

**全柴动力 (600218)**
**——行业景气提升公司盈利水平**
**摘要:**

全柴动力股份有限公司是安徽省内燃机行业唯一一家上市公司，中国机械工业 500 强企业，国内最大的中小功率柴油机研发与制造基地之一。公司形成了以车用、农业装备用、工程机械用、发电机组用为主的动力配套体系，具备国III、国IV产品的研发与批量生产能力，通过了欧盟 CE 和美国 EPA 认证，系列产品功率覆盖 20—380 马力，广泛适用于汽车、农业装备、工程机械、发电机组等，与北汽福田、江淮汽车、东风汽车、南汽、一汽金杯、长安跨越、山东凯马、东安黑豹汽车、雷沃重工、合力叉车等国内多家知名企业建立了良好的合作关系。2013 年公司多缸柴油机实现销售 47.68 万台，同比增长 10.57%；全年实现营业收入 31.87 亿元，同比增长 17.53%，归属于母公司净利润 3455 万元，同比增长 84.63%。今年上半年，公司主营收入虽然下滑 10.18%，但净利润同比大幅增长 47.38%。

考虑到全柴动力在我国柴油机行业的龙头地位，以及政策对农业机械力度加强，公司未来营收及利润有望保持较快增长。根据我们所得的估值模型，预计 2014-2016 年，公司营业收入年均可以保持 20%左右的增速，实现每股收益 0.19 元、0.23 元和 0.27 元，动态市盈率 61.42 倍。我们认为当前股价没有反映出公司的基本情况。随着公司毛利率进一步提升，公司业绩弹性将得到充分释放，我们看好公司未来发展并给予公司股价“增持”评级。

风险点：内燃机制造行业竞争加剧导致毛利率降低；原材料成本大幅波动带来的不确定性。

估值结果汇总	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	2712.1	3187.4	3824.8	4589.8	5507.8
营收增长率(%)	8.8	17.5	20.0	20.0	20.0
净利润(百万)	19.4	35.1	54.0	65.8	79.1
净利润增长率(%)	-17.1	80.7	53.6	21.9	20.2
ROE(%)	1.8	3.2	4.8	5.5	6.2
EPS	0.07	0.12	0.19	0.23	0.27
P/E	166.7	97.3	62.3	51.1	42.5
P/B	3.2	3.1	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	44.9	31.8	23.2	21.4	18.3

**公司深度**
**作者简介**

编辑：刘卫华  
 电话：66006422  
 执业证书：S0400512090002  
 报告日期：2014-08-25

**主要数据**

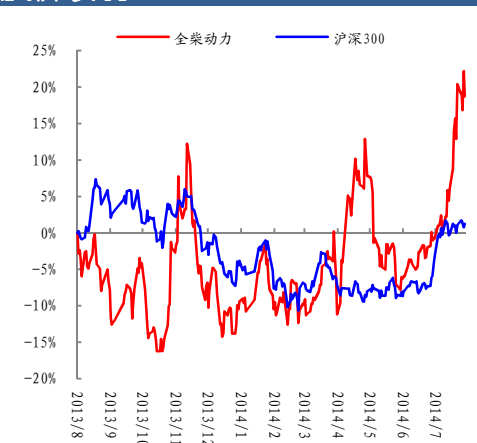
全柴动力 [600218]  
 当前价：11.34 目标价：15.60  
 评级：增持

**股票价格涨幅/相对市场表现 (%)**

1 个月	3 个月	12 个月
15.95/-4.44	5.19/-8.86	13.86/-3.32
总股本		283.40(百万股)
流通 A 股		32.14(百万股)
3 月日均成交量		8.40(百万股)

**主要股东**

安徽全柴集团有限公司	44.39
北汽福田汽车股份有限公司	2.32
BILL & MELINDA GATES FOUNDATION TRUST	1.24

**股价表现**

**公司动态**

2014-08-21	全柴动力(600218)上半年净利 3275 万 同比增长 47%
2014-06-07	全柴动力(600218)否认大股东整体上市计划



## 目录

1.公司概况 .....	3
2.公司看点 .....	3
2.1 行业景气带动公司盈利提升 .....	3
2.2 公司核心竞争力 .....	4
3.公司财务状况 .....	4
4.与可比上市公司估值水平比较 .....	6
5.股价走势 .....	7
6.风险点 .....	7
7.投资评级 .....	8
指标分析与报表预测 .....	9
其他明细条目 .....	10

