☎: (8610) 6656 8477

☐: wanghuajun@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513050002

**陈显帆 机械军工行业分析师**

☎: (8621) 2025 7807

☐: chenxianfan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020002

**邱世梁 机械军工行业首席分析师**

☎: (8621) 2025 2602

☐: qiushiliang@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511080004

**市场数据 时间 2014.2.21**

A股收盘价(元)	7.74
A股一年内最高价(元)	9.28
A股一年内最低价(元)	6.23
上证指数	2113.69
市净率	1.7
总股本 (亿股)	2.76
实际流通A股 (亿股)	1.35
总市值 (亿元)	21.37
流通A股市值(亿元)	10.46

**相关研究**

行业深度:《机械军工行业:2014年投资策略:分化:传统与转型新型产业共舞》

2013-12-31

**驱动因素、关键假设及主要预测：**

**1、船舶市场步入回暖趋势，新接订单大幅增长。**2013年中国船舶行业承接新船订单同比增长242%。2013年中国船舶工业累计新承接订单6984万载重吨，同比大幅增长242%，所占市场份额全球第一。截至12月底，中国船舶工业手持船舶订单1.31亿载重吨，同比增长22.5%。

**2、2012年国内中速柴油机市场规模约120亿元，需求有望逐步企稳。**船用柴油机应用于船舶推进动力装置和船舶电站，在船用配套设备中分别占20-30%和6-10%。2012年全国船用柴油机总市场规模约370亿元，中速柴油机约占1/3，2012年市场约120亿元。

**3、千吨以上大型海监船需求激增，近期36艘海监船柴油机将交付，未来需求可能超预期。**随着中日、中菲在东海南海事件升级，大型海监船需求猛增。中国海监计划新建36艘海监船，2013年开始交付。近期中船重工七〇四所成功签订了万吨和4000吨级海监合同订单，未来国家将继续加大海上维权力量的建设，大型海监船用大功率中速柴油机需求可能超预期。

**4、内河沿海航运：趋向节能减排、大型化标准化，中速机年需求近50亿，更新需求保持稳定；LNG船舶需求前景看好。**2012年我国内河运输船舶共16.52万艘，总功率2995万千瓦。沿海运输船舶10947艘；总功率1706万千瓦。通常内河运输船舶用柴油机5年左右更换一次，每年更新的柴油机在3万台以上；参考平均功率181千瓦/艘，如按照10万元/台计算，每年更新需求约30亿元。沿海运输船舶每年更新柴油机约2000台左右，如按照100万元/台计算，每年更新需求在20亿元左右。

**5、其他驱动因素：**(1)海洋工程用船舶景气向上；(2)中央和地方财政补贴激发远洋渔船装备升级，拉动大功率中速机需求增长；(3)发电机组：国防、通讯、油气领域和出口将成为公司增长亮点；(4)新产品：未来发展船用燃气发动机和发电机组、船用LNG发动机。

**我们与市场不同的观点：**

**1、安全边际足够。**市值21亿，4.6亿元现金，无银行负债。截止2012年底，累计在新业务上投资12.5亿元。扣除现金及对外12.5亿投资，老业务估值约5亿。剔除新业务的折旧及人员工资，预计老业务2012年EPS约0.52元，传统业务2012年对应当前股价PE约15倍。

**2、行业景气改善，新产品放量，公司拐点出现。**内河和沿海船舶柴油机、船用和陆用发电机组景气有所改善；公司战略新产品大功率柴油机预计今年可能盈利，未来业绩弹性较大。海监船、海工主机、海外陆上发电主机将持续放量，远洋渔船也将带来增量；船用LNG动力预计在2015年欧3标准推出后持续放量，带来EPS和估值的双提升。

**3、公司未来将受益于国企改革。**大股东潍柴集团实力雄厚，有望成为山东省国企改革领军企业。国企改革动力下，公司有望显著提升管理运营效率，提升公司EPS和估值水平。

**公司估值与投资建议：**预计公司2014-2015年业绩将实现高增长，2013-2015年EPS分别为0.20、0.39、0.68元，对应PE分别为39、20、11倍，给予“推荐”评级。

**股票价格表现的催化剂：**获海监、海工、远洋渔船大额订单；海外发电机组出口获突破；LNG发动机取得重大进展，内河航运LNG船舶政策获突破；国企改革获得重要进展。

**主要风险因素：**大功率柴油机进展低于预期、内河航运需求下滑。

## 目 录

<b>一、主营船用中速柴油机，将从内河航运驶向远洋.....</b>	<b>1</b>
(一) 船用中速柴油机龙头，内河航运市场份额高 .....	1
(二) 战略产品（大功率柴油机）即将放量，业绩拐点开始显现.....	2
(三) 大股东潍柴集团实力雄厚，未来公司有望受益国企改革 .....	3
(四) 高管团队优秀，引入关键人才期待新气象 .....	4
<b>二、中速柴油机市场规模约 120 亿元，需求将逐步回暖.....</b>	<b>5</b>
(一) 中速柴油机应用领域广泛，大功率中速机市场空间大 .....	5
(二) 2012 年国内中速机市场规模约 120 亿元，竞争格局较稳定.....	5
(三) 2013 年船舶新接订单增长 242%，中速机市场有望企稳回升 .....	7
<b>三、公司战略产品：大功率中速柴油机市场前景看好.....</b>	<b>9</b>
(一) 大型海监船需求猛增，大功率中速机迎来新一轮需求高峰.....	9
(1) 千吨级大型海监船需求猛增，近期 36 艘陆续交付，未来可能再增加 .....	9
(2) 武昌船舶重工、中船黄埔造船为大型海监船主要制造商.....	10
(3) 潍柴重机：2012 年已配套海监船；已获武昌船舶重工、黄埔造船等订单 .....	11
(二) 海洋工程用船舶景气向上，拉动大功率中速机需求 .....	12
(三) 财政补贴激发远洋渔船装备升级，提升大功率中速机需求.....	13
<b>四、公司传统业务：内河航运需求企稳，发电机组待突破.....</b>	<b>15</b>
(一) 内河沿海航运：市场需求近 50 亿，节能减排促进更新需求.....	15
(二) 发电机组：国防、通讯、油气领域和出口将成公司增长亮点.....	16
(三) 新产品：未来发展船用燃气发动机和发电机组、LNG 发动机 .....	17
<b>五、盈利预测：业绩拐点显现，未来三年将实现高增长.....</b>	<b>19</b>
(一) 预计 2014-2015 年公司营业收入年均增长 15% 以上.....	19
(二) 2014-2015 年净利润将实现高速增长 .....	19
<b>六、估值分析：安全边际较高，估值具较大提升空间.....</b>	<b>21</b>
(一) 安全边际较高 .....	21
(二) 估值低于行业平均水平，具有较大提升空间 .....	21
<b>附录：3 张表预测 .....</b>	<b>22</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>24</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>25</b>

## 一、主营船用中速柴油机，将从内河航运驶向远洋

### （一）船用中速柴油机龙头，内河航运市场份额高

公司是国内船用中速柴油机龙头企业，主要生产船用柴油机和发电机组。2012年，公司柴油机收入占比近68%，发电机组占比18%。公司传统产品——中小功率中速柴油机主要用于内河航运和近海船舶主机、远洋船舶辅机；战略新产品——大功率中速柴油机可用于海监船、海工船、远洋渔船主机等领域；发电机组主要分为船用和陆用发电机组两种。

