

UBS Investment Research
中国汽车行业
重卡行业首次覆盖：在恐惧中寻找贪婪的理由
2012年9月7日
www.ubssecurities.com
■ 行业盈利有望在2013年改善

我们认为销量涨、售价升、成本降和库存低这四个因素将促使2013年重卡行业盈利改善：1) 销量涨主要由更新需求和国IV刺激所推动；2) 售价升主要由排放标准升级和产品升级所拉动；3) 成本降主要受钢材和橡胶价格回落的影响；4) 库存处于近5年来低位。

■ 2013年行业可能面临的最大风险

重卡销量不增长将是2013年行业面临的最大风险。其主要原因有可能是：1) 基建活动不回升；2) 房地产投资延续下滑趋势。

■ 板块估值接近历史低位

目前商用载货车板块市盈率为8.7X，市净率为1.3X，均处于03年以来的历史最低水平。自2010年10月25日的相对高点到2012年8月底，商用载货车指数下跌高达61%，而沪深300仅下跌34%。

■ 首次覆盖潍柴动力和中国重汽，分别给予“买入”和“中性”评级

潍柴动力和中国重汽是重卡行业中最具代表性的两家公司，我们给予的目标价分别为23.6元和10.3元。我们预计重卡行业盈利在2013年将改善，目前行业估值处于历史底部区域，板块反弹拐点渐行渐近，首推行业龙头潍柴动力。

陈实

分析师

S1460511070002

shi.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8854

邹天龙

分析师

S1460512070001

tianlong.zou@ubssecurities.com

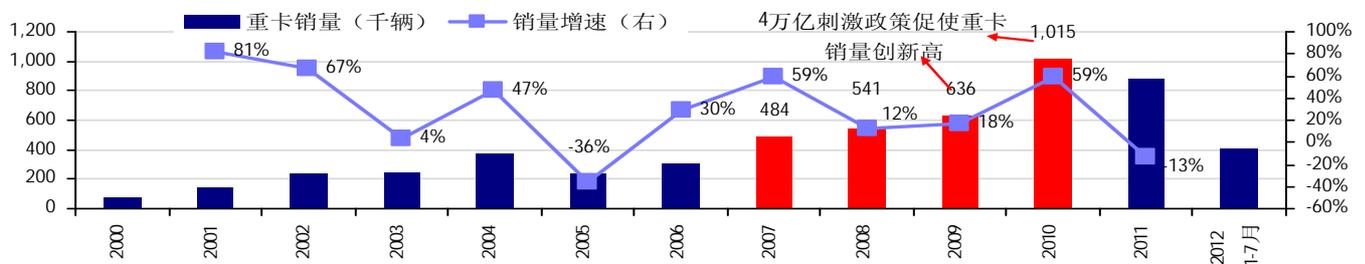
+8610-5832 8775

特此鸣谢侯延珉

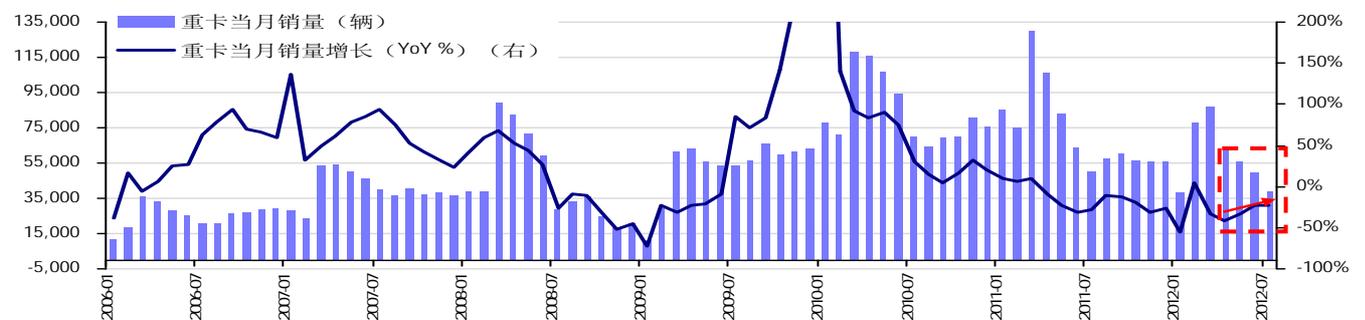
(Yankun.Hou@ubs.com)和徐鸣

(Ming.Xu@ubs.com)对本报告的

编制提供帮助

图1: 07至10年重卡销售高峰为13年更新需求的爆发奠定了基础


数据来源：CAAM

图2: 自4月以来，重卡销量下滑速度开始减慢


数据来源：CAAM

本报告由瑞银证券有限责任公司编制

分析师声明及要求披露的项目从第78页开始

UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

目录	页
摘要和投资分析	4
估值分析	8
行业分析	11
— 重卡行业盈利有望在2013年改善	11
— 重卡行业中长期发展喜忧参半	22
行业风险	34
释义	34
潍柴动力 A	35
投资主题	36
— 关键催化剂	37
— 风险	37
— 估值和推导我们目标价的基础	37
— 瑞银预测对比市场预期	39
— 敏感性分析	39
竞争分析	40
— 竞争优势	40
— 管理层战略	40
公司风险	41
经营概况	41
— 整体概况：动力总成为核心的商用车及零部件制造企业	41
— 发动机业务：技术领先，市场份额稳固，销量有望低位回升	42
— 变速箱业务：重卡变速器业务领域一家独大，逐渐向客车和工程机械领域拓展 ...	45
— 重卡整车业务：市场份额稳固，将受益于行业销量好转	46
财务状况	49
— 利润表	49
— 主营业务收入分析	50
— 资产负债表	52
— 现金流量表	53
— 杜邦分析	53
目标价推导	54
公司背景	55
中国重汽	59
投资主题	60
— 关键催化剂	60
— 风险	61
— 估值和推导我们目标价的基础	61
— 瑞银预测对比市场预期	62
— 敏感性分析	63
公司风险	63
竞争分析	64
— 竞争优势	64
— 管理层战略	64
经营概况	65
— 公司历史：中国重汽历史久远，2003年以后经历高速增长	65

陈实
 分析师
 S1460511070002
 shi.chen@ubssecurities.com
 +86-213-866 8854

邹天龙
 分析师
 S1460512070001
 tianlong.zou@ubssecurities.com
 +8610-5832 8775

— 市场份额：中国重汽在近几年市场份额下滑较快，短期内较难扭转	65
— 国际合作：未来重汽与曼的合作将提升技术并延伸产品线.....	67
— 未来看点：出口和天然气重卡是公司未来发展方向	68
财务状况	68
— 利润表.....	68
— 主营业务收入.....	69
— 资产负债表.....	70
— 现金流量表.....	71
— 杜邦分析	72
目标价推导	73
公司背景	74