## 1. 公司概况

全柴动力股份有限公司是安徽全柴集团旗下核心子公司，是安徽省内燃机行业唯一一家上市公司，中国机械工业 500 强企业，国内最大的中小功率柴油机研发与制造基地之一，在内燃机行业具有较高声誉。目前，公司形成了以车用、农业装备用、工程机械用、发电机组用为主的动力配套体系，具备国 III、国 IV 产品的研发与批量生产能力，通过了欧盟 CE 和美国 EPA 认证，系列产品功率覆盖 20—380 马力，广泛适用于汽车、农业装备、工程机械、发电机组等，与北汽福田、江淮汽车、东风汽车、南汽、一汽金杯、长安跨越、山东凯马、东安黑豹汽车、雷沃重工、合力叉车等国内多家知名企业建立了良好的合作关系。产品远销东南亚、欧洲、非洲及其他地区。

面对日益严格的排放法规要求，通过积极的自主创新与对外技术合作，采用高压共轨、电动水冷 EGR（废气再循环）加尾气处理，以及切合国内实际的单体泵加 EGR、SCR（选择性催化还原剂）等技术，公司成功研制了 4A1、4B1、4B2、4D 系列国 IV 产品，其中 4B1-88(82)C40、4B2-95C40 已通过省级新产品鉴定，正在积极筹备国家级新产品申报工作。通过国 III、国 IV 系列产品的成功研制，全柴已成为国内产品技术路线最广、产品系列最全的柴油机企业。

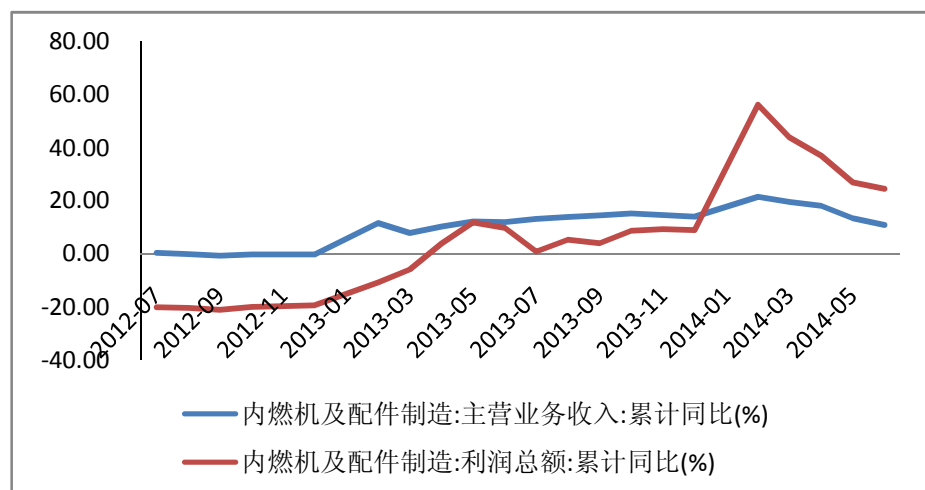
2013 年公司多缸柴油机实现销售 47.68 万台，同比增长 10.57%；全年实现营业收入 31.87 亿元，同比增长 17.53%，归属于母公司净利润 3455 万元，同比增长 84.63%。今年上半年，公司主营收入虽然下滑 10.18%，但净利润同比大幅增长 47.38%。

## 2. 公司看点

### 2.1 行业景气带动公司盈利提升

2013 年 2 月以来，内燃机行业逐渐走出低迷，主营收入及利润同比出现上升，同年 4 月，营收及利润双双实现正增长，迎来行业景气周期。今年 2 月以来，内燃机行业效益大幅提升，其中，内燃机行业主营收入累计同比大幅增长 21.55 个百分点，利润总额同比增长超过 50%，达到 56.26%。虽然之后行业营收及利润增速下滑，但利润同比增幅依然保持在 20%以上的水平，景气度仍然较高。