公司在内河航运中速柴油机市占率位居国内第一；柴油发电设备占据国内市场较大份额。

图1：公司传统主导产品：船用中小功率中速柴油机



资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

图2：公司战略新产品——船用大功率中速柴油机即将放量



资料来源：中国船舶在线网、中国银河证券研究部

图3：潍柴重机：为船舶动力和能源电力提供整体解决方案

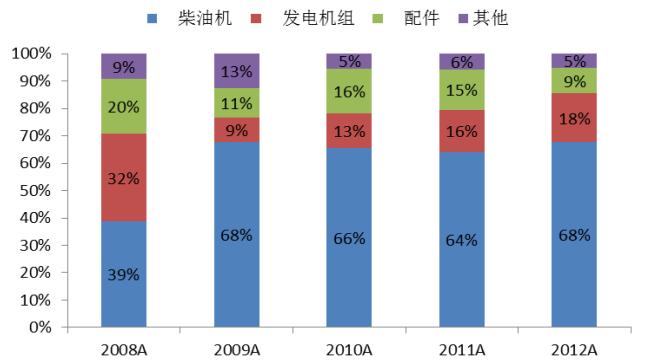


资料来源：公司网站、中国银河证券研究部

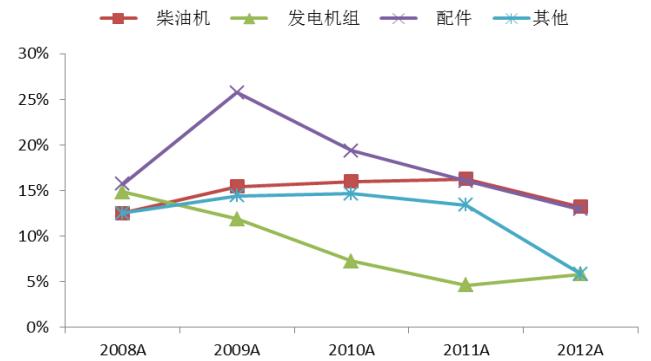
图4：潍柴重机：配套中国首艘省级千吨级海监船



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

**图 5：2012 年柴油机收入占比近 68%，发电机组占比近 18%**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

**图 6：2012 年公司产品毛利率处于近五年低位**


资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

**表 1：公司主要产品型号及应用领域**

公司主要产品	技术含义	主要应用
<b>一、柴油机</b>		
<b>1、传统柴油机产品</b>		
其中：6160 系列		
6 缸，缸径 160mm		
其中：6170 系列		
6 缸，缸径 170mm		
其中：8170 系列		
8 缸，缸径 170mm		
其中：CW200 系列（重庆）		
缸径 200mm		
<b>2、大功率中速柴油机 (MAN)</b>		
其中：27/38 系列		
气缸直径 270mm；活塞行程 380mm		
其中：32/40 系列		
气缸直径 320mm；活塞行程 400mm		
其中：L16/24 系列		
气缸直径 160mm；活塞行程 240mm		
其中：L21/31 系列		
气缸直径 210mm；活塞行程 310mm		
<b>二、发电机组</b>		
1、船上发电机组	中速或高速柴油机	船用辅机
2、陆上发电机组	中速或高速柴油机	国防、通讯、油气领域发电机组

资料来源：公司网站、中国银河证券研究部整理

## （二）战略产品（大功率柴油机）即将放量，业绩拐点开始显现

2007-2012 年，公司收入、净利润复合增长率分别为 18.1%、6.4%。2009 年内河航运需求增长，公司迎来资产置换后的第一轮高增长。2011-2012 年内河航运需求放缓，公司业绩大幅下滑。

2011 年，公司战略产品——大功率中速柴油机正式投产，初步完成由内河到海运产业布局延伸。公司成功向客户移交了首台 32/40 系列大功率柴油机，实现了公司历史上大功率船用柴油机产品的关键突破，正式迈入万匹马力柴油机生产制造领域。

2013 年，随着公司新产品大功率中速柴油机在海监船、海工船、远洋渔船等领域的逐步放量，公司业绩将迎来拐点。2013 年第 2 季度公司单季度收入增速开始转正，净利润下滑势

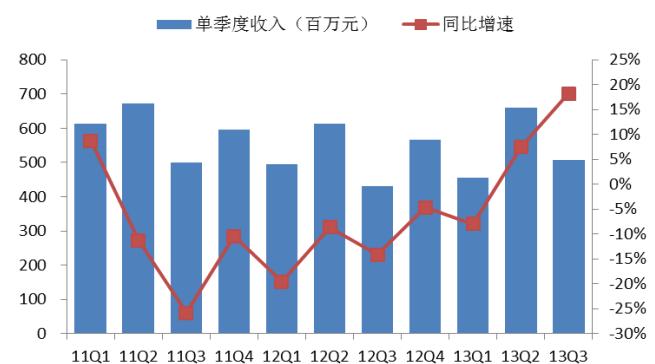
头开始有所好转。

图 7: 2009 年内河航运需求增长, 拉动公司第一轮高增长



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

图 9: 2013 年 2 季度开始, 公司单季度收入开始实现正增长



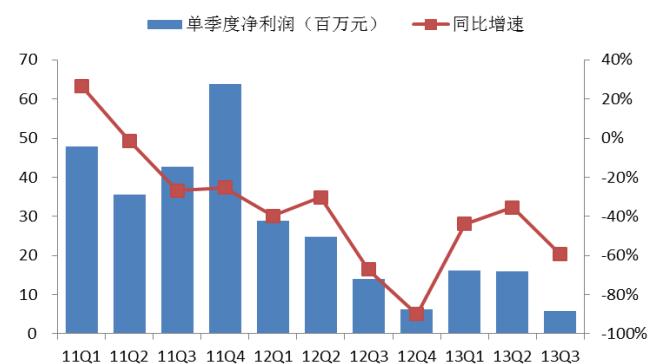
资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

图 8: 2011-2012 年内河航运需求放缓, 公司业绩大幅下滑



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

图 10: 2013 年开始, 公司单季度净利润下滑势头开始好转



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

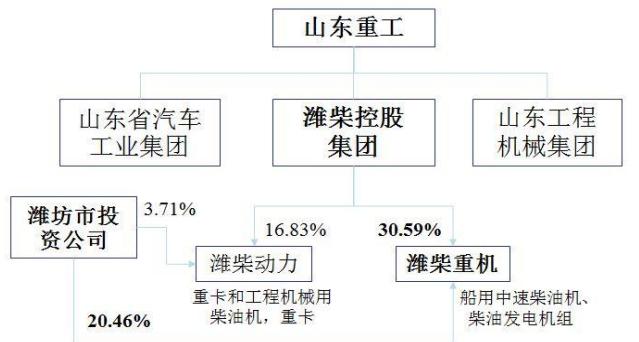
### (三) 大股东潍柴集团实力雄厚, 未来公司有望受益国企改革

公司隶属于山东重工集团, 大股东潍柴控股集团实力雄厚。潍柴控股集团是目前中国综合实力最强的汽车及装备制造集团之一, 2013 年销售收入达到 1003.6 亿元。公司二股东为潍坊市投资公司。

公司和潍柴动力均为潍柴集团旗下企业。其中, 潍柴动力核心产品为高速柴油机, 主要用于重卡和工程机械, 目前已经发展成为重卡、工程机械动力总成和商用车整车制造企业。潍柴重机核心产品为中速柴油机, 主要用于船舶动力和柴油发电机组。

公司目前拥有一家子公司, 参股山东重工集团财务公司和山重融资租赁公司。其中, 山东重工集团财务公司由山东重工、潍柴动力、潍柴重机、山推股份及中国金谷国际信托共同投资成立, 注册资本为 10 亿元, 公司参股 20%。山重融资租赁公司隶属于山东重工集团有限公司, 注册资本 9.2 亿元, 公司参股 19.565%。

图 11：公司隶属于山东重工集团，两大股东实力雄厚



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 12：公司参股山东重工集团财务公司和山重融资租赁公司



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 2：公司主要子公司、参股公司 2012 年经营情况：两大参股公司对公司业绩具备一定影响

公司名称	公司类型	所处行业	主要产品或服务	注册资本	总资产 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	营业利润 (万元)	净利润 (万元)
潍柴重机发电设备公司	子公司	制造业	发电机组	5000 万元	1.52	0.52	2.13	112	128
山东重工集团财务公司	参股公司	金融业	金融业务	10 亿元	34.70	24.58	10.12	3901	1212
山重融资租赁有限公司	参股公司	融资租赁	融资租赁	9.2 亿元	39.69	29.44	10.25	27997	4749

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

十八大三中全会以来，国企改革提升到一个新的高度。近期中石化、格力集团国企改革动作明显，率先打开国企改革局面，特别是中石化作为一家央企，更具影响力。

在全国经济总量前几位的省份中，山东是国企改革最有潜力的省份之一，山东国有企业比较多。山东省主要领导懂得证券、资本市场。潍柴集团是山东省国企中最市场化的企业之一；在山东省的国企利税排名数一数二。潍柴集团具有勇于改革的历史传统。

我们判断潍柴集团很可能在山东省的国企改革中处于前列，潍柴重机作为潍柴集团中地位重要、目前规模体量不大、未来增长潜力较大的板块，未来有望受益于国企改革。

#### （四）高管团队优秀，引入关键人才期待新气象

公司董事长谭旭光在行业内具有重要影响力。谭旭光先生连续被选为十届、十一届全国人大代表，荣获“全国劳动模范”“五一劳动奖章”“中国最具影响力的企业领袖”“2005CCTV十大中国经济年度人物”“2010CCTV 十大中国经济年度人物”等荣誉称号，2012 年被评为 20 世纪影响中国的 25 位企业家之一，现兼任中国工业经济联合会主席团主席，中国机械工业联合会副会长，中国企业联合会/中国企业家协会副会长，中国内燃机工业协会理事长。

2012 年 8 月，马玉先生出任公司总经理，顾文海先生出任公司执行总经理，新管理团队有望为公司带来新的变革。马玉先曾任潍坊柴油机厂采购部部长、潍柴动力西港新能源发动机有限公司总经理、董事长，潍柴动力股份有限公司总裁助理等职。顾文海先生曾任中高柴油机重工有限公司总经理，中高控股集团公司（筹）总裁助理等职。

