



# 下游重汽及工程机械热销送来开门红

2011年2月22日

强烈推荐/首次

潍柴动力

事件点评

## ——潍柴动力（000338）

银国宏	策略分析师	执业证书编号：S1480207120048
后立尧(联系人)	机械行业分析师	010-66557343 <a href="mailto:houly@dxzq.net.cn">houly@dxzq.net.cn</a>

### 事件：

从2月10-20日短短的10日内,潍柴动力股价上涨了约20%,股价也创下了3个月以来的新高。

### 观点：

#### 1. 1月下游重卡、工程机械销量同比大增,推动公司销量创新高

潍柴动力(000338)股价10天内上涨20%,我们研判,上涨的主要原因是公司下游行业重卡及工程机械行业1月销量增速较快超出市场预期,从而带动公司主打产品---发动机、变速箱及重汽销量大幅增长,这也一定程度上让投资者恢复了信心。潍柴动力是国家内燃机研发、制造、销售重点骨干企业,也是中国柴油机行业首家在香港上市的公司,公司内燃机产品广泛应用于重型汽车、大客车、工程机械、船用、发电等大功率动力配套市场。随着2011年1月国内重卡及工程机械销量数据的公布,公司股价也一路走高,体现出了投资者对潍柴动力1季度销量的乐观。

**发动机业务:** 虽然公司尚未公告1月具体销量,但我们根据国内重卡及工程机械销量推测,预计潍柴动力的发动机1月销量至少为7万台发动机,同比增速约50%,1季度销量至少为20万台(2010年全年销售发动机56万台)。据称潍柴动力2011年1月份排产在6.5万台左右,达到公司产能的上限。由于公司的排产视整车企业的订单情况来定,因此公司的库存并未增加。公司的发动机产品主要集中在8-12升发动机,并在积极开发5-7升市场,将主要配置于中小挖掘机市场和中小客车市场。中小挖掘机市场容量每年在十几万台,目前主要依靠国外进口,公司产品价格仅为进口产品一半,目前正在与三一、中联、柳工等适配;中小客车市场容量每年超过30万台,公司目前正在和宇通、黄海等厂家适配。

**变速器业务:** 法士特是潍柴动力的控股子公司(持股51%),是我国汽车变速器生产厂家的龙头,也是世界上最大的汽车变速器厂商。2011年1月法士特变速器实现销售收入12.9亿元(2010年法士特销售收入超126亿元),销售汽车变速器超过9.2万台,各项经营指标再创单月历史同期最好水平。因为1月的销售火爆,法士特确立了全年产销收入必保实现140亿元、完成产销变速器必保100万台的目标计划,根据法士特变速器的销量和市场占有率,基本可以推测1月全国重卡的总销量为11万辆。法士特集团预计三月份形势还要好一些,四月会大好。法士特2011年要力争突破100万台变速器(2010年销量是85.3万台)。很多重卡企业跟法士特的判断相近,不少企业因为1月份的销售火爆,已经上调了2011年的产销计划。

**重卡业务:** 2011年1月潍柴动力旗下陕西重汽(持股51%)的销量为6090辆,销量稳定增长,而陕汽2011年的目标是15万辆。目前陕西重汽处在中国重汽市场第二梯队,仅次于一汽解放和中国重汽,2010年陕西重汽市场占有率为11%,主打产品是奥龙与德龙系列的牵引、自卸及载货重卡。从潍柴动力近年的净利润贡献情况来看,陕西重汽业务贡献的净利润占上市公司净利润总额的2.8%,总部发动机业务占净利润总额的81.5%,陕西法士特变速器业务占13.2%。