图 1：内燃机行业基本情况



资料来源：wind 财达研究

## 2.2 公司核心竞争力

2012年以来，公司引进了柴油机AUDIT质量评审体系，2013年，公司新研制的4F1-135C40型柴油发动机获得了由中国内燃机工业协会和中国汽车报社颁发的“2013年度质量可靠发动机”奖。

2013年，全柴产品的产销量已连续六年居国内四缸柴油机行业第1位，市场份额不断扩大，形成了以车用、农业装备用、工程机械用、发电机组用为主的动力配套体系。产品通过了欧盟CE 和美国EPA4认证，功率覆盖8-280KW，与国内多家知名企业建立了战略合作关系。产品远销东南亚、欧洲、非洲及其他地区。

2013年，公司技术中心为被认定为国家级企业技术中心。公司积极推动实施创新战略，研发团队不断壮大，专利数量逐年增长，新产品贡献率不断提升。公司相继承担了多项科技部重大国际合作项目、国家“863”计划项目以及国家重点新产品计划项目，成功研制了4A、4B、4F系列国IV柴油及燃气发动机，走在了中小功率柴油机行业发展前列。

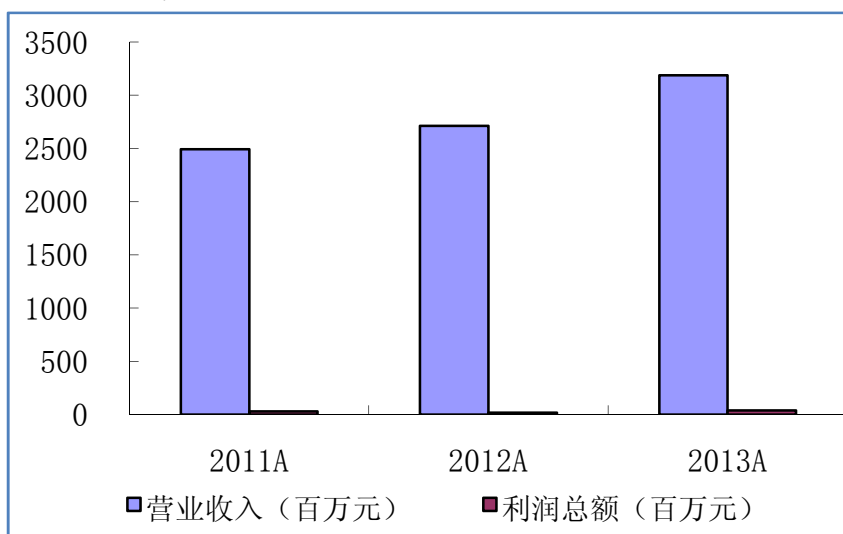
未来，公司将围绕柴油机主业，一方面，加快产品结构调整，利用公司在中小功率柴油机细分市场的领先优势，稳固和扩大市场份额；另一方面，紧紧围绕多缸柴油机产业，准确把握柴油机行业未来技术发展趋势，加大技术储备，提升产品参与市场竞争的技术优势，从而巩固并提升公司在柴油机行业的市场份额和领先地位，实现由规模增长向质量效益型增长转变。

2014年，公司将进一步加快技术升级和技术改造，调整产品结构，提升产品品质，扩大市场份额，加强内部管理，提升企业经营能力。全年计划销售多缸柴油机48.3万台，实现营业收入39.03亿元。