摘要和投资分析

“We simply attempt to be fearful when others are greedy and to be greedy only when others are fearful.”
-- Warren Buffett

结论：我们首次覆盖汽车行业中的**重卡子版块**，认为其**反弹的拐点正在临近**。我们的判断主要基于以下两点理由：首先，行业整体的**估值**（市盈率和市净率）已经接近2008年的**历史底部区域**；其次，我们认为行业的**盈利**状况有望在2013年得到**改善**。从中长期来看，中国重卡行业的发展喜忧参半，而龙头公司的优势将愈发明显。

重卡行业盈利有望在2013年得到改善：我们从销量、售价、成本和库存四个维度来分析，认为2013年重卡行业盈利改善将是大概率事件。

■ **销量涨：**2013年重卡销量将恢复性复苏。

- **更新需求：**2013年将迎来更新需求的小高峰，主要由于：a) 2007至2010年的销售高峰决定2013年重卡更新需求的基数大；b) 重卡用户盈利是否能改善并帮助释放更新需求需关注运价和油价。
- **物流类重卡需求相对稳定：**物流行业的稳定增长保证了物流类重卡的需求，从而保障了一部分重卡整体需求。
- **相对工程机械，重卡销量更为乐观，主要由于：**a) 复苏拐点更早：重卡销量较工程机械能更真实反映下游需求，所以重卡销量的复苏将先于工程机械；b) 下滑幅度更小：相比较工程机械，重卡用户较少用到融资租赁和分期付款，所以提前购买的量理论上会小于工程机械，从而销量下滑化的幅度也会更小。
- **国IV效应：**于2013年7月1日推出的国IV标准将刺激重卡的提前需求

■ **售价升：**2013年重卡平均价格将延续过往几年的升势。

- **排放标准升级：**国IV标准的实施将推升相应发动机和重卡的价格
- **产品升级：**天然气卡车的推广、重卡轻量化混合动力升级都将推升重卡产品的价格
- **国内外比较：**国内重卡价格相比较海外产品价格提升空间很大。

■ **成本降：**钢材和轮胎价格的下跌有助于重卡制造成本的下降。

■ **库存低：**目前重卡库存已经处于阶段性的低位，高存量对于销量增长造成的阻力将彻底消除。

2013年行业可能面临的最大风险：****重卡销量不增长将是2013年行业面临的**最大风险**。其主要原因有可能是：1) 基建活动不回升；2) 房地产投资延续下滑趋势。

重卡行业估值位于历史低位，且板块下跌幅度远超过大盘：从行业景气度的角度看，2012年7月已经是自11年4月以来重卡行业销量连续第15个月同比下滑，已经超过2005年以来最长的下滑周期（12个月）。预计到2012年底，我们将第一次看到重卡行业在过去10年的周期中第一次连续两年销量负增

长。从板块指数表现的角度看，自2010年10月25日的高点到2012年8月底，商用载货车指数下跌高达61%，而沪深300在同一时间区间内下跌34%。从过去的十二个月周期来看（截止8月底），沪深300下跌21%，而商用载货车指数下滑36%。从估值的角度看，目前商用载货车绝对PE水平为8.7X，绝对PB水平为1.3X，均处于自03年以来的历史最低水平。同时，商用载货车与沪深300整体剔除金融服务业的相对PE和PB估值水平分别为0.66X和0.8X，均为08年以来的历史最低值。

重卡行业中长期发展喜忧参半：我们综合分析了影响行业中长期发展的正、负面因素和行业竞争格局，得出的结论是未来行业发展喜忧参半，龙头公司领先优势将更加明显。

■ **行业发展正面和中性因素：**

- 海外出口将成亮点：主要由于：1) 需求方面：发展中国家和地区的需求为中国重卡出口提供市场基础；2) 供给方面：国产品牌重卡与国际品牌重卡相比价格优势明显；3) 运营方面：中国部分重卡企业出口比例已经达到相当规模，海外出口业务日趋成熟。
- 中长期来看，基建和地产建设活动有望企稳，可能从负面因素变成中性因素：1) “稳增长”政策推动基础设施项目有可能加快审批和启动，推动了整体固定资产投资的增长。其中铁路和水利投资增速将明显加快。2) 瑞银宏观团队认为房地产建设活动将维持稳定，如果经济进一步出现恶化，政府有可能放松房地产政策。预计在2012年下半年房地产销售将会继续企稳并环比小幅复苏，这将有助于房地产新开工在当前较低水平企稳。

■ **行业发展负面因素：**

- 工业化和城市化进程将放缓：中国的“工业化”和“城市化”两大宏观趋势的放缓将导致重卡保有量增速放缓。
- 重卡替代中卡已经进入尾声：自2003年以来重卡与中卡销量保持接近7:3的均衡比例。
- 高速铁路网将于“十二·五”后建成：高速铁路网建成后对公路运输形成挑战，从而负面影响重卡销量。

■ **行业竞争格局：龙头公司领先优势将更加明显**

- 未来集中度仍将维持高位。我们认为行业龙头如一汽解放、东风汽车、中国重汽和陕西重汽（潍柴）将维持或提升目前的市场份额。
- 海外合资合作将会继续，成功与海外巨头合作的企业将在长期竞争中积累优势。潍柴动力是同海外公司开展合作较早的公司，并且在海外市场拓展方面行动领先。

反弹信号：尽管我们有许多理由相信重卡行业的盈利在2013年会有恢复性复苏，但是由于目前市场身处熊市，投资者对于确定性的要求很高。我们认为如果同时出现以下信号中的两个或三个，板块将有可能展开反弹：1) 重卡月

度销量同比出现正增长；2) 基建投资同比增速连续两个月上行；3) 地产新开工面积增速连续两个月跌幅收窄；4) PMI新订单指数恢复到50%以上。

表1: 公司盈利预测及相关估值

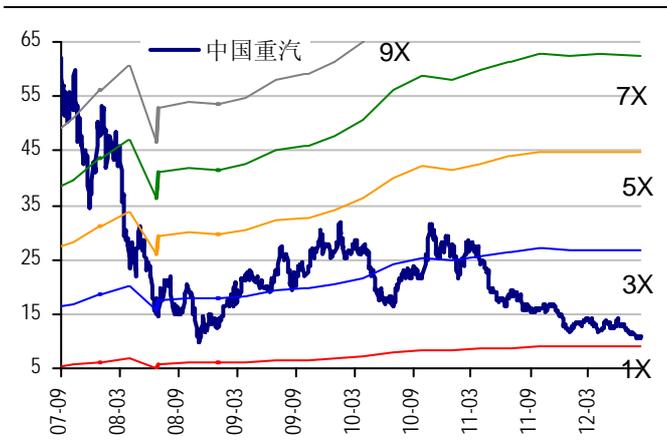
公司	价格	市值 (百万美元)	每股收益			PE			PB			利润增长率		ROE(%)		
			2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
中国重汽	9.94	655.85	0.86	0.11	0.20	11.5	90.4	49.8	1.1	1.1	1.1	-87.3%	81.7%	9.68	1.24	2.20
潍柴动力	18.79	4,473.89	2.80	1.83	2.23	6.7	10.3	8.4	1.4	1.4	1.2	-34.6%	22.0%	24.44	13.78	14.57