## 二、中速柴油机市场规模约 120 亿元，需求将逐步回暖

### (一) 中速柴油机应用领域广泛，大功率中速机市场空间大

船用柴油机按照曲轴转速、技术特征、应用领域分类，通常分为低速机、中速机、高速机三类。其中低速机输出功率大，主要用于大型（例如万吨以上）远洋主力船舶；中速机使用广、数量多，中小功率中速机主要用于内河船舶主机和发电机组，大功率中速机主要应用于近海船舶主机、几千吨级远洋船舶主机、大型远洋船舶辅机。

表 3：大功率中速机主要应用于近海船舶主机、几千吨级远洋船舶主机、大型远洋船舶辅机

柴油机	曲轴转速（转/分钟）	技术特征	主要应用领域	国内主要生产企业	国际主要生产企业
低速机	$n < 300$	发动机直接驱动螺 旋桨；热效率高、耗 油低、输出功率大； 体积大而重	大型（例如万吨以上）远洋船 舶主力动力	沪东重机（中船集团）、大连船用 柴油机（中国重工）、宜昌船舶柴 油机（中国重工）、熔安动力（民 企）	德国 MAN、芬兰瓦 锡兰、日本三菱
中速机	$n=300 \sim 1000$	中小 功率 齿轮减速箱驱动螺 旋桨或用于发电；介 于低速与高速机之 间，使用广，数量多	内河船舶主机、船用和陆用发 电机组	潍柴重机、淄博柴油机总公司（中 农发展）、宁波中策、河柴重工（中 国重工）	德国 MAN、芬兰瓦 锡兰、法国热机协 会、德国 MTU、瑞 士苏尔寿、美国卡 特彼勒、日本大发 等
高速机	$n > 1000$	大功 率 齿轮减速箱驱动螺 旋桨或用于发电；体 积小、重量轻	近海船舶主机，几千吨级远洋 船舶主机，远洋三大主力船型 (油船、集装箱船以及散货船) 的发电辅机	镇江中船设备（中船集团）、陕柴 重工（中国重工）、潍柴重机、杭 州中高（民企）、上海 711 所（中 船重工）、广柴股份	日本大发、日本洋 马

资料来源：《我国船舶大功率柴油机现状与发展趋势》，《船舶柴油机现状及发展趋势》，中国银河证券研究部整理

### (二) 2012 年国内中速机市场规模约 120 亿元，竞争格局较稳定

据统计资料表明，船舶产品的价值平均构造比例为：造船 30%，原材料 20-30%，船用配套设备 40-50%。由此可见船舶配套设备对船舶工业发展的重要性。船用柴油机是船舶最主要的配套设备，是船舶的“心脏”，它应用于船舶推进动力装置和船舶电站，在船用配套设备中分别占 20-30% 和 6-10%；在船舶总成本中分别占 10-15% 和 3-5%。

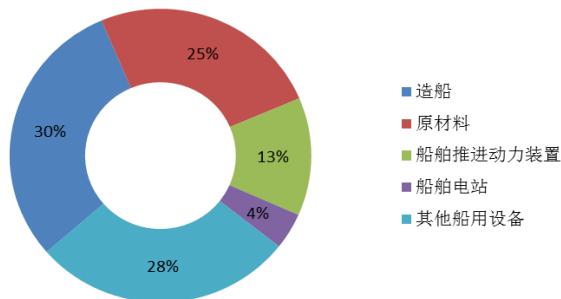
根据中国船舶工业行业协会统计，2012 年全国规模以上船舶工业企业 1647 家，完成工业总产值 7903 亿元，同比增长 3.4%。其中，船舶制造企业完成产值 5951 亿元，同比下降 0.1%；船舶配套企业产值 1130 亿元，同比增长 15.1%；船舶修理企业产值 181 亿元，同比增长 11.6%；船舶改装企业产值 317 亿元，同比增长 23.6%。船舶配套行业增速远快于船舶制造行业。

估计 2012 年我国船用柴油机市场规模占船舶配套企业工业总产值的 33% 左右，约 370 亿元。由于船舶制造企业的工业总产值数据中包含大部分船舶配套设备产值和原材料产值，且我国船舶配套设备进口设备比重相对较高，故以船舶配套企业产值作为基数更为合理。

低速机产量较少，单台价值量高；中速机产量较大，但单台价值量相对较低。参考全球著名的《柴油机与燃气轮机》环球版杂志公布的2011年1-12月全球船舶推进（机械传动推进、辅助发电机组和柴-电推进）订单年度调查报告，结合经验估算，中速柴油机约占船用柴油机总市场规模的1/3，2012年我国中速柴油机市场规模约为120亿元。

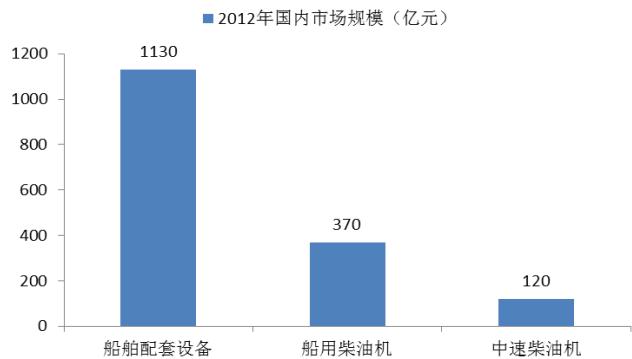
潍柴重机为中速机龙头企业，约占国内中速机市场份额18%的份额，位居国内企业第一名。

图13：船用柴油机应用于船舶动力和电站，约占总成本17%



资料来源：《船舶柴油机现状及发展趋势》，中国银河证券研究部

图15：2012年国内船用中速柴油机市场规模在120亿元左右



资料来源：中国银河证券研究部整理

公司大功率柴油机业务主要竞争对手为镇江中船设备（中船集团）、陕柴重工（中国重工）和中高重工。其中中高重工为浙江一家民营企业，是行业内新秀，在3年内就生产出32/40、21/31、27/38、16/24等MAN公司许可的所有四冲程中速柴油机系列机型。2012年中高重工销售收入近6亿元，同比增长3倍；2013年手持有效订单金额达15亿元，生产任务已排至2014年。中高重工依靠兄弟公司浙江中高动力科技有限公司手头上海外发电站主设备和国际总包工程订单充足的有利条件，大力拓展国外重油电站配套市场。近年来，中高动力获得海外发电设备订单约30亿元。

表4：2012年国内主要船用柴油机生产企业经营情况：潍柴重机为中速机龙头企业

柴油机	主要生产企业	2012年销售收入（亿元）	净利润（万元）
中速机	潍柴重机	21.05	7382
	陕柴重工（中国重工）	15.10	3775

柴油机	主要生产企业	2012年销售收入(亿元)	净利润(万元)
	淄博柴油机总公司	15	
	镇江中船设备(中船集团)	13	
	河柴重工(中国重工)	8.87	3508
	杭州中高(民企)	6	
低速机	沪东重机(中船集团)	32.39	
	大连船用柴油机(中国重工)	16.48	2823
	宜昌船舶柴油机(中国重工)	16.71	15547
	熔安动力(民企,熔盛重工旗下企业)	11	

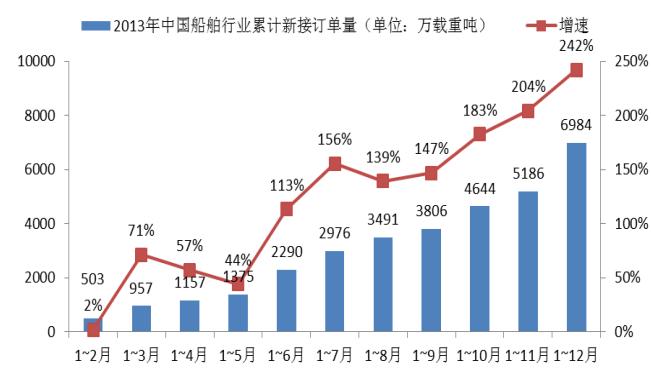
资料来源:公司公告,公司网站,中国银河证券研究部整理(注:沪东重机数据采用中国船舶(600150)柴油机业务收入;淄博柴油机总公司数据参考公司网站公布数据;熔安动力为2011年数据)

### (三) 2013年船舶新接订单增长242%,中速机市场有望企稳回升

2013年,据Clarkson统计,2013年全球新船订单量达4866万CGT(修正总吨),同比增长92.4%,是自2007年以来最高的年度新船订单记录。

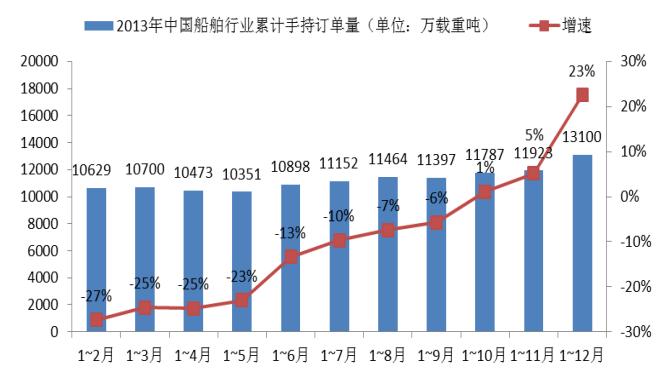
2013年,中国船舶行业承接新船订单同比大幅增长242%。2013年中国船舶工业累计新承接订单6984万载重吨,同比大幅增长242%;市场份额占据全球第一位。截至12月底,手持船舶订单1.31亿载重吨,同比增长22.5%。未来配套中速柴油机市场有望逐步企稳回升。

