

2010年10月11日

普通机械

公司点评报告

收盘价: 11.97元

目标价:

全柴动力(600218)

控股权变更在即, 推动业务重组加速

投资评级: 未评级(首次评级)
装备制造: 王合绪

执业证书编号: S0890210020001

电话: 021-50122369

邮箱: wanghexu@cnhbstock.com

联系人: 姬晶

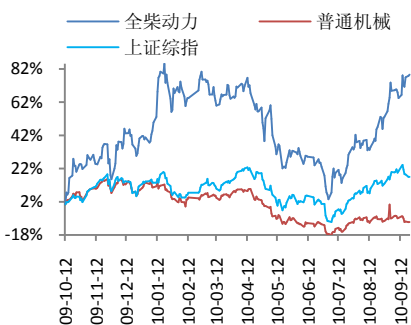
电话: 021-50122113

邮箱: jijing@cnhbstock.com

公司基本数据

总股本(万股)	28340.00
流通A股/B股(万股)	28340.00/0.00
资产负债率(%)	49.04
每股净资产(元)	0.00
市净率(倍)	
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	13.0/6.52

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

2010年10月1日, 全柴动力收到控股股东安徽全柴集团有限公司通知, 全柴集团收到全椒县经济委员会《关于全柴集团转让部分股权有关问题的通知》。2010年9月21日, 全椒县党、政联席会议研究决定, 按照国家有关政策规定, 转让全柴集团部分股权, 直至转让控股权。

◎主要观点:

◆**强势联盟客户是公司突破性增长的重要倚靠。**公司主营业务收入来源于下游汽车整车类客户如北汽福田, 江淮, 北京汽车厂等配套柴油机业务, 其中北汽福田亦为公司参股股东, 约占营业收入的40%, 江淮占10%。公司依赖于下游联盟关系客户处于轻卡整车市场的爆发性增长, 2010年上半年以来, 公司销量名列柴油机行业第四, 中轻型四缸机行业第一的地位。

◆**政策推进中轻柴油机业务高速增长。**2009年, 受益于130亿元农机补贴、50亿元汽车下乡补贴政策, 以及国III标准的实施等因素, 公司小缸径多缸柴油机销量获得爆发性增长。2010年上半年以来, 农机发动机市场需求量趋于平稳, 农机补贴还在继续增长, 公司柴油机销量仍然保持较快增长。

◆**技术与产品结构不断升级, 高端化产品初现端倪。**在中低端轻型发动机同质化现象严重的竞争中, 公司根据市场需求结构及行业产品结构变化, 积极推动4D22E、4D26系列国III产品的批量生产, 并通过与德国ELSBETT公司BOSCH公司合作, 采用国际先进的高压共轨、OBD、POC、EGR等技术, 适时启动了国IV系列新品柴油机的技术攻关和产品研发。公司在高端轻型柴油发动机市场中逐步向多样化、专业化方向发展。

◆**央企合作和皖江规划带来机遇。**公司和央企恒天集团的合作进行发动机业务整合, 同时作为皖江规划中滁州市唯一的上市公司, 未来发展空间较大。

◆**盈利预测:** 鉴于轻卡及农机将保持较快速度增长, 有力地拉动柴油机销售的快速增长。我们预计公司2010年销售柴油机51.8万台, 实现营业收入30.25亿元, 我们预计公司2010年、2011年、2012年, 实现每股收益为0.33元、0.53元、0.56元, 在中轻型柴油机行业中, 公司目前具有相对的估值优势, 我们值得继续关注。

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	2115.65	3025.38	3932.99	4994.90
同比增速(%)	66.10%	43.00%	30.00%	27.00%
净利润(百万)	51.37	106.31	150.21	157.42
同比增速(%)	293.59%	106.93%	41.30%	4.80%
每股盈利(元)	0.18	0.38	0.53	0.56
市盈率(倍)	79.88	30.60	21.66	20.67

1. 强势联盟客户是公司突破性增长的重要倚靠

全柴柴油机业务占净利润构成的 89%，主要为轻卡、工程机械和农机等配套，主要下游客户包括北汽福田、江淮、合力、一汽红塔等，其中超过 50% 的营业收入来源于北汽福田（占 40%）和江淮汽车（占 10%），北汽福田是全柴的参股股东，江淮也是公司的战略合作伙伴。得益于 2009 年汽车市场的增长惯性与利好政策的持续效应，上半年汽车市场的表现良好，截止 8 月全国汽车销量超过 1150 万辆，拉动 1-8 月份柴油机销量超过 376 万台。截至 2010 年 8 月，全柴动力共累计销售多缸柴油机 30.6 万台，同比增长 26.71%，全国轻卡生产 170.9 万辆，而北汽福田生产 36.99 万辆，江淮生产 12.86 万辆，同比分别增长 16% 和 43%，拉动了公司柴油机产销量的增长。公司销量名列柴油机行业第四，中轻机四缸机行业第一的位置。（详细 2010 年 1-8 月柴油机重要生产企业销量数据请参见表一）。全柴作为国内规模最大的中小功率柴油机研发与制造企业，依靠下游龙头企业在汽车市场柴油机销量仍然保持较快增长。