数据来源：万得，瑞银证券估算

中国重汽 (SZ000951)。我们首次覆盖中国重汽，给予“中性”评级，目标价10.3元。我们预计中国重汽12/13/14年的EPS分别为0.11/0.20/0.57元，目标价对应的PE估值分别为93.6/51.5/18.1X；目标价对应的PB估值分别为1.16/1.14/1.07X。

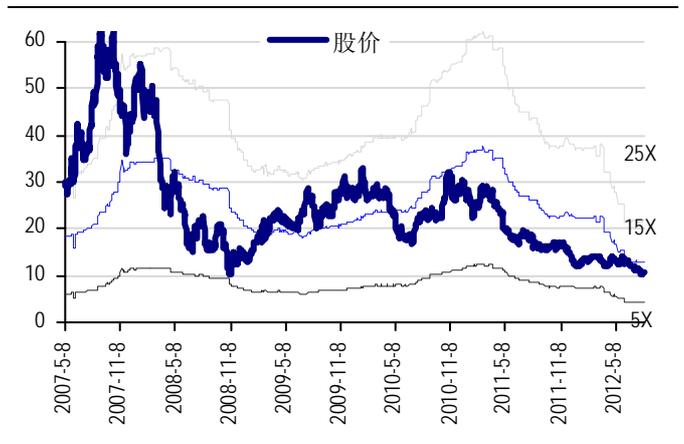
潍柴动力A (SZ000338)。我们首次覆盖潍柴动力A，给予“买入”评级，目标价为23.6元。我们预计潍柴动力A12/13/14年的EPS分别为1.83/2.23/2.79元，目标价对应的PE估值分别为12.9/10.6/8.5X；目标价对应的PB估值分别为1.78/1.54/1.32X。

图3: 中国重汽历史PB估值区间



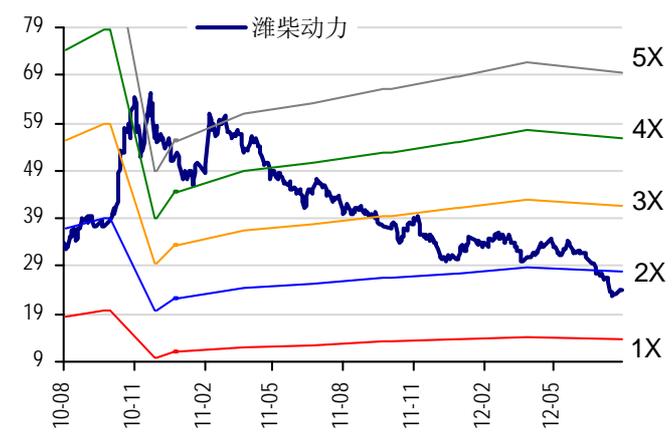
数据来源：万得资讯

图4: 中国重汽历史PE估值区间



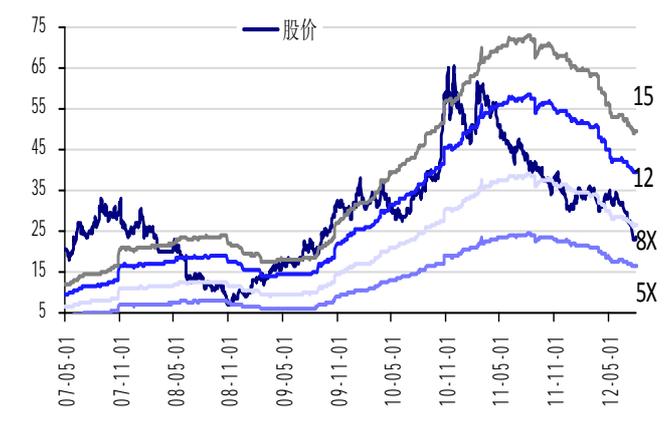
数据来源：Bloomberg

图5: 潍柴动力A历史PB估值区间



数据来源: 万得资讯

图6: 潍柴动力A历史PE估值区间



数据来源: Bloomberg

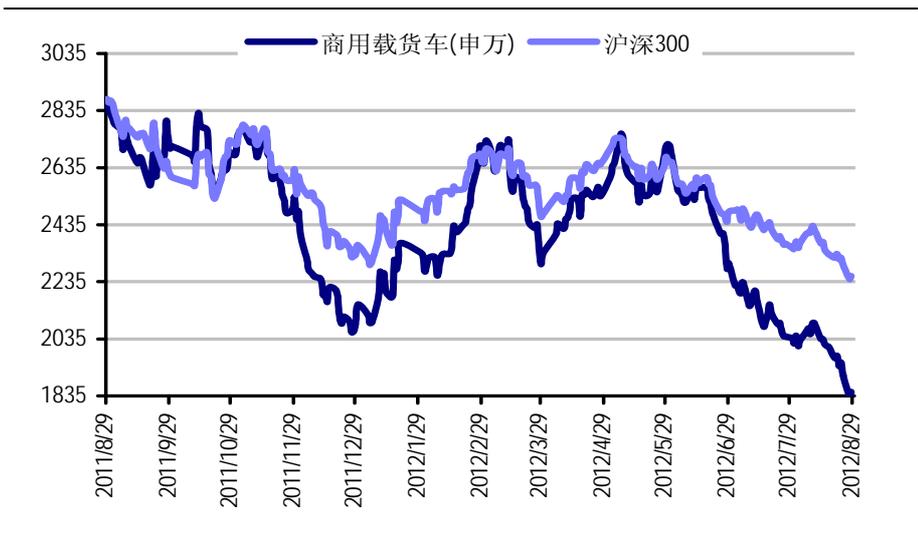
估值分析

结论：我们认为在经济增速放缓的大环境下，重卡行业的强周期性拖累了板块的表现。其具体表现为：1) 行业景气度位于底部区域；2) 板块指数跌幅远超过大盘；3) 行业估值已经接近2008年的底部区域。我们认为目前市场已经充分甚至过度反应了重卡行业的悲观因素，板块反弹的拐点渐行渐近。