图17: 2013年中国船舶行业新接订单同比增长242%



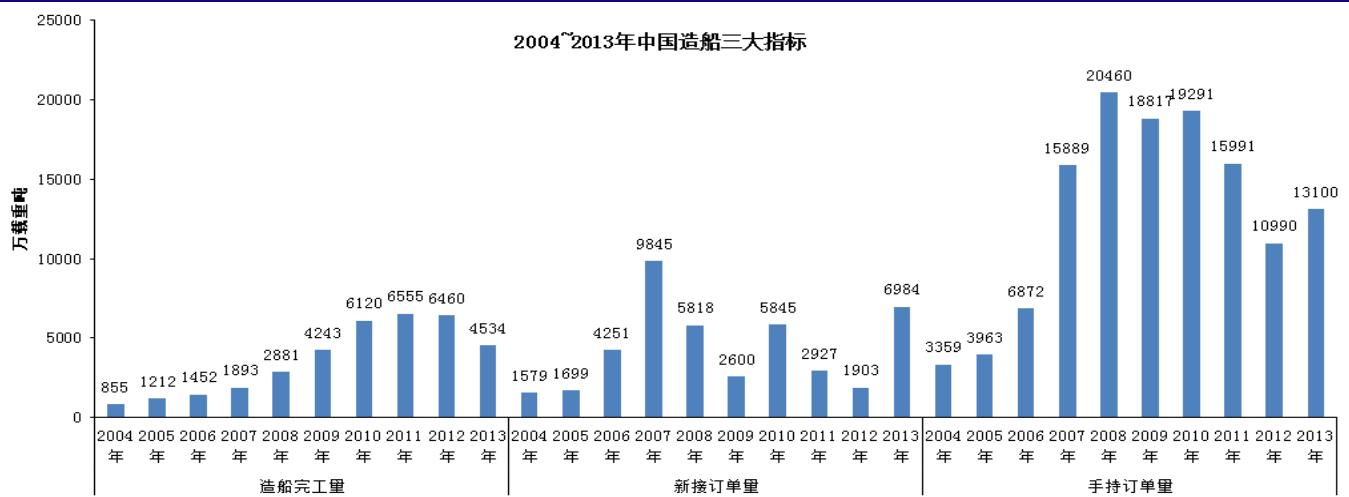
资料来源:中国船舶工业行业协会、中国银河证券研究部

图18: 2013年中国船舶工业手持订单同比增长23%



资料来源:中国船舶工业行业协会、中国银河证券研究部

图19: 2004-2013年中国造船三大指标:以来中国船舶工业新增订单开始回暖



资料来源：中国船舶工业行业协会、中国银河证券研究部

**表 5：2013 年中国造船三大指标：新增订单大幅增长，手持订单出现正增长**

指标 (万载重吨)	造船完工量			新承接订单量			手持订单量		
	2013 年累计	2012 年累计	同比增长	2013 年累计	2012 年累计	同比增长	2013 年累计	2012 年累计	同比增长
1~2 月	569	719	-21%	503	494	2%	10629	14649	-27%
1~3 月	945	1121	-16%	957	559	71%	10700	14194	-25%
1~4 月	1378	1565	-12%	1157	737	57%	10473	13924	-25%
1~5 月	1719	2253	-24%	1375	954	44%	10351	13439	-23%
1~6 月	2060	3220	-36%	2290	1074	113%	10898	12587	-13%
1~7 月	2492	3549	-30%	2976	1164	156%	11152	12348	-10%
1~8 月	2695	3783	-29%	3491	1459	139%	11464	12383	-7%
1~9 月	3061	4158	-26%	3806	1541	147%	11397	12090	-6%
1~10 月	3480	4667	-25%	4644	1642	183%	11787	11663	1%
1~11 月	3886	5055	-23%	5186	1704	204%	11923	11335	5%
1~12 月	4534	6021	-25%	6984	2041	242%	13100	10659	23%

资料来源：中国船舶工业行业协会、中国银河证券研究部

### 三、公司战略产品：大功率中速柴油机市场前景看好

大功率中速柴油机是公司战略性产品，是公司未来几年最大增长动力。目前，公司大功率中速柴油机产品已在公务船及民用船舶市场上展开全面推广。近年来我国大型海监船、海洋工程船舶、远洋渔船等领域对大功率中速柴油机需求快速增长，公司战略产品前景看好。

2008年4月，公司引进德国MAN大功率中速柴油机制造技术，并以自有资金开始投资建设大功率中速船用柴油机项目。根据公司原先投资规划，大机项目设计产能300台/年，其中27/38系列柴油机100台，32/40系列柴油机200台，预计2012年年末达产。公司之前的规划，按当时市场价格测算，达产后预计可实现销售收入约25亿元，利润约2亿元。截止2012年年底，公司大功率中速船用柴油机项目实际投资4.24亿元；柴油机关键毛坯件项目实际投资4.63亿元。预计2013年将明显减亏，2014年有望贡献较多业绩。

大功率中速柴油机的供应链、客户与公司传统内河沿海航运客户具有较大不同。公司几乎是再造了一个“新潍柴重机”。我们判断公司目前市场开拓已经取得积极进展，未来将加强供应链管理和生产制造管理。

#### （一）大型海监船需求猛增，大功率中速机迎来新一轮需求高峰

##### （1）千吨级大型海监船需求猛增，近期36艘陆续交付，未来可能再增加

近年来，随着中日钓鱼岛领土主权争端、中菲黄岩岛争端等事件的升级，我国海上维权任务骤升，对大型海监船舶的需求快速增长。

截止2012年底，中国海监仅拥有10架执法飞机，400余艘各类执法船艇。但千吨级以上专用执法船仅29艘。国家海洋局所属海监船舶和飞机的巡航范围，北起鸭绿江口，东至冲绳海槽，南达曾母暗沙，包括苏岩礁、钓鱼岛、中沙群岛黄岩礁以及南沙诸岛在内的中国全部管辖海域，任务十分繁重，亟需增添大型海监船舶。

近年来，中国海监启动了大型海监船舶建造项目一期、二期和三期工程。其中一期和二期工程共新建千吨级以上海监船13艘，已经交付完毕；三期工程计划新建36艘海监船，预计2013年开始交付。

新建的36艘海监船，我们假设每艘配备2台大功率中速柴油机，需要72台柴油机；如果每台大功率中速柴油机按照600万元计算，则新增市场需求超过4亿元。如果加上渔政、海警等其他公务船，公务船大功率中速机新增市场需求可能超过6亿元。未来国家将继续加大海上维权力量的建设，大型海监船用大功率中速柴油机需求可能超预期。

2014年1月，从中船重工官网了解到，2013年，在公务船领域，中船重工七〇四所新接公务船合同额约2.8亿元，成功签订了万吨和4000吨级海监合同订单，实现了在民船领域的首单。万吨级海监船的开建，表明未来中国海监船需求仍在增长，且需求更趋多样化。

根据媒体报道，截止2014年1月，中国海警共有4个不同吨位共20艘3000吨以上海警船建造计划正在推进，其中3000吨级10艘，4000吨级4艘，5000吨级4艘，1万吨级2艘。除了4000吨级为救助型执法船外，其他三种都采用普通公务船构造，兼有救援功能。如果这

些计划都得到顺利完成，到2015年，中国1000吨级以上海洋公务船数量很可能超过50艘。有内地媒体报道，按该速度，中国海洋公务船很可能在2020年左右达到或接近美国海岸警卫队的规模。

**表6：中国大型海监船舶建造项目：2013年开始交付36艘大型海监船**

海监船建造项目	总船数(艘)	具体船型	启动和完成时间
一期工程	6	3000吨级1艘，1500吨级1艘，1000吨级II型1艘，1000吨级I型3艘	2004年启动，2004-2005年交付
二期工程	7	3000吨级1艘，1500吨级2艘，1000吨级4艘	2008年底启动，2010-2011年交付
三期工程	36	1500吨级7艘，1000吨级15艘，600吨级14艘	2010年启动，2010年启动，2013年开始交付

资料来源：国家海洋局、互联网，中国银河证券研究部整理

## (2) 武昌船舶重工、中船黄埔造船为大型海监船主要制造商

在已经交付的一期、二期共13艘大型海监船中，中船重工武昌船舶重工生产了7艘(3艘1000吨级I型、3艘1500吨级、1艘3000吨级)；中船黄埔造船生产了6艘(1000吨级II型)，江南造船集团公司生产了1艘(3000吨级)。其中两艘3000吨级海监船(中国海监83船、中国海监50船)是我国海监船舶中最先进的船型。