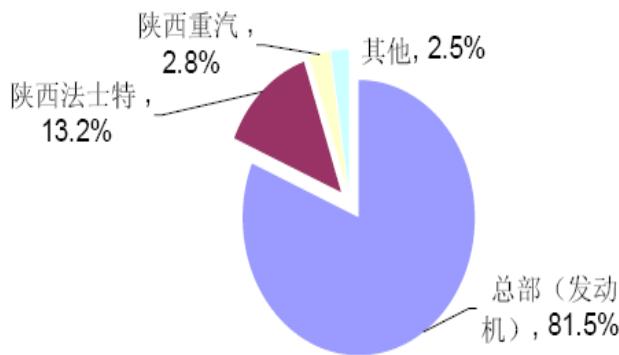
**表 1：中国重卡市场占有率情况**

梯队	公司名	2010 年销量 (万辆)	市场占有率	2010 销量 同比增速	2011 年销售目标 (万辆)
第一梯队	一汽解放	26	25%	62.5%	30
	中国重汽集团	19.5	19%	35.7%	23
第二梯队	陕汽重汽	10	11%	/	15
	北汽福田	8.4	8.3%	23%	10
第三梯队	包头北奔重汽	4	3.9%	/	5.5
	上汽依维柯红岩	3.3	3.2%	/	4.3
	安徽华菱	3.1	3%	/	4
第四梯队	其它	26.7	26.4%	/	/
	共计	101.7	100%	60%	预计为 120

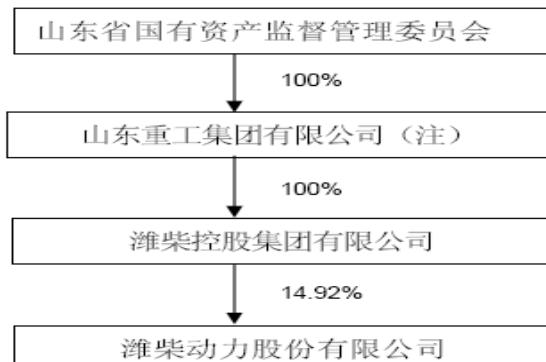
资料:东兴证券研究所

**下游重卡市场:** 2011 年 1 月份各重卡都取得了比较好的销售业绩, 增长均在 50%以上。解放公司 1 月生产中重型卡车 24120 辆, 销售 20913 辆, 其中 J6 月产达到 9112 辆, 超额完成预计任务 116%。中国重汽产量为 21072 辆, 销量为 18002 辆。红岩 1 月销售重卡 3197 辆 同比增长 53%。江淮重卡销量 2934 辆, 增长 79.89%。以上重汽行业龙头汽车 1 月产品的热销拉动了潍柴动力发动机及变速器的销量。

**下游工程机械市场:** 2011 年 1 月工程机械销量良好, 以挖掘机为例, 三一重工和柳工 1 月销量分别同比增长 170%和 160%。厦工股份 1 月份挖掘机同比增速 130%, 环比增 64%, 全年挖掘机有望实现公司 5000 台的目标。随着国家中央“一号文件”的出台, 水利水电工程项目将进入建设高峰期, 预计未来 10 年中国将投入 4 万亿大兴水利工程。水利建设是工程机械的重要使用市场, 这将直接拉动挖掘机、装载机、推土机、起重机等工程机械的需求, 这也拉动了潍柴动力柴油发动机的销量。

**图 1: 2009 年潍柴动力净利润构成图**


资料:东兴证券研究所

**图 2: 潍柴动力股权构成**


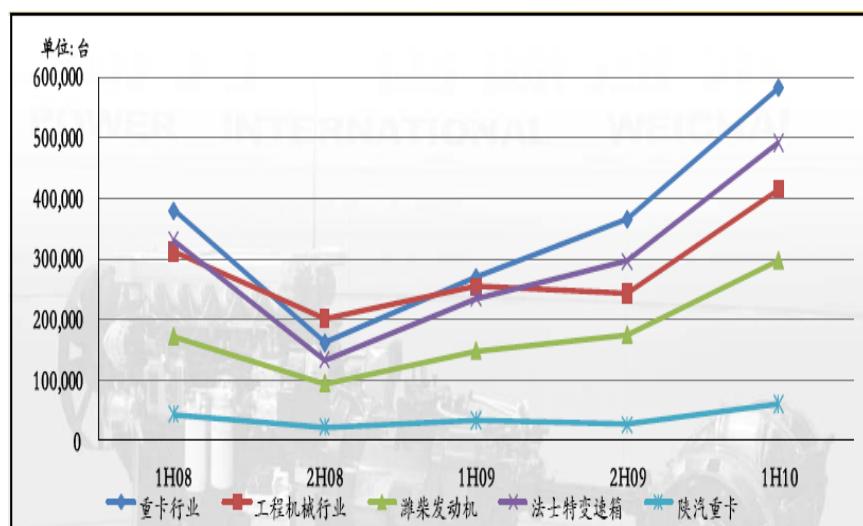
## 2. 业绩稳定增长,行业地位稳固

潍柴动力旗下拥有了由陕西重型汽车有限公司、陕西法士特齿轮有限责任公司、株洲湘火炬火花塞有限责任公司、牡丹江富通汽车空调有限公司等 40 家优质企业组成的子公司集群。形成了以动力总成(发动机、变速箱、车桥)、商用车、汽车零部件三大产业板块协同发展的格局,成为国内唯一的同时具有三大业务板块的集团。