行业景气度位于底部区域。从历史数据上看，2012年7月重卡销量下滑23%到3.8万辆。截止7月2012年全年累计销量为41万辆，同比下跌30%。2012年7月已经是自11年4月以来重卡行业销量连续第15个月同比下滑。在过去的两轮重卡销售下滑周期中（2005年和2H2008—1H2009）我们观察到最长的下滑周期为12个月。截止到2012年底，我们将第一次看到重卡行业在过去10年的周期中第一次连续两年销量负增长。我们认为目前行业处于景气的底部区域。

板块指数跌幅远超过大盘。从板块指数表现的角度看，自2010年10月25日的高点到2012年8月底，商用载货车指数下跌高达61%，而沪深300在同一时间区间内下跌34%。从过去的十二个月周期来看，相对于沪深300指数（跌幅21%），卡车板块明显大幅跑输（跌幅36%）。

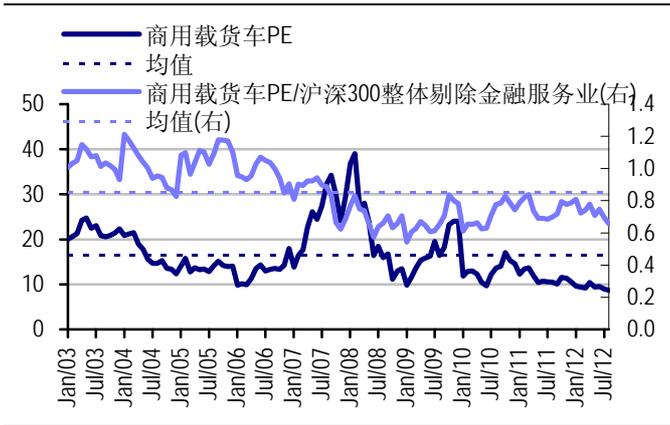
图7: 重卡板块过去十二月内相对收益



数据来源：万得资讯

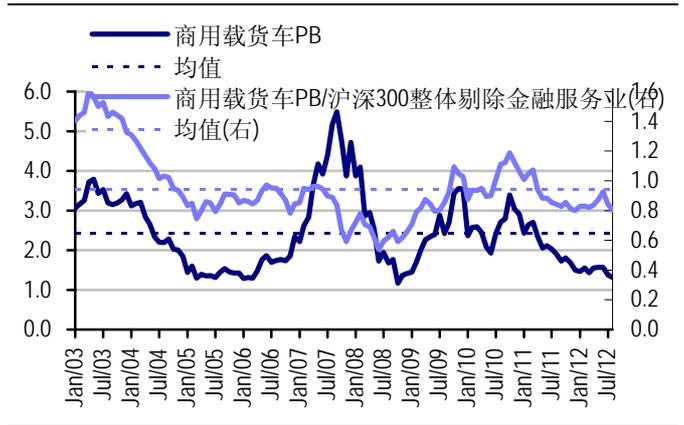
行业估值已经接近2008年的底部区域。目前商用载货车绝对PE水平为8.7X，绝对PB水平为1.3X，均处于自03年以来的历史最低水平。同时，商用载货车与沪深300整体剔除金融服务业的相对PE和PB估值水平分别为0.66X和0.8X，均为08年以来的历史最低值。较低的估值水平体现了投资者对重卡行业的景气度下滑，盈利能力仍未得到改善的担忧。但是我们认为重卡行业的估值已具有一定吸引力，未来下行空间有限，主要是基于2013年重卡行业的销量将随着更新需求、国IV标准推出而迎来一波反弹，而重卡产品的升级将显著改善企业的盈利能力。我们认为行业估值水平有望回归均值，后期不断提升。

图8: 商用载货车历史PE水平及与沪深300估值相对值



数据来源：万得资讯

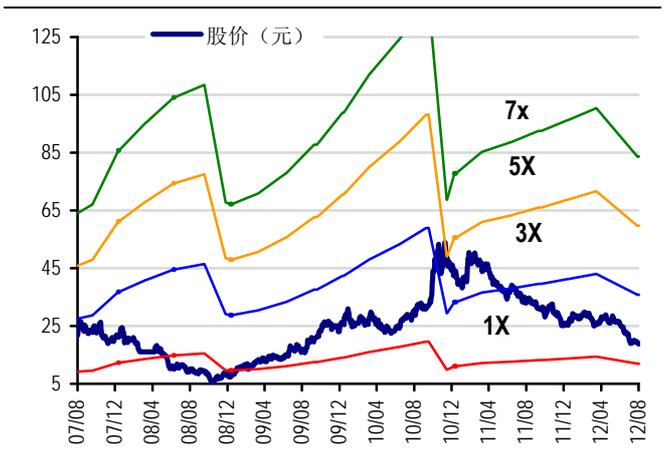
图9: 商用载货车历史PB水平及与沪深300估值相对值



数据来源：万得资讯

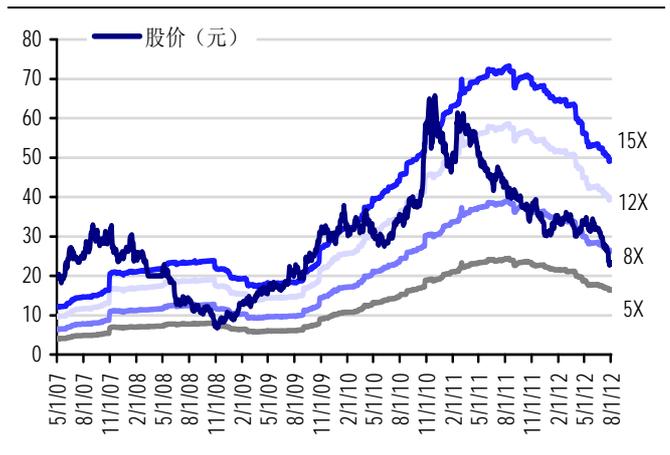
重卡主要上市公司PE、PB水平都处于2008年以来次低位。从行业主要重卡上市公司历史动态PE、PB水平来看，在行业的景气度下滑的影响下估值水平已经大幅回落。