在三期工程中，我国计划新建36艘海监船，将分配给10个沿海省市区(含计划单列市)。其中，中船重工武昌船舶重工已经获得8艘订单。

**表7：中国大型海监船舶建造项目近年来交付的一期、二期和三期项目**

船名	交付时间	吨位	建造商	动力	最大航速	所属项目
中国海监27	2004年12月28日	1000吨II型	中船黄埔造船公司		20节	一期工程
中国海监46	2005年5月8日	1000吨I型	中船重工武昌船舶重工	单机	16节	一期工程
中国海监17	2005年5月28日	1000吨I型	中船重工武昌船舶重工		16节	一期工程
中国海监71	2005年6月20日	1000吨I型	中船重工武昌船舶重工		16节	一期工程
中国海监83	2005年8月13日	3000吨	江南造船集团公司	电力推进，4台柴油发电机	19节	一期工程
中国海监51	2005年11月19日	1500吨	中船重工武昌船舶重工		18节	一期工程
中国海监23	2010年12月24日	1000吨II型	中船黄埔造船公司		20节	二期工程
中国海监15	2011年1月6日	1500吨	中船重工武昌船舶重工		18节	二期工程
中国海监66	2011年1月24日	1000吨II型	中船黄埔造船公司	双主机，每台2380马力	20节	二期工程
中国海监75	2011年4月22日	1000吨II型	中船黄埔造船公司	双主机，每台2380马力	20节	二期工程
中国海监26	2011年4月22日	1000吨II型	中船黄埔造船公司	曼恩双柴油机	20节	二期工程
中国海监84	2011年5月8日	1500吨	中船重工武昌船舶重工		18节	二期工程
中国海监50	2011年7月	3000吨	中船重工武昌船舶重工	电力推进，4台柴油发电机	19节	二期工程
中国海监8002	2013年2月2日	1000吨	中船黄埔造船公司		20节	三期工程
中国海监9020	2013年6月18日	1000吨	中船黄埔造船公司		20节	三期工程
中国海监9030	2013年6月18日	1000吨	中船黄埔造船公司		20节	三期工程

资料来源：国家海洋局、互联网，中国银河证券研究部整理

图 20：中国海监 71 船：1000 吨 I 型（中船重工武昌船舶重工）



资料来源：百度图片、中国银河证券研究部整理

图 22：中国海监 51 船：1500 吨级（中船重工武昌船舶重工）



资料来源：百度图片、中国银河证券研究部整理

图 21：中国海监 27 船：1000 吨 II 型（中船黄埔造船）



资料来源：百度图片、中国银河证券研究部整理

图 23：中国海监 50 船：3000 吨级（中船重工武昌船舶重工）



资料来源：百度图片、中国银河证券研究部整理

### （3）潍柴重机：2012 年已配套海监船；已获武昌船舶重工、黄埔造船等订单

2012 年，潍柴重机生产的大功率中速机产品成功为国家海监船提供配套，实现了公司船用产品在公务船市场的重大突破。公司 2012 年年报和 2013 年一季报中公布的重大合同情况中，包含 5 份对武昌船舶重工的合同（估计为 8 艘船）。在要求最高的海监船等公务船领域打开市场，对公司稳步走向海洋的发展战略具有里程碑式的意义，表明其大功率中速柴油机产品获得市场高度肯定。

此外，从潍柴重机官方网站中，潍柴重机配套中国首艘省级千吨级海监船（中国海监 8002），该船为中船黄埔造船公司生产，我们判断潍柴重机也已经获得中船黄埔造船的订单。

表 8：近期潍柴重机重大合同及其履行情况：包含 5 份对海监船主要制造商武昌船舶重工的合同

序号	客户	交易价格（万元）	到 2012 年底执行情况	客户情况介绍
1	中国船舶重工集团公司第七一一所	1,275	已交付	中船重工 711 所是中国唯一的船用柴油机研发机构。2012 年总收入超过 33 亿元。以军品为核心，民品收入占比达 75%。
2	中国船舶重工集团公司第七一一所	1,142	已交付	隶属于中船重工 704 所，以军品为核心，主要业务为船舶配套设备、海洋工程装备。
3	中国船舶重工集团公司第七一一所	1,275	已验收	隶属于中船重工 704 所，以军品为核心，主要业务为船舶配套设备、海洋工程装备。
4	上海衡拓实业有限公司	1,053	已验收	隶属于中船重工 704 所，以军品为核心，主要业务为船舶配套设备、海洋工程装备。
5	上海齐耀系统工程有限公司	2,284	正在生产	隶属于中国重工，由 711 所动力装置系统集成、

序号	客户	交易价格 (万元)	到 2012 年底执行情况	客户情况介绍
6	武昌船舶重工有限责任公司	4,072	正在生产	减振降噪、柴油机配套等主导专业组成，面向民用船舶和海军舰艇。
7	武昌船舶重工有限责任公司	1,018	正在生产	武昌船舶重工始建于 1934 年，隶属于中国重工，以军品为核心，拥有 30 万吨级船舶设计建造能力；高端海洋工程船出口西欧国家；大型海监船主要制造商
8	武昌船舶重工有限责任公司	1,018	正在生产	
9	武昌船舶重工有限责任公司	1,018	正在生产	
10	武昌船舶重工有限责任公司	1,018	正在生产	

资料来源：公司 2012 年年报、2013 年一季报、中国银河证券研究部

## (二) 海洋工程用船舶景气向上，拉动大功率中速机需求

海洋是潜力巨大的资源宝库，也是支撑未来发展的战略空间。我国海域辽阔，海洋资源丰富，开发潜力巨大。全球范围内油气开发向海洋转移是一大趋势，为包括为海洋工程配套用工程船舶在内的海工装备景气向上。

海洋工程装备制造业是战略性新兴产业的重要组成部分，也是高端装备制造业的重要方向。近年来，国家相继出台了《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》、《战略性新兴产业“十二五”发展规划》、《高端装备制造业“十二五”发展规划》、《全国海洋经济发展“十二五”规划》、《海洋工程装备制造业中长期发展规划（2011～2020）》、《海洋工程装备科研项目指南（2012）》等政策和规划，力促海洋工程装备行业发展。

潍柴重工公布的 2012 年重点合同的客户中，上海衡拓实业、武昌船舶重工等客户拥有海洋工程装备业务。未来公司将在现有客户基础上，大力拓展海工船用大功率中速柴油机主机和辅机市场。

表 9：大功率中速柴油机在海洋工程船舶中的应用

大功率中速柴油机	海洋工程船舶
船舶主机	起重铺管船、浮吊船、专用平台供应船（PSV）、物探船等
船舶辅机、发电机组	大型钻井平台、浮式生产存储及卸货装备（FPSO）、深海钻井船等

资料来源：中国银河证券研究部整理

图 24：大功率中速柴油机作为海工船主机的应用：起重铺管船、浮吊船、专用平台供应船（PSV）、物探船等



资料来源：百度图片、中国银河证券研究部

图 25：大功率中速柴油机作为海工船发电辅机的应用：钻井平台、深水半潜式钻井平台、FPSO、深海钻井船等



资料来源：百度图片、中国银河证券研究部

### （三）财政补贴激发远洋渔船装备升级，提升大功率中速机需求

近几年我国远洋水产品消费量一直稳步增长。近海渔业资源已经无法满足我国需求，海洋渔业也加快向远洋转型。目前，我国已成为世界主要远洋渔业国家之一，2011年总产量和总产值分别达到115万吨和126亿元，作业渔船1628艘，运回水产品63万吨。但是，我国远洋渔业在装备水平、生产效率等方面，与发达远洋渔业国家差距较大。我国远洋渔船目前普遍面临着装备老化的困境；20年船龄以上的老旧渔船比例高达10%，急需加大投入，更新换代。

自2012年起，为提升捕捞渔船装备水平，重点扶持远洋渔业，国家发改委和农业部对于新建远洋渔船实施中央补助政策。2012年11月，农业部发布《关于促进远洋渔业持续健康发展的意见》，对符合条件开工建设的远洋渔船原则上给予30%的财政补贴，最高限额单船不超过1200万元。《意见》指出，要提升远洋渔船装备水平。以高效、节能、环保和安全为目标，积极推动远洋渔船及船用装备的更新、改造和升级。鼓励建造超低温金枪鱼延绳钓船、金枪鱼围网船、大型拖网加工船，标准化、专业化鱿鱼钓船，专业低温金枪鱼延绳钓船，秋刀鱼捕捞渔船；推动远洋性作业渔船更新改造。鼓励国内大型船舶制造企业参与远洋渔船建造。