## 3.公司财务状况

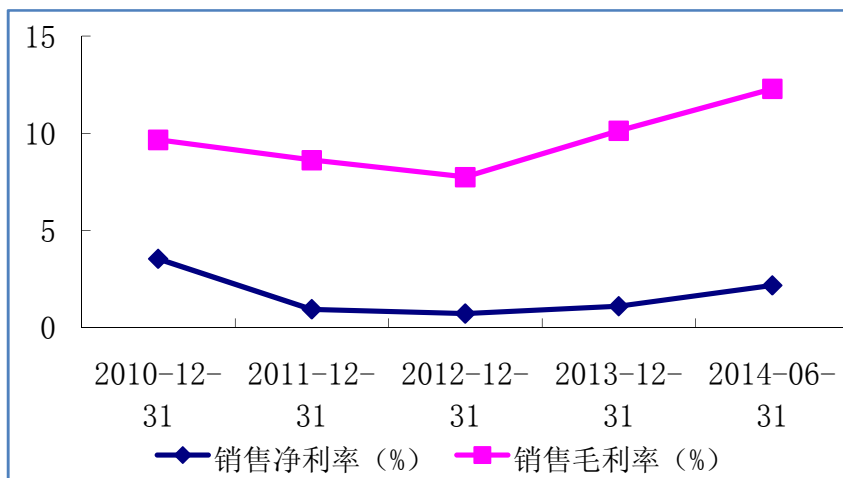
公司2013年营业收入增长较快，主要得益于内燃机行业景气，新产品销量大幅增长。同时，整体毛利率水平增长较快，2013年公司毛利率10.13个百分点，同比提升2.38%，2014年上半年相比年初再度上升2.15个百分点，达到12.28%，主要得益于销售费用率下降明显。这可以从图2-图5上清晰的看出来。公司资产负债率55%左右，较为合理，货币资金增长较快，财务状况较好。