图10: 潍柴动力目前PB位于08年以来的次低位



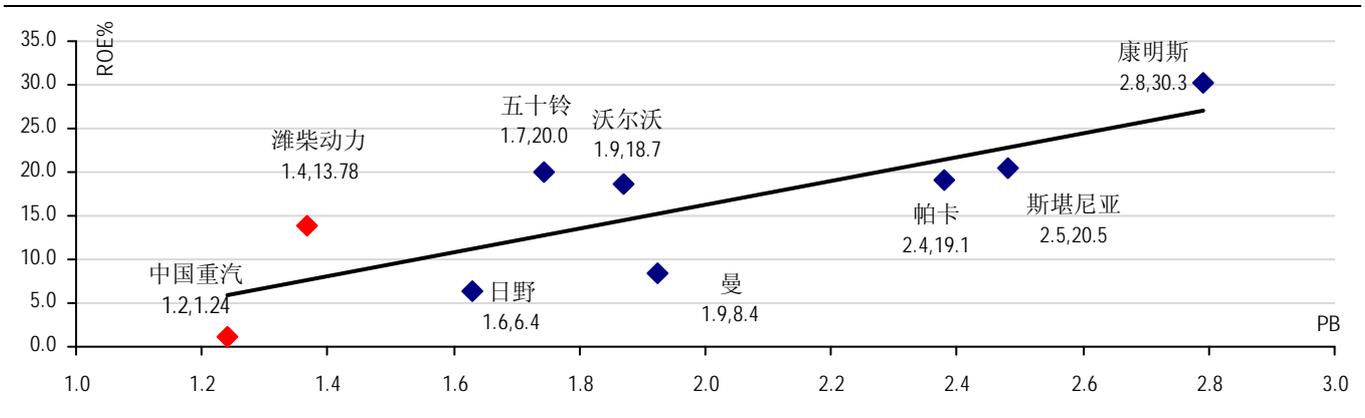
数据来源：万得资讯

图11: 潍柴动力PE 区间



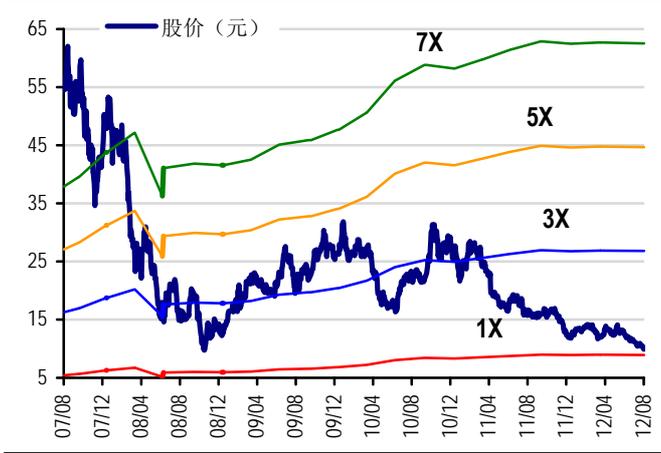
数据来源：Bloomberg

图12: 从PB-ROE的角度来看，潍柴动力估值相对中国重汽更便宜



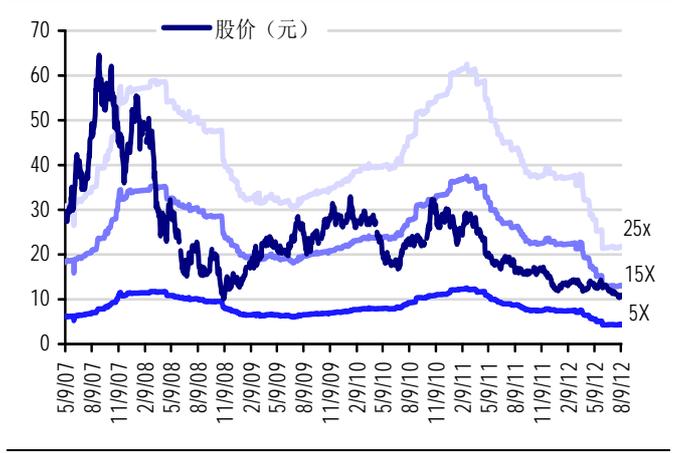
数据来源：万得咨询

图13: 中国重汽PB已经处于历史最低位



数据来源: 万得资讯

图14: 中国重汽PE也处于历史最低位



数据来源: Bloomberg、瑞银证券估算

表2: 国内外重卡企业估值表

公司	股票代码	价格		流通股份	市值 (百万美元)	每股收益			PE			PB			利润增长率		ROE(%)		
		价格 (美元)	价格 (美元)			2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	2012E	2013E	2011	2012E	2013E
PACCAR	PCAR US Equity	41.17	41.17	353,505,180	14,553.81	2.74	3.25	3.63	15.05	12.67	11.34	2.62	2.43	2.16	19%	12%	17.51	19.07	19.26
Cummins	CMI US Equity	102.81	102.81	190,410,156	19,576.07	8.72	9.62	10.64	11.78	10.69	9.66	3.31	2.87	2.35	10%	11%	29.25	30.30	27.18
美国平均水平		71.99	71.99	271,957,668	17,064.94	5.73	6.43	7.13	13.42	11.68	10.50	2.97	2.65	2.25	15%	11%	23.38	24.69	23.22
Scania AB	SCVA SS Equity	116.50	17.47	400,000,000	6,989.76	11.89	8.55	10.59	9.80	13.63	11.00	2.70	2.54	2.22	-28%	24%	30.33	20.46	22.88
MAN	MAN GY Equity	75.26	93.83	140,974,350	13,227.68	7.03	3.31	5.28	10.70	22.72	14.25	1.69	1.94	1.76	-53%	59%	17.43	8.44	13.21
Volvo	VOLVB SS Equity	87.15	13.07	1,464,958,661	19,150.00	8.62	8.17	9.45	10.11	10.66	9.22	2.11	1.90	1.68	-5%	16%	22.26	18.74	19.32
欧洲平均水平		92.97	41.46	668,644,337	13,122.48	9.18	6.68	8.44	10.20	15.67	11.49	2.17	2.12	1.89	-29%	33%	23.34	15.88	18.47
Hino Motor	7205 JP Equity	575.00	7.25	574,580,850	4,165.99	15.38	24.61	58.48	37.39	23.36	9.83	1.56	1.63	1.40	60%	138%	3.94	6.45	15.05
Isuzu Motor	7202 JP Equity	414.00	5.22	1,696,845,339	8,858.13	33.28	44.07	49.59	12.44	9.39	8.35	2.06	1.77	1.42	32%	13%	18.29	19.96	19.26
日本平均水平		494.50	6.24	1,135,713,095	6,512.06	24.33	34.34	54.04	24.92	16.38	9.09	1.81	1.70	1.41	46%	75%	11.11	13.20	17.16
中国重汽	000951 CH Equity	9.94	1.56	419,425,500	655.85	0.86	0.11	0.20	11.5	90.4	49.8	1.1	1.1	1.1	-87.3%	81.7%	9.68	1.24	2.20
潍柴动力	000338 CH Equity	18.79	2.96	1,513,549,700	4,473.89	2.80	1.83	2.23	6.7	10.3	8.4	1.4	1.4	1.2	-34.6%	22.1%	24.44	13.78	14.57
江铃汽车	000550 CH Equity	15.08	2.37	519,214,000	1,231.71	2.17	2.47	2.97	7.0	6.1	5.1	1.8	1.2	1.2	13.8%	20.5%	27.84	26.60	26.83
福田汽车	600166 CH Equity	6.21	0.98	2,809,671,600	2,744.79	0.55	0.96	0.93	11.4	6.5	6.7	1.5	1.2	1.1	64%	-3%	12.60	18.91	16.74
江淮汽车	600418 CH Equity	4.68	0.74	1,288,736,600	948.79	0.48	0.52	0.65	9.8	9.1	7.2	1.0	1.0	0.9	1%	26%	11.80	10.70	12.08
东风汽车	600006 CH Equity	2.88	0.45	2,000,000,000	906.12	0.23	0.22	0.33	12.5	13.1	8.7	1.0	0.9	0.7	-24%	50%	5.70	7.41	10.74
中国平均水平		9.60	1.51	1,425,099,567	1,826.86	1.18	1.02	1.22	9.8	29.1	18.9	1.3	1.1	1.0	-11%	33%	15.34	13.11	13.86