表10：2012年以来各地区对远洋渔船新建和更新改造的扶持情况：将拉动大功率中速机需求

序号	地区	各地对远洋渔船的扶持政策
1	浙江舟山	2013年4月，浙江舟山市2012年底开工建造的58艘远洋渔船已经获得第一批中央补助资金2.11亿元，占总投资的28%。
2	福建省	2012年，福建省共落实159艘远洋渔船更新改造项目。
3	山东荣成	2012年山东荣成市第一、二批海洋渔船更新改造项目共更新改造渔船127艘。2012年以来，山东荣成共争取27亿元投资，其中中央预算内投资6.6亿元，对原有远洋渔船进行改造，同时新建部分远洋渔船，壮大远洋渔业经济，项目完成后，荣成远洋渔船总量将达到145艘。该项目实施后，荣成市新增造船订单突破40亿元。
4	山东青岛	2012年10月，山东青岛市出台了《关于加快远洋渔业发展的意见》，青岛市财政设立了专项扶持资金，对符合国家远洋渔业项目补助政策的新建远洋渔船，参照国家补助标准，原则上给予建造费用20%的补助，补助金额最高不超过500万元。

资料来源：互联网、中国银河证券研究部整理

图 26：大功率中速柴油机作为远洋渔船主机的应用：金枪鱼延绳钓船、金枪鱼围网船、鱿鱼钓船、秋刀鱼捕捞船等



资料来源：百度图片、中国银河证券研究部

## 四、公司传统业务：内河航运需求企稳，发电机组待突破

### （一）内河沿海航运：市场需求近 50 亿，节能减排促进更新需求

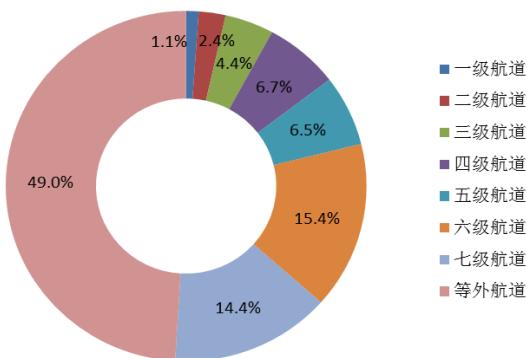
根据交通部统计，2012 年末全国内河航道通航里程 12.50 万公里，比上年末增加 383 公里。等级航道 6.37 万公里，占总里程的 51.0%，提高 0.7 个百分点。其中，三级及以上航道 9894 公里，五级及以上航道 2.64 万公里，分别占总里程的 7.9% 和 21.1%，分别提高 0.3 和 0.3 个百分点。

近年来我国内河、沿海运输船舶大型化、标准化趋势明显。根据交通部统计，2012 年我国内河运输船舶共 16.52 万艘，同比下滑 0.4%；总功率 2995 万千瓦，同比增长 8.1%；平均功率 181 千瓦/艘，同比增长 8.5%。沿海运输船舶 10947 艘，同比增长 0.4%；总功率 1706 万千瓦，同比增长 11.2%；平均功率 1558 千瓦，同比增长 10.7%。

通常内河运输船舶用柴油机 5 年左右更换一次，每年更新的柴油机在 3 万台以上。参考平均功率 181 千瓦/艘，如果按照 10 万元/台粗略计算，则每年内河航运柴油机更新需求在 30 亿元左右。沿海运输船舶每年更新柴油机在 2000 台左右（双机），参考平均功率 1558 千瓦/艘，如果按照 100 万元/台粗略计算，则每年沿海运输船舶更新需求在 20 亿元左右。

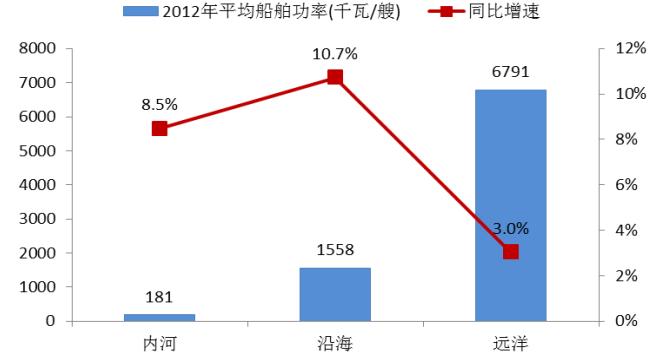
公司作为内河、沿海船舶用中速柴油机龙头企业，凭借其在行业内品牌优势、质量优势和成本管理优势，未来市场占有率将进一步提升。目前公司为内河航运配套的主导型号为 170 系列柴油机。随着内河航运船舶大型化的发展，功率较 160 系列大的 170 系列柴油机市场需求表现更好些。

图 27：2012 年中国等级航道 6.37 万公里，占总里程 51%



资料来源：交通运输部、中国银河证券研究部

图 28：2012 年中国内河运输船舶平均功率同比提升 8.5%



资料来源：交通运输部、中国银河证券研究部

**图 29：中国内河船舶平均净载重量保持增长**


资料来源：交通运输部、中国银河证券研究部

**图 30：中国沿海船舶平均净载重量保持增长**


资料来源：交通运输部、中国银河证券研究部

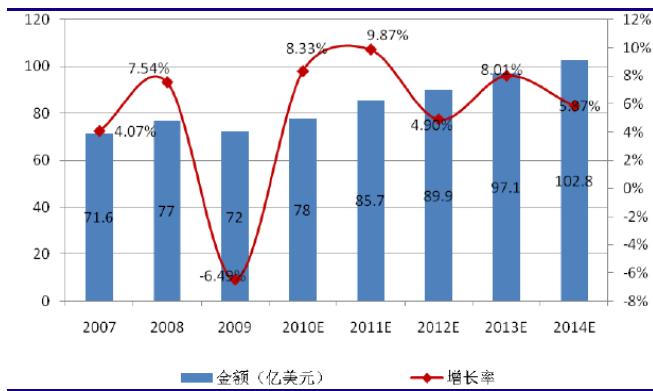
**表 11：2012年内河、沿海、远洋航运船舶平均功率均有明显提升，大型化、标准化趋势明显**

指标	运输船舶数量 (艘)	净载重量 (万吨)	平均净载重量 (吨/艘)	载客量 (万客位)	集装箱箱位 (万 TEU)	船舶功率 (万千瓦)	平均船舶功率 (千瓦/艘)
内河运输船舶	165200	9381.58	568	81.65	18.98	2995.16	181
同比增长 (%)	-0.4%	6.9%	7.3%	-0.3%	18.1%	8.1%	8.5%
沿海运输船舶	10947	6523.25	5959	18.9	22.72	1705.97	1558
同比增长 (%)	0.4%	12.8%	12.4%	11.8%	11.8%	11.2%	10.7%
远洋运输船舶	2486	6943.79	27932	1.95	115.66	1688.33	6791
同比增长 (%)	-0.3%	3.6%	3.9%	-4.5%	4.1%	2.7%	3.0%

资料来源：交通运输部、中国银河证券研究部

## （二）发电机组：国防、通讯、油气领域和出口将成公司增长亮点

近年来，全球柴油发电机组行业保持稳步增长。根据《深圳市赛瓦特动力科技股份有限公司首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》，2012年全球柴油发电机组市场需求接近90亿美元，未来几年保持个位数平稳增长。2012年中国柴油发电机组国内市场规模在150亿元左右，未来几年保持两位数增长。发电机组总体市场规模大于中速机，海外市场的需求很大。

**图 31：2007-2014年全球柴油发电机组市场需求**


资料来源：赛瓦特招股书、Frost&amp;Sullivan、中国银河证券研究部

**图 32：2007-2014年中国柴油发电机组国内市场需求**


资料来源：赛瓦特招股书、内燃发电设备分会、中国银河证券研究部

**表 12：全球柴油发电机组需求稳步增长**

序号	全球柴油发电机组市场需求
1	新增基础设施建设增加对移动电源和自备电源的需求
2	全球人口增长和城市化的进程对备用电源的需求增长
3	各国通讯、电力、交通运输、资源开发、国防等要害部门对自备电源、备用电源和移动电源的配置及持续更新换代需求
4	发展中国国家电网普及率仍然较低，例如在非洲国家，大约只有 50% 的人可以使用电网提供的电力，而电力需求却在不断增长，柴油发动机组作为自备电源和替代电源有着巨大的市场需求

资料来源：《深圳市赛瓦特动力科技股份有限公司首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》、中国银河证券研究部整理

根据赛瓦特招股书数据，2010 年中国柴油发电机组出口金额接近 12 亿美元，进口金额为 5 亿美元。出口保持高位，进口替代仍有一定空间。

**表 13：中国柴油发电机组出口保持高位，进口替代仍有一定空间**

年份	出口数量（万台）	金额（亿美元）	进口数量（万台）	金额（亿美元）
2003	7.09	0.71	0.73	2.82
2004	12.88	1.05	1.62	7.28
2005	23.63	2.46	1.19	5.79
2006	26.1	3.71	0.97	5.42
2007	42	7.92	1.27	6.08
2008	52	12.26	1.42	10.07
2009	44.46	7.93	1.28	6.16
2010	42.93	11.82	0.92	5.37