整合后的公司三大业务板块齐头并进、协同发展,在国内各自细分市场均处于绝对优势地位。其中,高速发动机在总重 14 吨以上重型汽车和 5 吨装载机配套市场的占有率达到 36% 和 82% 以上;法士特变速箱在 14 吨以上重型汽车市场的占有率达到 92% 以上;陕西重汽重卡市场占有率达到 12% 以上,行业地位稳固。

2009 年以来,在政府经济刺激计划作用下,中国经济企稳向好趋势明显,重型汽车、工程机械等装备制造业迎来发展机遇。潍柴动力发动机、变速箱、重卡销量受益行业景气度,市场表现突出。

**图 3:潍柴动力 3 大业务及下游行业季度销量图**

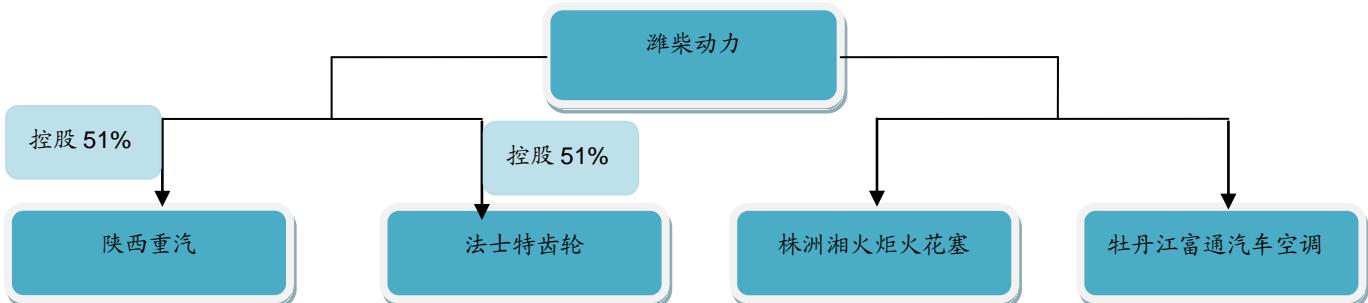


资料:东兴证券研究所,潍柴动力年报

2010 年公司销售各种发动机 55-60 万台,其中重卡发动机 40 万台左右,市场占有率达到 40%;5 吨以上装载机发动机十几万台,市场占有率达到 80%;大客车发动机 4 万台左右,市场占有率达到 50%。公司目前产品主要集中在 8-12 升发动机,未来将开发其它类型发动机。

## 3. 重卡产业链完整,今后发展思路清晰

潍柴通过重组并购、技术引进以及合资合作等方式,分别获取了意大利 VM 公司 2—4L、法国博杜安 16L 以及德国曼公司 3000—10000 马力等细分领域中的世界领先技术,可在中轻型商用车辆、游艇、船舶、发电、工程机械等众多领域得以应用。此外,潍柴集成产业链优势进行链合创新,除了进一步优化升级由潍柴发动机、汉德车桥、法士特传动系统等组成的重卡黄金链条外,潍柴还在积极打造工程机械动力总成产业链,同时奠定了在商用车与工程机械领域中的核心优势。

**图 4: 潍柴动力旗下主要公司**


资料:东兴证券研究所

潍柴集团坚持积极调整结构,均衡发展动力总成、商用车以及零部件三大业务板块。其中,发动机业务板块要打造成为全球领先、全系列、全领域动力提供商,建设百万台、千亿级绿色动力研发制造基地,产品排量涵盖 2-620L,功率覆盖 30-10000 马力,广泛应用于商用汽车、工程机械、客车、船舶、游艇、发电、农用机械等各个领域,力争 2012 年实现销售收入 500 亿元,2015 年达到 800 亿元,2020 实现 1000 亿元,综合实力跻身全球发动机行业前两位,挑战全球第一。重型变速箱 2012 年 100 万台,2015 年 120 万台,达到全球第一,2015 年自动变速箱形成批量生产能力,微型柴油、汽油变速箱总成达到 30 万到 50 万台。在商用车板块,陕重汽重卡确保 2011 年 15 万辆,2015 年产销 20 万辆,2020 年力争产销 25 万辆。