注: 中国重汽、潍柴动力、江铃汽车采用瑞银证券估算, 其他采用彭博一致预期。股价数据截止2012-08-31

数据来源: 彭博资讯、瑞银证券估算

行业分析

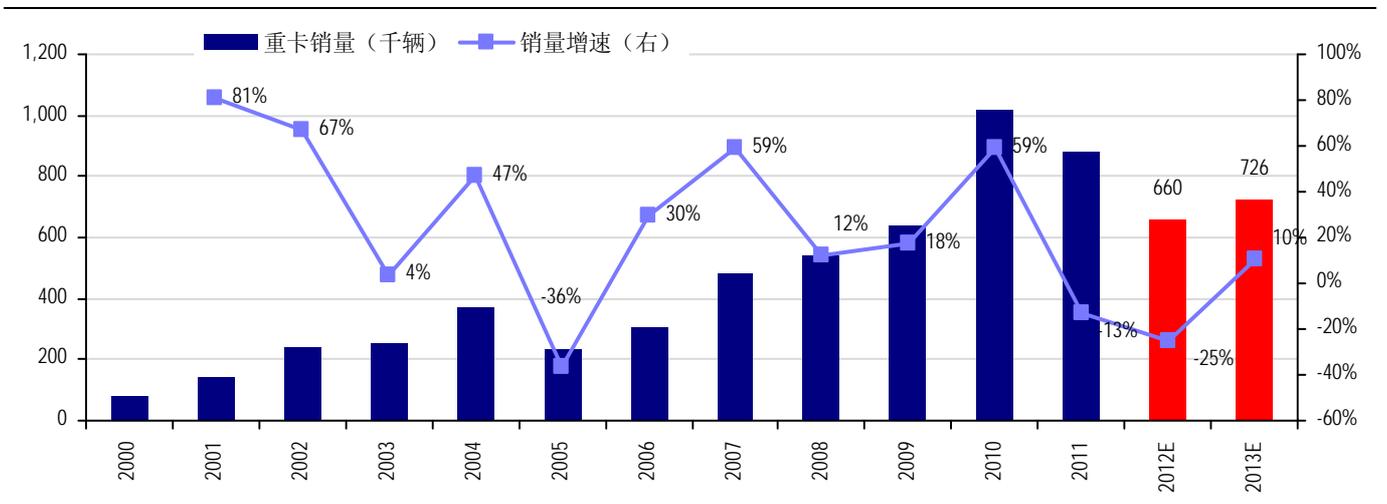
重卡行业盈利有望在 2013 年改善

我们判断2013年重卡行业盈利有望改善，主要因为：一、2013年销量有望改善；二、价格延续上升趋势；三、制造成本下降；四、库存已处于历史低位。

i. 2013年销量有望恢复性复苏

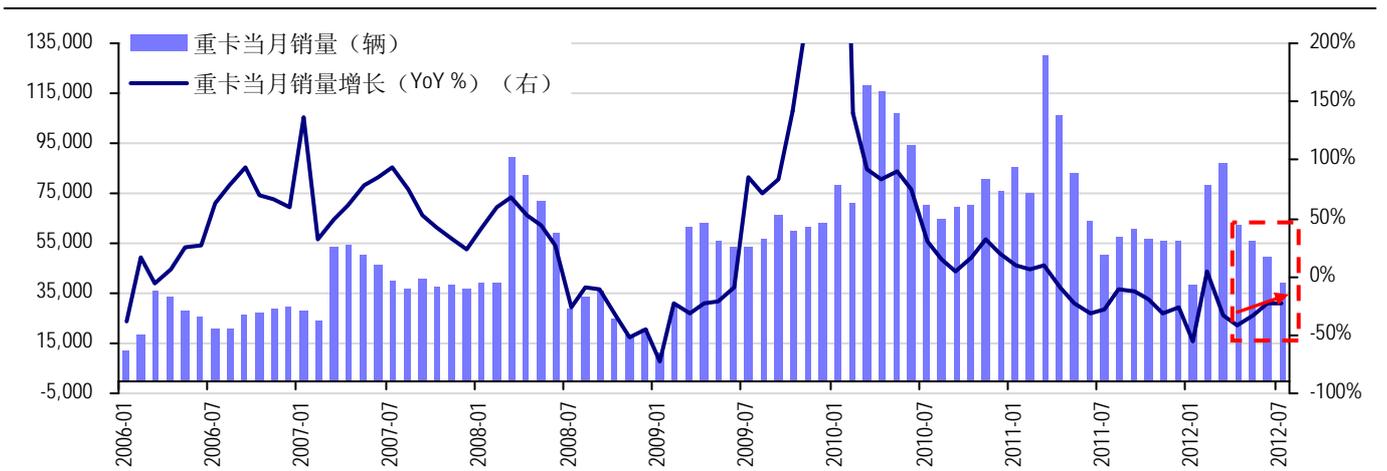
我们认为行业将于2013年迎来恢复性复苏。主要原因有四点：1) 2013年更新需求将迎来小高峰；2) 物流行业的发展将为2013年需求提供保障；3) 相比较工程机械，2013年重卡销量更为乐观；4) 国IV的推出将刺激提前购买。