资料来源：《深圳市赛瓦特动力科技股份有限公司首次公开发行股票招股说明书（申报稿）》、中国银河证券研究部整理

根据媒体报道，近年来，中东、非洲、南美等地区人口增长、经济发展与电力紧缺的矛盾日益突出。潍柴重机竞争对手之一中高重工的兄弟公司中高动力，近年来先后接到来自俄罗斯、塞拉利昂、肯尼亚、孟加拉国等国的海外订单总额已达约 30 亿元。2012 年 7 月 4 日与孟加拉国有关方面签订的价值 3.5 亿美元的大型重油发电站项目就一次性给中高重工带来了 36 台、共 8700 千瓦的发动机生产任务。

2012 年潍柴重机发电设备产品成功进入军方采购目录，并成功为中国移动、中国电信、华为、中联煤层气等大型客户提供产品配套服务。未来随着国内外通信行业、油气和矿产资源开发、国防等市场的需求快速增长，预计公司发电机组业务将获得较快发展，其中出口业务将成为公司新的增长亮点。

### （三）新产品：未来发展船用燃气发动机和发电机组、LNG 发动机

我国目前内河船舶主要以柴油为动力，废气排放量大，对内河环境造成一定影响。使用燃气或液化天然气作为船舶燃料，不仅可提高船舶航行效率，更可减少有害气体排放，改善水域环境。鉴于天然气相对柴油较为明显的经济性，预计未来燃气发动机、LNG 发动机市场将获得高速增长。

LNG 驱动船舶与传统燃料船舶相比，二氧化碳排放量可降低 40%，氮氧化物排放量降低约 85%。LNG 动力船舶的建造成本比普通船舶高 15%，但每年的使用成本能够降低 30% 左右。

据挪威船级社统计,截至 2011 年底,全球有 22 艘 LNG 动力船舶已在商业化运营。到 2015 年,全球以 LNG 为燃料的新船订单将达到 500 艘,到 2020 年将升至数千艘。

自 2010 年我国首艘 LNG-柴油混合动力船舶成功试航以来,目前国内完成“油改气”的船舶已近 200 艘。但受制于行业、技术标准缺失以及加气设施的不完善, LNG 动力船舶一直未得到大规模商业化发展。2013 年下半年, LNG 动力船舶相关行业标准及技术标准将出台。预计未来几年我国船用柴油机排放标准将提升,未来燃气发动机、LNG 发动机景气向上。

2012 年,公司成功开发出船用燃气发动机和燃气发电机组。目前潍柴集团下的西港新能源动力有限公司已经在生产 LNG 发动机(重卡、客车、公交车),公司已经关注到 LNG 船用发动机的市场,公司将适时推出相应的产品,满足市场需求。

公司总经理马玉先先生曾任潍柴动力西港新能源发动机有限公司总经理、董事长。西港新能源是我国第一家生产大功率缸内直喷压燃气体机的合资公司,其天然气发动机国内重卡市场占有率先遥遥领先。西港新能源的快速发展,表明 LNG 发动机在重卡、客车领域应用的快速增长。未来船用 LNG 动力有望实现类似于 LNG 重卡、客车的高增长,潍柴重机船用 LNG 动力市场前景乐观。

我们判断未来潍柴重机和西港新能源可能在船用 LNG 发动机领域加强协同。

## 五、盈利预测：业绩拐点显现，未来三年将实现高增长

### （一）预计 2014-2015 年公司营业收入年均增长 15%以上

未来几年在海监船、海工船、远洋渔船需求带动下，公司大功率柴油机将放量，预计 2014 年大机业务将实现扭亏，拐点显现。发动机组受益国防、通讯、油气领域需求增长和出口，有望获得较快增长。预计 2014-2015 年公司收入年均增长 15%以上，综合毛利率将稳步提升。

表 14：分业务预测：预计 2014-2015 年公司营业收入年均增长 15%以上

单位：百万元	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>主营收入</b>	<b>1181.07</b>	<b>2337.22</b>	<b>2661.39</b>	<b>2381.93</b>	<b>2105.01</b>	<b>2149.41</b>	<b>2569.82</b>	<b>3036.31</b>
柴油机	456.85	1,585.89	1,746.00	1,522.75	1,423.23	1494.39	1867.99	2241.59
发电机组	378.42	204.74	335.89	372.49	376.46	380.22	418.25	501.90
配件	236.17	250.21	435.64	349.02	195.46	175.91	184.71	193.95
其他	109.63	296.38	143.86	137.67	109.86	98.88	98.88	98.88
<b>营业收入增速</b>	<b>97.9%</b>	<b>13.9%</b>	<b>-10.5%</b>	<b>-11.6%</b>	<b>2.1%</b>	<b>19.6%</b>	<b>18.2%</b>	
柴油机	247.1%	10.1%	-12.8%	-6.5%	5.0%	25.0%	20.0%	
发电机组	-45.9%	64.1%	10.9%	1.1%	1.0%	10.0%	20.0%	
配件	5.9%	74.1%	-19.9%	-44.0%	-10.0%	5.0%	5.0%	
其他	170.3%	-51.5%	-4.3%	-20.2%	-10.0%	0.0%	0.0%	
<b>营业收入构成</b>								
柴油机	39%	68%	66%	64%	68%	69.5%	72.7%	73.8%
发电机组	32%	9%	13%	16%	18%	17.7%	16.3%	16.5%
配件	20%	11%	16%	15%	9%	8.2%	7.2%	6.4%
其他	9%	13%	5%	6%	5%	4.6%	3.8%	3.3%
<b>综合毛利率</b>	<b>13.9%</b>	<b>16.1%</b>	<b>15.4%</b>	<b>14.27%</b>	<b>11.51%</b>	<b>10.0%</b>	<b>12.1%</b>	<b>14.3%</b>
柴油机	12.54%	15.44%	16.01%	16.30%	13.24%	11.0%	12.8%	15.0%
发电机组	14.83%	11.89%	7.24%	4.64%	5.85%	5.5%	8.0%	10.0%
配件	15.70%	25.75%	19.38%	16.04%	12.94%	13.0%	16.0%	18.0%
其他	12.52%	14.43%	14.68%	13.40%	5.86%	6.0%	10.0%	12.0%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

### （二）2014-2015 年净利润将实现高速增长

预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.20、0.39、0.68 元，对应 PE 分别为 39、20、11 倍。

表 15：预计 2013-2015 年公司净利润复合增长率接近 33%

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	2,381.93	2,105.01	2,074.48	2,424.39	2,754.75

指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入增长率	-10.50%	-11.63%	-1.45%	16.87%	13.63%
净利润(百万元)	189.79	73.82	55.82	103.35	171.71
净利润增长率	-12.84%	-61.11%	-24.38%	85.16%	66.13%
EPS(元)	0.69	0.27	0.20	0.37	0.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.19%	6.26%	4.52%	7.78%	11.61%
P/E	11	29	38	21	12
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	9	15	16	8	5

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部（注：股价截止至2014年2月21日）

## 六、估值分析：安全边际较高，估值具较大提升空间

### (一) 安全边际较高

公司市值 21 亿，4.6 亿元现金，无银行负债及其它有息负债。截止 2012 年底，累计在新业务上投资 12.5 亿元，其中 4.24 亿元大功率中速柴油机、4.63 亿元柴油机毛坯件、1.8 亿元山重融资租赁、2 亿元山重集团财务。扣除现金及对外 12.5 亿投资，老业务估值约 4 亿元。

剔除新业务的折旧及人员工资，预计老业务 2012 年 EPS 约 0.52 元，传统业务 12 年估值约 15 倍。2012 年公司计提折旧额为 7887.50 万元，在建工程为 6.02 亿元。公司近期大功率中速船用柴油机、柴油机关键毛坯件两个项目合计已经投资 8.87 亿元。仅这 8.87 亿元的投资，每年折旧接近 5000 万元，影响 EPS 近 0.2 元；如果加上管理费用等，估计综合影响 EPS 近 0.25 元。2012 年公司净利润 7382 亿元 (EPS 0.27 元)。粗略估算，如果扣除新业务折旧及人员工资，传统业务 EPS 约 0.52 元 (2012 年 EPS 0.27 元，加上大机项目实际影响约 0.25 元)，2012 年传统业务对应当前股价实际 PE 在 15 倍左右。