图 2：2013 年主营收入及利润增长明显



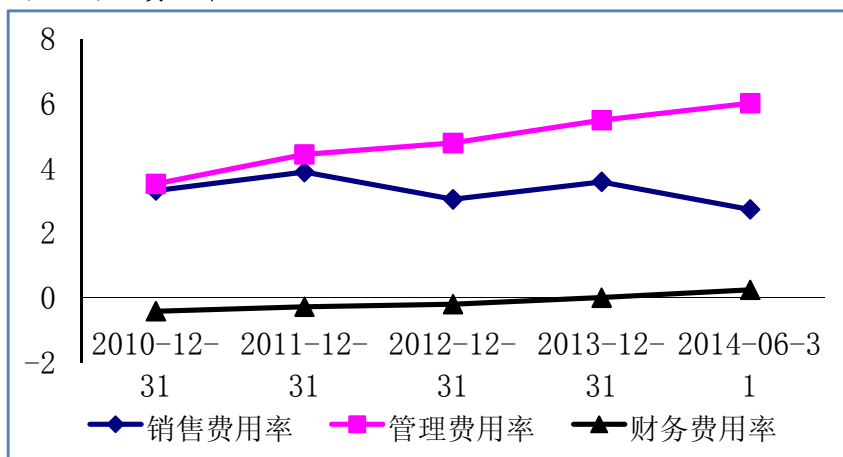
资料来源：wind 财达研究

图 3: 毛利率比较稳定



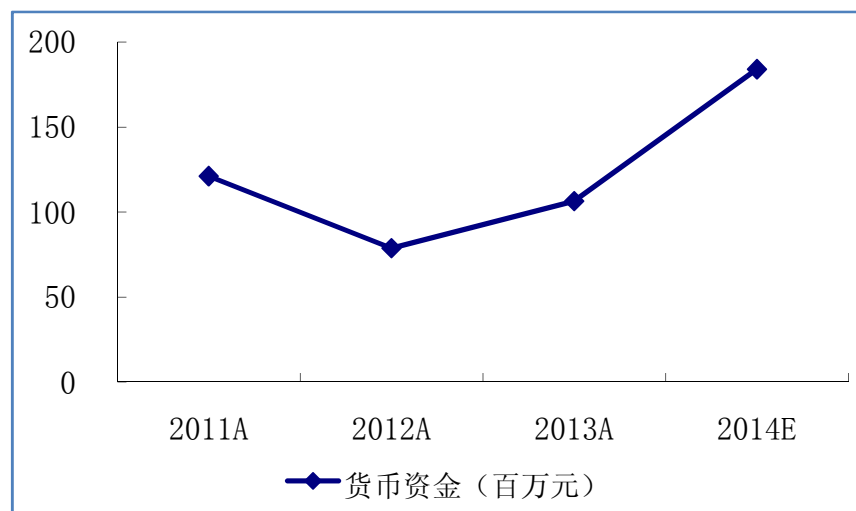
资料来源: wind 财达研究

图 4: 期间费用率较低



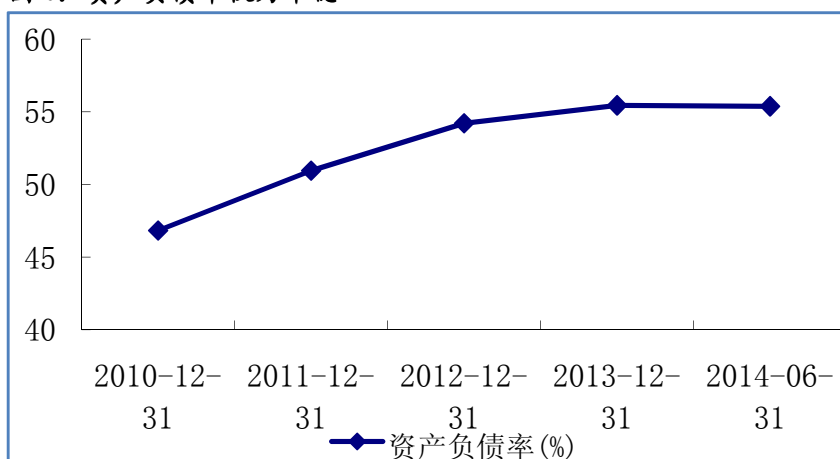
资料来源: wind 财达研究

图 5: 货币资金快速增加



资料来源: wind 财达研究

图 6: 资产负债率较为平稳



资料来源: wind 财达研究

## 4.与可比上市公司估值水平比较

从申万三级行业中找到内燃机子板块的相关上市公司, 并对他们的财务指标及估值做一比较。

表 1: 与可比上市公司毛利率比较

股票代码	股票简称	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益率 (%)
300391	康跃科技	37.32	12.85	7.35
000519	江南红箭	37.30	19.59	5.08
600841	上柴股份	18.94	5.60	2.75
000570	苏常柴 A	11.52	2.62	1.87
	行业均值(算术平均)	23.47	8.57	4.01
<b>600218</b>	<b>全柴动力</b>	<b>12.28</b>	<b>2.17</b>	<b>2.98</b>

资料来源: wind 财达研究

表 2: 与可比上市公司价值比较

股票代码	股票简称	每股收益 (元)	市盈率 PE	市净率 PB
300391	康跃科技	0.70	51.66	8.47
000519	江南红箭	0.52	30.96	3.12
600841	上柴股份	0.24	43.94	2.69
000570	苏常柴 A	0.13	64.80	2.67
<b>600218</b>	<b>全柴动力</b>	<b>0.12</b>	<b>95.72</b>	<b>3.01</b>