#### 4. 受益于山东蓝色经济氛围下的基础设施先行政策

山东省发改委主任张超超近期表示,在发展蓝色经济区建设上,要坚持基础设施先行的原则。因此,我们研判潍柴动力将同时受益于十二五期间工程机械市场的高速发展及山东基础设施建设。2011 年 1 月 6 日国务院已正式批复了《山东半岛蓝色经济区发展规划》,规划之初,山东半岛蓝色经济区的核心区为 9 个集中集约用海区,其中包括潍柴动力所在的潍坊海上新城、以及海州湾重化工业集聚区、前岛机械制造业集聚区等其它 8 个区域,每个用海区都是一个海洋或临海具体特色产业集聚区。

潍柴动力一直是船用柴油发动机领域的佼佼者,潍柴游艇用发动机包括 226B、WD615、WD618、WP12 等四大系列,但是都集中在低端、小功率发动机领域。为了实现对大功率发动机的突围,2009 年 1 月,潍柴动力以 299 万欧元收购了法国博杜安发动机公司,从而掌握了高端、大功率游艇生产制造技术。公司高层近期透露:潍柴动力将涉足游艇制造,并通过海外收购构建完整的游艇产业链。而游艇也将成为山东重工的第五大产业板块,相关布局将在 2012 年完成。我们研判,山东蓝色海洋经济仍要坚持基础设施先行,并且落脚在海洋工程及海洋经济,作为船用柴油发动机领域的领军企业,潍柴动力将因此而受益。

#### 5. 国 IV、国 V 高速大功率“蓝擎”投入运营,等待国 IV 排放政策出台

市场期待很久的重卡国 IV 排放标准很可能在今年两会后出台,国 IV 标准要求重型汽车单车排放降低 30% 左右,届时将很可能要求重卡发动机使用 SCR、EGR 等新型清洁技术减少重卡尾气排放。作为重卡发动机行业龙头,潍柴动力很早就致力于高性能低排放发动机的研制。在 10—12L 重卡发动机领域,潍柴蓝擎 II 代发动机充分融合当今世界内燃机前沿科技,在经济性、动力性、可靠性、舒适性等方面达到国际领先水平,并通过自主研发已经达到国 IV、国 V 排放法规的要求;同时,依托长期经验积累与前沿技术整合,潍柴自主研发了 5—7L 发动机,主要面向客车、工程机械以及中重卡领域,有效延展了集团产品线,逐渐形成技术和规模优势。2010 年 2 月,公司 10 万台国 IV、国 V 高速大功

率“蓝擎”二号工厂正式投入运营。另外,听过技术改造、工艺规划和工厂设计三管齐下,高速大功率发动机产量提升至5万台/月。作为潍柴发展史上的个里程碑,标志着企业制造水平又迈上了一个新的台阶,潍柴动力已经做好了迎接国IV排放标准出台的准备工作。

## 6. 新能源产业优势逐步确立

潍柴动力很早就涉足新能源领域,并开发出柴油和燃气混合动力重卡及纯电动重卡。2010年1月,商用汽车与工程机械新能源动力系统产业技术创新战略联盟获科技部批复。公司的新能源产业优势地位也得益逐步确认。目前,潍柴动力的气体机销量跃居行业前三甲,并占据国内燃气重卡85%以上的市场份额。公司还承担了国家863混合动力柴油机开发应用项目和国家863计划关于重型LNG商用车产品开发项目。

### 风险提示:

公司面临的风险有两点:一是房地产市场新开工面积减少可能会导致重卡增速减缓,从而对公司发动机及变速箱销量产生影响,并且影响公司控股公司陕西重汽的重卡销量;二是公司上游的钢铁及橡胶成本上升吞噬公司毛利率。目前公司成本中外协件占比在75-78%,公司对这部分成本暂时具有掌控能力,另外,公司直接采购的废钢、废铁占成本的比重仅有百分之十几。但是,如果随着国际油价的水涨船高,导致橡胶等相关产品价格飙升的话,将很可能导致公司盈利水平下降。