### (二) 估值低于行业平均水平，具有较大提升空间

公司业绩拐点显现，随着大功率柴油机业务的放量，业绩将获得明显提升。目前估值低于行业平均水平，具有较大提升空间。给予“推荐”评级。

表 16：在相关可比行业中，潍柴重机估值具有较大提升空间

上市公司	代码	股价(元)	EPS (元)				PE (倍)				
			2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E	
船用柴油机、发电机组	潍柴重机	000880.SZ	7.74	0.27	0.20	0.37	0.62	29	39	20	11
船舶及柴油机	中国重工	601989.SH	5.35	0.20	0.18	0.20	0.25	26	31	27	21
	中国船舶	600150.SH	22.59	0.02	0.04	0.36	1.00	518	64	23	
船舶制造	广船国际	600685.SH	18.12		0.05	0.14	0.39	378	130	47	
	舜天船舶	002608.SZ	16.17								
船舶配件	中船股份	600072.SH	9.16								
柴油机	上柴股份	600841.SH	10.99	0.24	1.06	1.36	1.62	47	10	8	7
	潍柴动力	000338.SZ	17.71	1.50	1.83	2.16	2.43	12	10	8	7
	*ST 济柴	000617.SZ	7.44	-0.10							
	云内动力	000903.SZ	4.74	0.10							
	上柴股份	600841.SH	10.99	0.24	0.26	0.38	0.76	47	43	29	15
	江淮动力	000816.SZ	4.59	0.09				51			
	苏常柴 A	000570.SZ	8.24	0.10							
发电机组	泰豪科技	600590.SH	6.98	0.14				50			
	科泰电源	300153.SZ	11.36	0.08				136			
平均估值								147	41	19	

资料来源：Wind，中国银河证券研究部（注：股价截止至 2014 年 2 月 21 日）

## 附录：3张表预测

表 17：利润表预测

利润表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,382	2,105	2,149	2,570	3,036
营业成本	2,042	1,863	1,935	2,258	2,603
折旧和摊销	60	82	93	105	113
营业税费	7	4	5	6	8
销售费用	28	27	28	33	39
管理费用	132	140	146	175	206
财务费用	(19)	(15)	(19)	(14)	(27)
资产减值损失	0	18	2	2	6
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	12	12	14	16
营业利润	191	79	63	123	217
利润总额	194	83	63	123	217
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	190	74	55	107	189
EPS(按最新预测年度股本计算历史 EPS)	0.69	0.27	0.20	0.39	0.68

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 18：资产负债表预测

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
总资产	2,770	2,780	3,090	3,362	4,075
流动资产	1,226	964	1,317	1,644	2,369
货币资金	982	629	967	1,241	1,904
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	10	43	41	49	58
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	2	3	2	3	3
存货	212	263	272	319	365
非流动资产	1,544	1,816	1,773	1,718	1,705
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	180	403	403	403	403
固定资产	695	642	830	874	896
无形资产	133	130	124	117	112
总负债	1,666	1,600	1,855	2,031	2,577
无息负债	1,666	1,600	1,546	2,031	2,577
有息负债	0	0	309	0	0
股东权益	1,104	1,180	1,235	1,331	1,498

资产负债表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
股本	276	276	276	276	276
公积金	641	649	655	666	684
未分配利润	187	252	301	386	535
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司权益	1,104	1,180	1,235	1,331	1,498

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

表 19：现金流量表预测

现金流量表 (百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	252	93	49	616	741
净利润	190	74	55	107	189
折旧摊销	60	82	93	105	113
净营运资金增加	(147)	31	88	(243)	(272)
其他	150	(94)	(187)	648	712
投资活动产生现金流	(403)	(443)	(38)	(36)	(84)
净资本支出	(133)	(130)	50	50	100
长期投资变化	180	403	0	0	0
其他资产变化	(450)	(716)	(88)	(86)	(184)
融资活动现金流	0	(14)	328	(307)	6
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	0	309	(309)	0
无息负债变化	76	(66)	(54)	486	545
净现金流	(151)	(364)	339	274	663

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

## 插图目录

图 1：公司传统主导产品：船用中小功率中速柴油机 .....	1
图 2：公司战略新产品——船用大功率中速柴油机即将放量 .....	1
图 3：潍柴重机：为船舶动力和能源电力提供整体解决方案 .....	1
图 4：潍柴重机：配套中国首艘省级千吨级海监船 .....	1
图 5：2012 年柴油机收入占比近 68%，发电机组占近 18% .....	2
图 6：2012 年公司产品毛利率处于近五年低位 .....	2
图 7：2009 年内河航运需求增长，拉动公司第一轮高增长 .....	3
图 8：2011-2012 年内河航运需求放缓，公司业绩大幅下滑 .....	3
图 9：2013 年 2 季度开始，公司单季度收入开始实现正增长 .....	3
图 10：2013 年开始，公司单季度净利润下滑势头开始好转 .....	3
图 11：公司隶属于山东重工集团，两大股东实力雄厚 .....	4
图 12：公司参股山东重工集团财务公司和山重融资租赁公司 .....	4
图 13：船用柴油机应用于船舶动力和电站，约占总成本 17% .....	6
图 14：2012 年船舶配套行业产值增速远高于船舶制造行业 .....	6
图 15：2012 年国内船用中速柴油机市场规模在 120 亿元左右 .....	6
图 16：2012 年潍柴重机约占国内中速柴油机 18% 的市场份额 .....	6
图 17：2013 年中国船舶行业新接订单同比增长 242% .....	7
图 18：2013 年中国船舶工业手持订单同比增长 23% .....	7
图 19：2004-2013 年中国造船三大指标：以来中国船舶工业新增订单开始回暖 .....	7
图 20：中国海监 71 船：1000 吨 I 型（中船重工武昌船舶重工） .....	11
图 21：中国海监 27 船：1000 吨 II 型（中船黄埔造船） .....	11
图 22：中国海监 51 船：1500 吨级（中船重工武昌船舶重工） .....	11
图 23：中国海监 50 船：3000 吨级（中船重工武昌船舶重工） .....	11
图 24：大功率中速柴油机作为海工船主机的应用：起重铺管船、浮吊船、专用平台供应船（PSV）、物探船等 .....	12
图 25：大功率中速柴油机作为海工船发电辅机的应用：钻井平台、深水半潜式钻井平台、FPSO、深海钻井船等 .....	12
图 26：大功率中速柴油机作为远洋渔船主机的应用：金枪鱼延绳钓船、金枪鱼围网船、鱿鱼钓船、秋刀鱼捕捞船等 .....	14
图 27：2012 年中国等级航道 6.37 万公里，占总里程 51% .....	15
图 28：2012 年中国内河运输船舶平均功率同比提升 8.5% .....	15
图 29：中国内河船舶平均净载重量保持增长 .....	16
图 30：中国沿海船舶平均净载重量保持增长 .....	16
图 31：2007-2014 年全球柴油发电机组市场需求 .....	16
图 32：2007-2014 年中国柴油发电机组国内市场需求 .....	16

## 表 格 目 录

表 1：公司主要产品型号及应用领域 .....	2
表 2：公司主要子公司、参股公司 2012 年经营情况：两大参股公司对公司业绩具备一定影响 .....	4
表 3：大功率中速机主要应用于近海船舶主机、几千吨级远洋船舶主机、大型远洋船舶辅机 .....	5
表 4：2012 年国内主要船用柴油机生产企业经营情况：潍柴重机为中速机龙头企业 .....	6
表 5：2013 年中国造船三大指标：新增订单大幅增长，手持订单出现正增长 .....	8
表 6：中国大型海监船舶建造项目：2013 年开始交付 36 艘大型海监船 .....	10
表 7：中国大型海监船舶建造项目近年来交付的一期、二期和三期项目 .....	10
表 8：近期潍柴重机重大合同及其履行情况：包含 5 份对海监船主要制造商武昌船舶重工的合同 .....	11
表 9：大功率中速柴油机在海洋工程船舶中的应用 .....	12
表 10：2012 年以来各地区对远洋渔船新建和更新改造的扶持情况：将拉动大功率中速机需求 .....	13
表 11：2012 年内河、沿海、远洋航运船舶平均功率均有明显提升，大型化、标准化趋势明显 .....	16
表 12：全球柴油发电机组需求稳步增长 .....	17
表 13：中国柴油发电机组出口保持高位，进口替代仍有一定空间 .....	17
表 14：分业务预测：预计 2014-2015 年公司营业收入年均增长 15% 以上 .....	19
表 15：预计 2013-2015 年公司净利润复合增长率接近 33% .....	19
表 16：在相关可比行业中，潍柴重机估值具有较大提升空间 .....	21
表 17：利润表预测 .....	22
表 18：资产负债表预测 .....	22
表 19：现金流量表预测 .....	23

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**邱世梁、王华君、陈显帆，机械与军工行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 覆盖股票范围：

港股：中联重科（01157.HK）、广船国际（0317.HK）、中国南车（1766.HK）、中航科工（2357.HK）等。

A股：洪都航空（600316.SH）、中航电子（600372.SH）、北方创业（600967.SH）、中鼎股份（000887.SZ）、隆华节能（300263.SH）、海特高新（002023.SZ）、航空动力（600893.SH）、三一重工（600031.SH）、中联重科（000157.SZ）、中国南车（601766.SH）、中国重工（601989.SH）、上海机电（600835.SH）、中国卫星（600118.SH）、机器人（300024.SZ）、恒泰艾普（300257.SZ）、林州重机（002534.SZ）、南风股份（300004.SZ）、威海广泰（002111.SZ）等。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

北京地区：高兴 +86 (10) 83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)

北京地区：李笑裕 +86 (10) 83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)