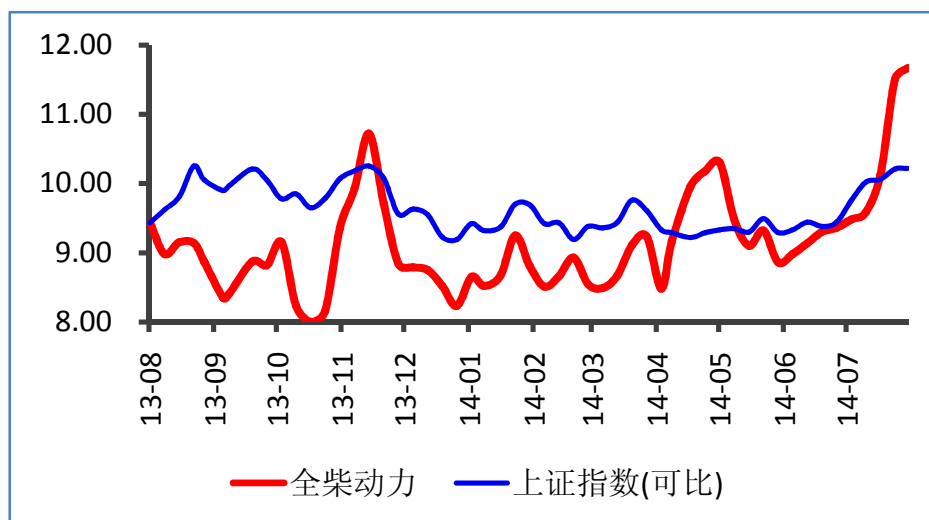
资料来源: wind 财达研究

根据上表, 在子行业可比上市公司中销售毛利率、净利率以及净资产收益率的平均值为 23.47%、8.57% 和 4.01%, 相应的, 全柴动力该三项指标分别为 12.28%、2.17% 和 2.98%, 低于子行业平均水平。价值方面, 全柴动力 2013 年每股收益 0.12 元, 市盈率 95.72 倍, 市净率 3.01 倍, 在子行业中同样居于下游水平。

## 5. 股价走势

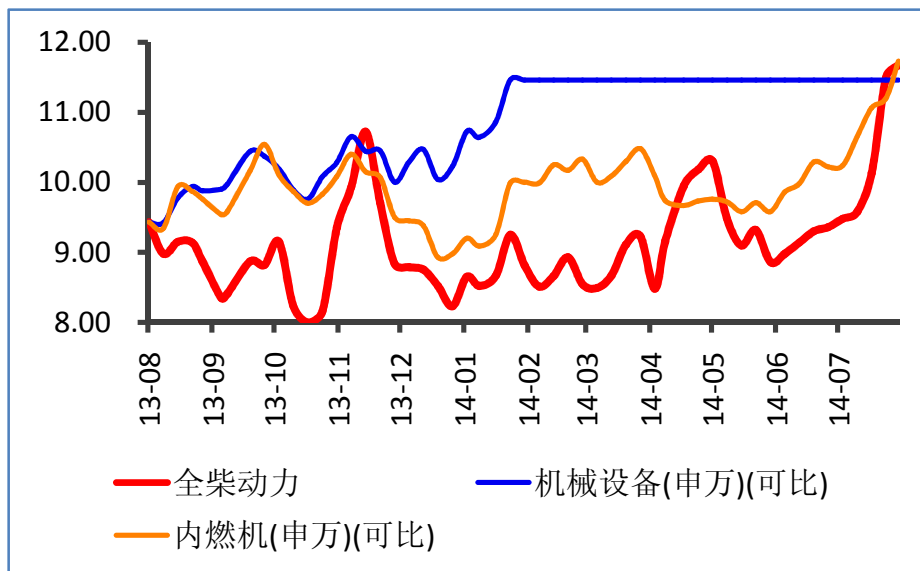
截止到2014年8月21日，公司的收盘价为11.67元，动态市盈率为61.42倍。通过图7、图8我们可以看出，公司股价近一年的走势强于大盘指数和行业指数。技术上，12.75元是短线阻力位。

图 7: 全柴动力与深证成指的叠加走势



资料来源: wind 财达研究

图 8: 全柴动力与行业指数的叠加走势



资料来源: wind 财达研究

## 6. 风险点

内燃机制造行业竞争加剧导致毛利率降低；原材料成本大幅波动带来的不确定性。



## 7.投资评级

考虑到全柴动力在我国柴油机行业的龙头地位，以及政策对农业机械力度加强，公司未来营收及利润有望保持较快增长。根据我们所得的估值模型，预计 2014-2016 年，公司营业收入年均可以保持 20%左右的增速，实现每股收益 0.19 元、0.23 元和 0.27 元，动态市盈率 61.42 倍。我们认为当前股价没有反映出公司的基本情况。随着公司毛利率进一步提升，公司业绩弹性将得到充分释放，我们看好公司未来发展并给予公司股价“增持”评级。