### 结论:

我们判断,随着十二五基建项目逐步开展、水利水电构成建设增加、保障房建设规模扩大、区域振兴规划带来的基础设施建设投资逐步落实,重汽及工程机械领域龙头潍柴动力业绩将持续稳定增长。我们预测公司10-12年EPS分别至3.8元、4.7元和5.6元,当前股价对应10-12年PE分别为14.8倍、11.9倍和10.1倍。公司目前股价为56元左右,PE仅14倍左右,远低于农业机械及重型卡车板块均值,我们觉得公司股价还有很大的上涨空间,我们给予公司近期目标价70元,给予公司“强烈推荐”评级。

**表2: 潍柴动力盈利预测表**

万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	33,127.78	35,525.18	59,000.00	68,000.00	78,000.00
主营收入增长率	13.21%	7.24%	66.08%	15.25%	14.71%
EBITDA(百万元)	3,705.49	5,543.66	8,968.24	10,892.81	12,626.81
EBITDA增长率	-8.88%	49.61%	61.77%	21.46%	15.92%
净利润(百万元)	1,931.35	3,407.42	6,391.84	7,922.60	9,383.75
净利润增长率	-4.36%	76.43%	87.59%	23.95%	18.44%
ROE	24.15%	28.99%	34.63%	31.04%	27.68%
EPS(元)	2.320	4.090	3.837	4.755	5.633
P/E	24.54	13.92	14.84	11.97	10.11
P/B	5.93	4.03	5.14	3.72	2.80
EV/EBITDA	11.78	8.04	6.96	7.05	5.27

资料来源: 东兴证券

**表 3: 潍柴动力资产负债表**

资产负债表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	增长率%	2011E	增长率%	2012E	增长率%
货币资金	5,863.95	6,578.27	11,587.60	76.15%	19,894.09	71.68%	30,667.02	54.15%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	2,934.30	3,320.80	6,465.75	94.70%	5,589.04	-13.56%	4,273.97	-23.53%
预付款项	905.66	885.11	1,508.74	70.46%	2,227.50	47.64%	3,051.96	37.01%
存货	5,850.62	5,806.64	12,204.11	110.17%	12,659.18	3.73%	12,907.40	1.96%
流动资产合计	19,945.18	25,123.17	33,073.42	31.65%	41,876.13	26.62%	52,627.89	25.68%
非流动资产	9,322.56	11,094.98	9,636.98	-13.14%	8,760.17	-9.10%	7,883.37	-10.01%
资产总计	29,267.74	36,218.15	42,710.40	17.93%	50,636.30	18.56%	60,511.26	19.50%
短期借款	1,246.08	1,041.58	882.05	-15.32%	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	6,442.18	8,382.34	4,881.64	-41.76%	4,219.73	-13.56%	3,226.85	-23.53%
预收款项	1,052.87	747.09	806.09	7.90%	874.09	8.44%	952.09	8.92%
流动负债合计	16,719.92	17,672.44	17,830.42	0.89%	17,645.90	-1.03%	18,054.86	2.32%
非流动负债	1,221.33	2,884.40	1,976.58	-31.47%	2,476.58	25.30%	3,026.58	22.21%
少数股东权益	3,328.72	3,906.70	4,446.70	13.82%	4,986.70	12.14%	5,526.70	10.83%
母公司股东权益	7,997.75	11,754.62	18,456.71	57.02%	25,527.13	38.31%	33,903.12	32.81%
净营运资本	3,225.25	7,450.73	15,243.00	104.58%	24,230.23	58.96%	34,573.03	42.69%
投入资本 IC	7,359.33	12,345.78	13,409.90	8.62%	12,331.78	-8.04%	11,024.85	-10.60%

资料来源: 东兴证券

## 分析师简介

### 后立尧

清华大学工科学士，韩国 POSTECH 大学管理学硕士，2007 年起从事行业研究员工作，2010 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业（军工/高铁/船舶/汽车等）研究。

## 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，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。

## 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： 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： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。