2. 政策推进中轻柴油机业务高速增长。

政策法规对轻微卡市场需求影响较大，对于轻型柴油机市场，2009 年，受益于 130 亿元农机补贴（比 2008 年大幅增加）、50 亿元汽车下乡补贴政策，以及国 III 标准的实施等因素，全柴动力小缸径多缸柴油机销量获得爆发性增长。2010 年上半年以来，农机发动机市场需求量趋于平稳，农机补贴还在继续增长，同时国务院今年 7 月 9 日出台了关于促进农业机械化发展等意见，指出要对农业机械进行金融、税收等支持。我们认为，国家优惠政策在刺激市场需求的同时，市场需求的释放还有很大的空间。公司在农业柴油机领域占有较大的比例，预期未来将会取得长足发展。

3. 技术与产品结构不断升级。

轻型柴油发动机产品同质化严重，且附加值低一直是困扰轻型柴油发动机行业多年的问题。从企业自身能力和产品结构优势上看，全柴还能保持较快的发展速度，但从生存空间上看，全柴的柴油机产品系列并不如玉柴那么广，所以全柴动力根据市场情况积极主动调整产品结构。自 2009 年中起，全柴针对国 III 机动车排放标准实施导致的市场需求结构及行业产品结构变化的实际情况，积极推动 4D22E、4D26 系列国 III 产品的批量生产。同时公司适时启动了国 IV 排放车用柴油机研发项目，通过与德国 ELSBETT 公司 BOSCH 公司合作，采用国际先进的高压共轨、OBD、POC、EGR 等技术，进行国 IV 系列新产品的技术攻关和产品研发。我们认为公司已经在高端化轻型柴油发动机市场中逐步向多样化、专业化方向发展。

4. 央企合作与皖江规划带来的发展机遇

2009 年年底，恒天集团和全椒县人民政府签署了合作协议。按照全椒县人民政府签署的合作框架，未来 3~5 年恒天集团将投资 15 亿元，对全柴集团的发动机业务进行整合，使全柴集团销售收入达 100 亿元。目前集团收入仅在 20 多亿元，未来发展空间很大。我们预计，合作项目可能是开发新型发动机。另外《皖江城市带承接产业转移示范区规划》对公司的影响：滁州被划入皖江城市带，而公司是滁州地区唯一一家上市公司。今年 9 月，国务院办公厅日前下发《国务院关于促进企业兼并重组的意见》，汽车行业位列名单之首。发动机零部件是决定一个国家汽车产业成败的关键因素。鉴于政府促进汽车企业兼并重组政策推进的大环境下，预计汽车企业兼并重组有望掀起一轮热潮。我们预计新政策会对公司的未来发展有利。

5.盈利预测

鉴于以下原因:

- ✓ 轻卡及农机将保持较快速度增长,有力地拉动柴油机销售的快速增长。2010,2011年我们分别给予公司同于柴油机行业预期40%和30%的增幅。
- ✓ 海外市场需求回暖,上半年实现营业收入4868万元,预计2010年境外市场贡献收入超过8000万元。
- ✓ 目前正在开展的募投项目天利六缸机项目、欧波管业二期项目、天成二期厂房项目、天河铸造项目,这对于公司提高零部件自给率以及重要部件自制率,降低成本会有较大的优势
- ✓ 公司积极进行内部控制和设备改造,有效控制管理费用的增幅。

我们预计公司2010,2011年分别销售柴油机52万台和65万台,同比增长40%和30%,实现营业收入30.25亿元和39.33亿元。EPS分别为0.38和0.53元。我们值得关注继续关注此公司。

表1 2010年1~8月份柴油机主要生产企业销量

公司名称	10年1-8月销量(台)	09年1-8月销量(台)	同比增长%	10年市场份额%	09年市场份额%
玉柴	525,689	464,031	13.29%	13.97%	23.46%
一汽集团	372,038	282,734	31.59%	9.89%	14.29%
潍柴集团	336,915	153,707	119.19%	8.96%	7.77%
全柴集团	306,166	241,624	26.71%	8.14%	12.21%
云内动力	158,414	182,864	-13.37%	4.21%	9.24%
东风汽车(东风康明斯)	154,985	73,414	111.11%	4.12%	3.71%
东风朝柴	153,551	108,821	41.10%	4.08%	5.50%
中国重汽	126,765	87,110	45.52%	3.37%	4.40%
江铃汽车	117,519	70,559	66.55%	3.12%	3.57%
山东莱动内燃机	94,125	69,764	34.92%	2.50%	3.53%
潍柴动力扬州柴油机	78,578	69,570	12.95%	2.09%	3.52%
上海柴油机	19,589	15,099	29.74%	0.52%	0.76%
其它	249,924	158,990	57.19%	6.64%	8.04%
汽车用柴油机总销量	3,762,087	1,978,287	90.17%	100.00%	100.00%