图15: 预计2012年行业销量下滑25%，2013年恢复正增长到10%



数据来源：CAAM、瑞银证券估算

图16: 自4月以来，重卡销量下滑速度开始减慢



数据来源：CAAM

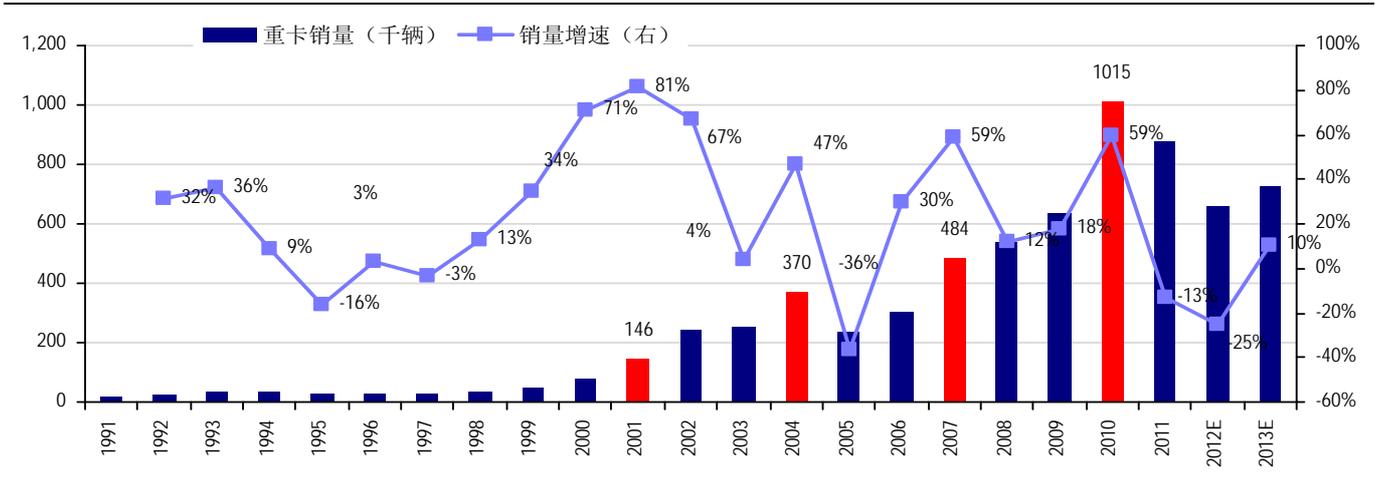
■ 2013年重卡更新需求将迎来小高峰

我们认为在2013年重卡行业或迎来更新需求的小高峰。主要原因是：1) 07至08年重卡销售的高峰为13年的更新需求爆发奠定了基础；2) 重卡用户的盈利能力改善有利于更新需求的释放。

07至08年销售的高峰叠加用户盈利能力的改善为13年重卡更新需求的小高峰奠定基础

— 历史经验：在1999年至2010年的经济周期中，中国重卡更新需求的峰值大约为3年。从1999年到2010年的中国经济周期中，无论是GDP增速还是固定资产投资增速都处于相对高位，由此我们可以估计重卡的利用率也处于较高的水平。在此12年间，重卡销量呈现出每3年一个周期的特征。周期中的第3个年头为销量增长率的峰值和销量的峰值(相对于一个阶段而言)。这个峰值即包括3年前的更新需求，同时还有当年的新增需求。在下图中，2001年的重卡增长率峰值为2004年较高的更新需求打下了基础，成就了2004年的总体高销量(更新需求+新增需求)。同样，2007年和2010年较高的重卡销售增长率及其销量峰值也是2004年和2007年重卡的较高增长率和销量所打下的基础。另外，如下表所示，在99至10年的周期中，我们测算的重卡理论更新周期也为3-5年。

图17: 从1999年至2010年的经济周期来看，重卡更新需求的峰值大约为3年



数据来源：中汽协、瑞银证券估算

图18: 1999年到2010年的经济周期中，重卡生命周期的理论值大约为大约3~5年

重卡年平均行驶里程的计算		
平均行驶里程	公里/小时	55
平均每天运营时间	小时	12
平均每天运营里程	公里/天	660
每年运营天数	天/年	330
每年行驶里程数	公里/年	217,800
机动车强制报废标准		
行驶里程	公里	600000
运营年限	年	15
重卡最小更新年限	年	3
国内重卡最大行驶里程	公里	1,000,000
重卡最大更新里程	年	5

数据来源：瑞银证券估算

- **国际经验：在销量主要以更新需求为主的时期，美国重卡更新周期大约为5~6年。** 由于经济结构的改变和物流运输效率的提升（其具体表现为固定资产投资占GDP比重和物流费用占GDP比重均下台阶），自1980年以后美国的重卡销量基本上以更新性需求为主。如下图所示，从1980至2011的32年中，美国重卡的更新周期大约为4~6年。

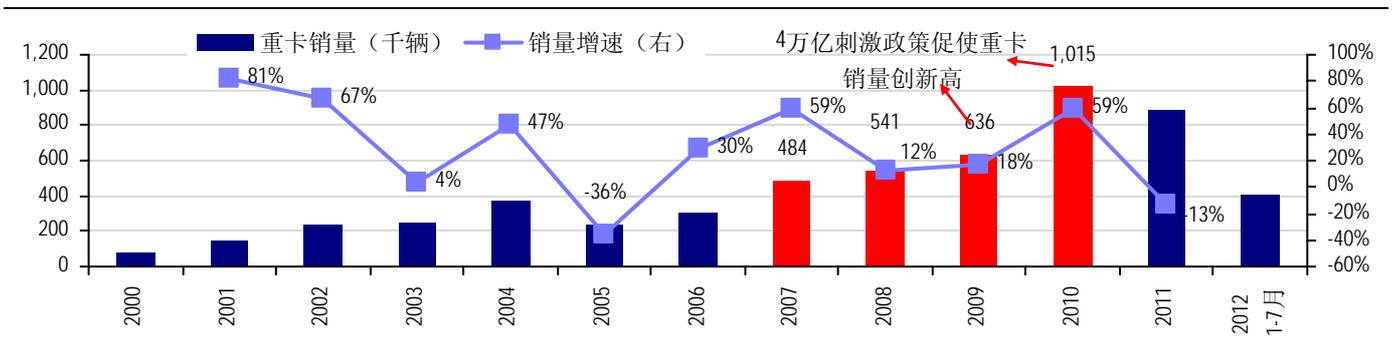
图19: 在以更新需求为主的周期中，美国重卡的更新周期为4~6年



数据来源：CAAM、瑞银证券估算

- **未来预测：保守估计2013年中国重卡更新需求基数将取决于2007、2008年的销量。** 由于自2011年以来，中国的固定资产投资和房地产投资增速均下滑，理论上来说重卡的更新周期应该比99到10年这段时间3年的更新周期要更长。由于中国的GDP增速依然高于美国，即便是中国的基建、房地产开发和运输活动相比较1999至2010年经济周期有所放缓，中国重卡的使用率理论上应该比美国重卡高。从而，未来中国重卡更新周期的中值大概率上不会低于美国更新周期的最大值6年。我们非常保守的估计2013年中国重卡的更新周期为6年，那么13年更新周期的基数对应的是07年的销量（大约50万辆）。如果我们假设重卡的更新周期为4~6年，则2007至2009年的重卡年均销量将成为2013年更新需求的基本假设，为55万辆。由此我们保守估计2013年的更新需求大约为50万到55万辆之间，这为2013年重卡年度销量增长由负转正奠定了坚实的基础。