## 指标分析与报表预测

资产负债表	(百万元)				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	53.0	84.0	142.9	47.3	250.1
应收帐款	647.7	799.2	755.6	1210.4	1150.9
存货	458.5	449.9	728.0	668.2	955.6
预付款项	43.1	28.0	101.8	34.7	116.2
其他应收款	51.3	25.4	77.5	47.5	95.6
非核心资产	41.1	24.6	24.6	24.6	24.6
固定资产	851.3	900.7	873.7	879.5	853.3
无形资产	54.2	57.1	50.2	43.2	36.2
长期待摊费用	2.0	5.5	2.7	0.0	0.0
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总资产	2389.0	2483.7	2866.2	3031.6	3558.8
短期借款	95.9	91.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	1016.2	1065.5	1465.2	1581.8	2004.4
预收款项	16.1	11.9	31.8	14.8	40.3
其他应付款	23.4	29.3	29.3	29.3	29.3
其他流动负债	15.0	11.0	11.0	11.0	11.0
长期借款	87.0	123.0	123.0	123.0	123.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期经营性负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	22.9	28.3	28.3	28.3	28.3
负债合计	1276.6	1360.1	1688.6	1788.2	2236.3
少数股东权益	79.9	59.8	60.7	61.8	63.2
股东权益	1032.6	1063.8	1116.9	1181.5	1259.3
净营运资本	32.3	43.1	-52.9	206.0	-81.3
投入资本 IC	1269.5	1285.5	1195.9	1365.0	1250.5

现金流量表	(百万元)				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	19.4	35.1	54.0	65.8	79.1
折旧摊销	65.5	73.0	66.7	70.6	70.9
净营运资金增加	-76.7	-71.4	59.2	-198.3	90.5
经营现金流	-17.8	40.4	180.9	-63.0	238.2
投资现金流	-65.6	-15.2	-24.0	-27.7	-31.7
融资现金流	29.8	1.5	-97.9	-4.9	-3.7
现金净增(减)	-53.4	27.2	58.9	-95.6	202.8
现金期末余额	53.0	84.0	142.9	47.3	250.1

利润表	(百万元)				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2712.1	3187.4	3824.8	4589.8	5507.8
主营业务成本	2501.8	2864.5	3365.9	4039.0	4819.3
主营业务利润	210.3	322.9	459.0	550.8	688.5
营业费用	82.5	114.3	153.0	183.6	247.8
管理费用	129.6	174.8	229.5	275.4	330.5
财务费用	-5.5	-0.1	8.3	6.6	5.7
折旧摊销	65.5	73.0	66.7	70.6	70.9
资产减值损失	6.9	6.3	6.3	6.3	6.3
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	11.2	0.5	0.0	0.0	0.0
营业利润	3.5	22.8	55.5	71.3	89.0
营业外净收入	15.6	16.4	16.4	16.4	16.4
利润总额	19.1	39.3	72.0	87.7	105.4
所得税费用	-0.4	4.1	18.0	21.9	26.4
净利润	19.4	35.1	54.0	65.8	79.1

### 主要财务指标

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入增长率(%)	8.8	17.5	20.0	20.0	20.0
净利润增长率(%)	-17.1	80.7	53.6	21.9	20.2
EBITDA 增长率(%)	14.6	40.5	31.3	12.1	10.3
EBIT 增长率(%)	-39.0	182.4	107.8	17.4	17.8
主营利润率(%)	0.7	1.1	1.4	1.4	1.4
EBITDAMargin	2.9	3.5	3.8	3.6	3.3
ROE	1.8	3.2	4.8	5.5	6.2
ROIC	0.3	1.6	3.6	4.8	5.1
ROIC-WACC	-15.2	-13.9	-11.8	-10.7	-10.4
基本 EPS	0.07	0.12	0.19	0.23	0.27
稀释 EPS	0.07	0.12	0.19	0.23	0.27
每股红利	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股现金流	-0.1	0.1	0.6	-0.2	0.8
每股净资产	3.6	3.8	3.9	4.2	4.4
净负债/权益(%)	17.7	20.1	11.0	10.4	9.8
总负债/总资产(%)	53.4	54.8	58.9	59.0	62.8
流动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.8	0.8

## 其他明细条目

### 评级定义

#### 【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%  
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

#### 【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%  
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

#### 【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%  
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间  
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

### 免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 联系方式

地址：石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层

电话：0311-66006330

传真：0311-66006364

邮编：050000