资料来源:中汽协 华宝证券研究所

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1077.60	2017.86	1920.71	2884.89
现金	350.66	602.01	653.99	884.13
应收账款	197.05	600.16	363.00	785.34
其它应收款	45.49	76.99	91.60	114.78
预付账款	65.55	107.49	101.36	162.31
存货	329.54	510.33	583.53	777.71
其他	89.30	120.88	127.23	160.61
非流动资产	773.08	1052.56	1272.42	1500.65
长期投资	138.20	141.07	144.25	146.65
固定资产	435.48	672.57	872.76	1070.11
无形资产	38.06	58.67	77.83	97.77
其他	161.33	180.24	177.57	186.12
资产总计	1850.67	3070.42	3193.13	4385.54
流动负债	821.80	1990.93	2057.72	3182.30
短期借款	37.08	752.54	784.21	1344.48
应付账款	549.10	979.58	931.29	1423.00
其他	235.63	258.81	342.22	414.83
非流动负债	0.16	0.06	0.08	0.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.16	0.06	0.08	0.10
负债合计	821.96	1990.99	2057.79	3182.40
少数股东权益	90.99	77.91	58.68	45.85
归属母公司股东权益	937.72	1001.52	1076.65	1157.28
负债和股东权益	1850.67	3070.42	3193.13	4385.54

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-6.43	5.19	20.94	33.41
净利润	-4.80	-18.10	-10.86	-11.26
折旧摊销	134.79	-236.56	188.97	-172.44
财务费用	18.27	-10.65	2.26	3.29
投资损失	-124.18	-314.63	-306.41	-335.04
营运资金变动	93.08	263.56	218.92	228.69
其它	-9.10	-2.87	-3.18	-2.39
投资活动现金流	-40.20	-53.94	-90.67	-108.74
资本支出	42.45	-70.58	-92.12	-105.17
长期投资	34.08	-22.88	3.90	5.03
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	8.38	-47.70	-96.01	-110.20
短期借款	152.18	-487.00	24.21	-325.11
长期借款				
其他				
现金净增加额				

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2115.65	3025.38	3932.99	4994.90
营业成本	1893.78	2632.08	3402.04	4345.56
营业税金及附加	5.19	7.56	9.83	12.49
营业费用	66.57	84.55	114.18	147.26
管理费用	70.22	130.59	173.79	200.70
财务费用	-6.43	5.19	20.94	33.41
资产减值损失	19.74	41.08	42.36	56.07
公允价值变动收益	0.20	-1.39	-0.39	-0.53
投资净收益	4.80	18.10	10.86	11.26
营业利润	71.58	141.04	180.32	210.13
营业外收入	8.80	5.64	6.08	6.84
营业外支出	1.04	1.58	1.15	1.26
利润总额	79.33	145.09	185.25	215.71
所得税	26.88	51.86	54.27	71.12
净利润	52.46	93.23	130.98	144.59
少数股东损益	1.09	-13.07	-19.23	-12.84
归属母公司净利润	51.37	106.31	150.21	157.42
EBITDA	114.93	223.02	305.75	376.59
EPS (元)	0.18	0.38	0.53	0.56

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	66.10%	43.00%	30.00%	27.00%
营业利润	685.09%	97.04%	27.85%	16.53%
归属母公司净利润	293.59%	106.93%	41.30%	4.80%
获利能力				
毛利率	10.49%	13.00%	13.50%	13.00%
净利率	2.48%	3.08%	3.33%	2.89%
ROE	5.10%	8.64%	11.54%	12.02%
ROIC	5.11%	5.78%	8.18%	6.94%
偿债能力				
资产负债率	44.41%	64.84%	64.44%	72.57%
净负债比率	4.51%	37.80%	38.11%	42.25%
流动比率	1.31	1.01	0.93	0.91
速动比率	0.91	0.76	0.65	0.66
营运能力				
总资产周转率	1.28	1.23	1.26	1.32
应收帐款周转率	10.34	7.59	8.17	8.70
应付帐款周转率	4.07	3.44	3.56	3.69
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.38	0.53	0.56
每股经营现金	0.83	-0.36	1.49	0.41
每股净资产	3.31	3.53	3.80	4.08
估值比率				
P/E	79.88	30.60	21.66	20.67
P/B	4.38	3.25	3.02	2.81
EV/EBITDA	33.64	15.55	11.20	9.94

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上；

- 公司评级标准

买入：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在5-15%；

中性：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的涨幅在-5-5%；

卖出：报告发布日后的3个月内，相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于某种原因，不能对该公司做出股票评级；或研究员的研究尚未覆盖该公司的情况。

机构业务部咨询经理

上海

陈康菲

021 -5012 2485

139 1717 5055

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华宝证券研究所。未获得华宝证券研究所事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华宝证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。