



内部配套提升空间巨大 菱重爆发将是主要增长动力

——上柴股份（600841）调研简报

1. 公司处于多层面转型期。

公司原来是上海电气集团控股、主营柴油发动机的老国企，08年股权转让后上汽集团成为大股东。进入上汽体系后，上柴已进行了多层面的转型。第一是，管理理念转变带来管理效率提升。员工人数缩减80%，除了机体和缸盖其外的非核心部件全部对外采购，销量和单位产出大幅提升。第二，产品结构体系转变。公司以前只有一个D系列，仅覆盖8-9L的发动机区间，主要配套工程机械、船用、发电机市场。目前公司重心全面转向车用市场。开发出了C、E、G等多个系列，全面覆盖了小柴、轻柴、中轻柴和重柴产品。且公司新产品多是与国外知名发动机设计中心联合开发，产品具有很强竞争力，目前新产品已成为公司增长主要来源。

2. 菱重增压器持续爆发增长。

公司持股40%与三菱合资的菱重增压器有限公司为国内三大乘用车涡轮增压总成厂商。目前主要配套宝马、长城等优质主机厂。当前，国内乘用车增压器市场由于节能减排和涡轮增压化趋势而处于爆发增长期，但国内缺乏能生产乘用车增压器总成的内资企业，市场被外资的博格华纳、霍尼韦尔、菱重垄断。公司是A股唯一的涡轮增压器总成投资标的。菱重今年涡轮增压器今年销量100万，明年有望达到150万，且有超预期的可能。此外，菱重2015年有望对上汽体系内的上海大众和上海通用实现配套，未来三年均有望保持高增长。

3. 上汽体系内配套提升大有可为。

公司目前是上汽体系内唯一的发动机上市公司。公司虽然身处上汽体系内，但由于前期的发动机厂产品过于单一、与上汽内部需求不匹配导致集团内部配套比例仍然偏低。目前配套上汽销售额仅占公司销售收入比例不足15%。放眼上汽商用车体系，公司仅在上海大通的轻客上配套比例很高。而其他商用车子公司如上汽红岩的重卡仍然大部分采用潍柴等外部品牌的发动机。随着公司新产品体系的日益成熟，加上原来的上汽商用车公司总经理9月出任公司的董事长，公司与上汽商用车的联系日益紧密，在集团体系内的配套比例有望大幅提升。

2014年11月19日

推荐/首次

上柴股份

调研简报

苏杨

010-66554030

suyang@dxzq.net.cn

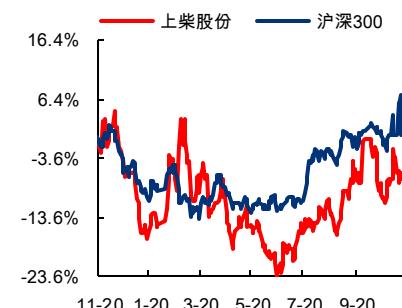
执业证书编号:

S1480512090002

交易数据

| | |
|--------------|-------------|
| 52周股价区间（元） | 11.05-11.95 |
| 总市值（亿元） | 95.77 |
| 流通市值（亿元） | 54.39 |
| 总股本/流通A股(万股) | 86669/49217 |
| 流通B股H股(万股) | 34480/ |
| 52周日均换手率 | 0.43 |

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

结论:

公司作为 A 股乘用车增压器总成的唯一投资标的，将受益菱重的爆发增长。此外，公司在进入上汽体系后经历了多层面大刀阔斧的改革，下一步在上汽体系内配套比例的上升有望将改革的成果转化到业绩层面。预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.2 元、0.35 元、0.48 元，对应 PE 为 56 倍、32 倍、23 倍。虽然公司未来两年高增长较确定，但目前估值仍然偏高，暂时给与“推荐”的投资评级。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------|--------|-----------|--------|---------|---------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|----|----|----|
| | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | | | |
| 流动资产合计 | 3398 | 3577 | 3538 | 3801 | 4176 | 营业收入 | 3030 | 2981 | 2987 | 3474 | 4249 | | | |
| 货币资金 | 1977 | 1541 | 1799 | 1780 | 1706 | 营业成本 | 2405 | 2333 | 2336 | 2708 | 3305 | | | |
| 应收账款 | 158 | 262 | 246 | 286 | 349 | 营业税金及附加 | 8 | 8 | 8 | 9 | 11 | | | |
| 其他应收款 | 2 | 5 | 5 | 5 | 7 | 营业费用 | 157 | 175 | 204 | 198 | 234 | | | |
| 预付款项 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 管理费用 | 328 | 309 | 341 | 396 | 484 | | | |
| 存货 | 309 | 263 | 275 | 319 | 389 | 财务费用 | -38 | -39 | -17 | -18 | -17 | | | |
| 其他流动资产 | 17 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -2.14 | 21.63 | 28.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 非流动资产合计 | 1568 | 1895 | 1723 | 1769 | 1844 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 长期股权投资 | 56 | 213 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 9.28 | 28.81 | 76.00 | 130.00 | 210.00 | | | |
| 固定资产 | 503.10 | 644.90 | 1587.76 | 1636. | 1713.34 | 营业利润 | 181 | 201 | 163 | 311 | 442 | | | |
| 无形资产 | 16 | 26 | 24 | 21 | 19 | 营业外收入 | 48.31 | 26.51 | 40.00 | 40.00 | 40.00 | | | |
| 其他非流动资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外支出 | 6.47 | 1.27 | 17.00 | 17.00 | 17.00 | | | |
| 资产总计 | 4966 | 5472 | 5261 | 5571 | 6020 | 利润总额 | 222 | 227 | 186 | 334 | 465 | | | |
| 流动负债合计 | 1575 | 1989 | 784 | 886 | 1046 | 所得税 | 24 | 25 | 19 | 36 | 50 | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 199 | 202 | 168 | 298 | 415 | | | |
| 应付账款 | 610 | 654 | 614 | 712 | 869 | 少数股东损益 | -5 | -4 | -5 | -4 | -3 | | | |
| 预收款项 | 23 | 13 | 13 | 13 | 13 | 归属母公司净利润 | 204 | 205 | 173 | 302 | 418 | | | |
| 一年内到期的非 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 226 | 268 | 365 | 547 | 700 | | | |
| 非流动负债合计 | 205 | 162 | 162 | 162 | 162 | EPS (元) | 0.24 | 0.24 | 0.20 | 0.35 | 0.48 | | | |
| 长期借款 | 30 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | | | | |
| 负债合计 | 1779 | 2151 | 946 | 1048 | 1208 | 成长能力 | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 13 | 9 | 4 | 0 | -3 | 营业收入增长 | 1.6% | -1.6% | 0.21% | 16.30% | 22.31% | | | |
| 实收资本 (或股) | 869 | 867 | 867 | 867 | 867 | 营业利润增长 | -1.9% | 385.7% | -18.84% | 90.15% | 42.30% | | | |
| 资本公积 | 1129 | 1128 | 2006 | 2006 | 2006 | 归属母公司净利润增长 | -15.8 | 244.7% | -15.83% | 74.63% | 38.53% | | | |
| 未分配利润 | 717 | 839 | 943 | 1124 | 1375 | 获利能力 | | | | | | | | |
| 归属母公司股东 | 3174 | 3313 | 4309 | 4520 | 4813 | 毛利率 (%) | 21% | 22% | 22% | 22% | 22% | | | |
| 负债和所有者权 | 4966 | 5472 | 5259 | 5568 | 6018 | 净利率 (%) | 7% | 7% | 6% | 9% | 10% | | | |
| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | | | | | 总资产净利润 (%) | | | | |
| | 2011A | 2012A | 2013E | 2014E | 2015E | | | | | 4% | 4% | 3% | 5% | 7% |
| 经营活动现金流 | 394 | 163 | -586 | 224 | 174 | 偿债能力 | | | | 6% | 6% | 4% | 7% | 9% |
| 净利润 | 199 | 202 | 168 | 298 | 415 | 资产负债率 (%) | 36% | 39% | 18% | 19% | 20% | | | |
| 折旧摊销 | 82.71 | 105.62 | 0.00254.3 | 275.35 | 275.35 | 流动比率 | 2.16 | 1.80 | 4.51 | 4.29 | 3.99 | | | |
| 财务费用 | -38 | -39 | -17 | -18 | -17 | 速动比率 | 1.96 | 1.67 | 4.16 | 3.93 | 3.62 | | | |
| 应付帐款的变化 | 0 | 0 | -40 | 98 | 157 | 营运能力 | | | | | | | | |
| 预收帐款的变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.68 | 0.57 | 0.56 | 0.64 | 0.73 | | | |
| 投资活动现金流 | -639 | -494 | 1 | -170 | -140 | 应收账款周转率 | 16 | 14 | 12 | 13 | 13 | | | |
| 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付帐款周转率 | 4.91 | 4.72 | 4.71 | 5.24 | 5.37 | | | |
| 长期投资 | 56 | 213 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | | | | | |
| 投资收益 | 9 | 29 | 76 | 130 | 210 | 每股收益(最新摊薄) | 0.24 | 0.24 | 0.20 | 0.35 | 0.48 | | | |
| 筹资活动现金流 | 820 | -102 | 843 | -73 | -108 | 每股净现金流(最新摊薄) | 0.66 | -0.50 | 0.30 | -0.02 | -0.09 | | | |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 3.65 | 3.82 | 4.97 | 5.22 | 5.55 | | | |
| 长期借款 | 30 | 0 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | | | | |
| 普通股增加 | 389 | -2 | 0 | 0 | 0 | P/E | 46.04 | 46.04 | 55.53 | 31.75 | 22.93 | | | |
| 资本公积增加 | 424 | -1 | 878 | 0 | 0 | P/B | 3.03 | 2.89 | 2.22 | 2.12 | 1.99 | | | |
| 现金净增加额 | 576 | -434 | 258 | -18 | -74 | EV/EBITDA | 33.94 | 29.94 | 10.87 | 14.25 | 11.24 | | | |

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

苏杨

英国里丁大学国际证券投资银行专业，硕士学位，2010 年加盟东兴证券研究所，2011 年 6 月开始从事汽车行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好评级：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介于-5%~+5%之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。