图20: 07至10年重卡销售的高峰为13年的更新需求爆发奠定了基础

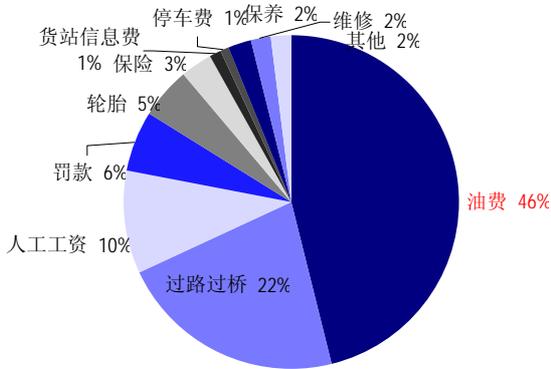


数据来源：CAAM

- **重卡用户经营效益是否能改善并释放重卡更新需求主要取决于油价和运价。** 重卡用户的经营效益与公路货运价格以及油耗支出紧密相关，其中油耗支出占到重卡用户大部分成本。从目前我们能观察到的数据来看，义乌道路运输价格指数从2011年11月开始保持上涨趋势，这代表物流类

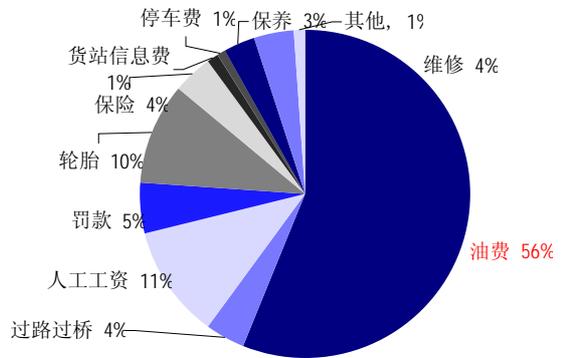
重卡用户的收入有可能得到改善。与此同时，0号柴油价格自12年3月以来已出现了3次连续下跌。我们认为未来投资者需紧密跟踪油价和运价来判断重卡用户的盈利能力。

图21: 油费占牵引车用户总成本的46%



数据来源: 瑞银证券估算

图22: 油费占自卸车用户总成本的56%



数据来源: 瑞银证券估算

图23: 义乌道路运输价格指数 (以2010年12月为基数)



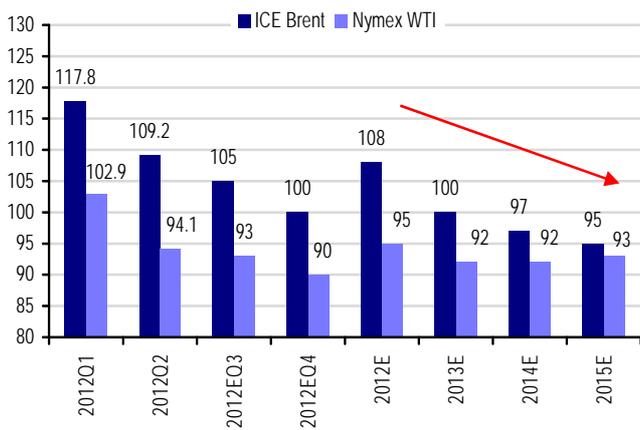
数据来源: 浙江省交通运输厅

图24: 0号柴油价格在下降



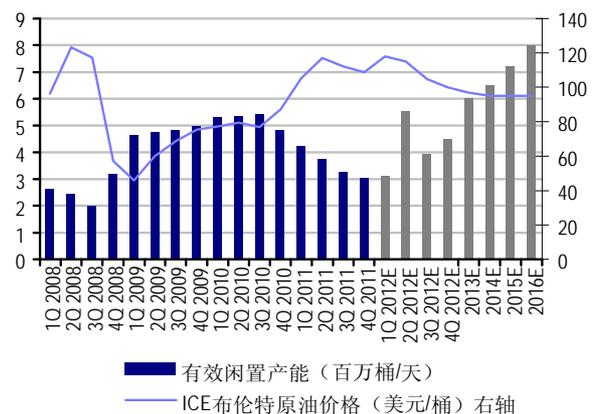
数据来源: CEIC

图25: 瑞银预测原油将在未来两年下跌



数据来源: 国际能源署、瑞银证券估算

图26: 瑞银预计油价将在从二季度开始高位回落



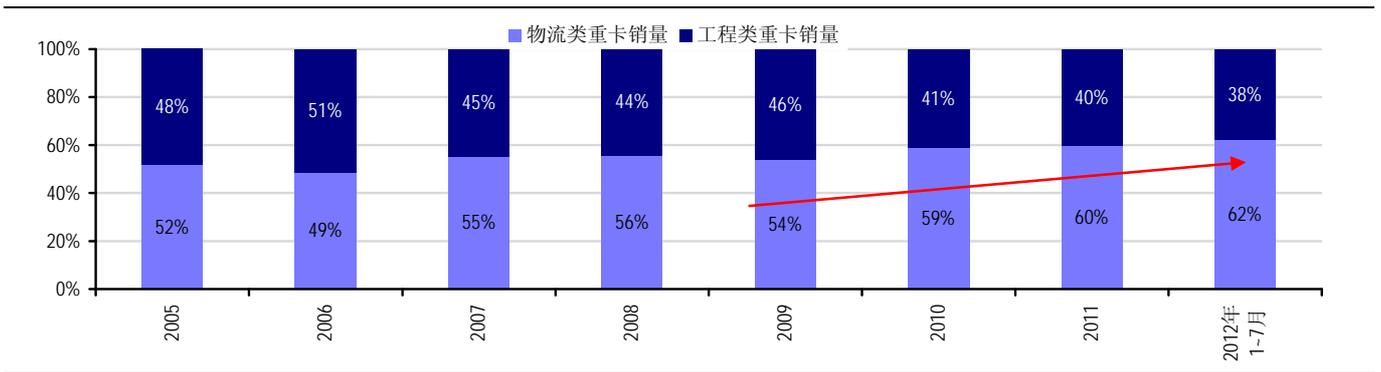
数据来源: 国际能源署、瑞银证券估算

■ 物流行业发展将为2013年重卡需求提供保障

物流行业发展将保障物流类重卡需求。近年来，物流类重卡的销量占比持续攀升，截止2012年7月物流类重卡销量占比高达62%，相比较2011年的60%提

升两个百分点。物流重卡销售占比的提升与近几年物流行业的迅猛发展不无关系。2000年以来，伴随着我国经济的快速发展及进出口增速的高速增长，我国物流业也经历了飞速发展的过程，社会物流总额、物流增加值均大幅增长。2000~2011年，社会物流总额从17.1万亿元增加至158.4万亿元，增长9倍之多，年均复合增长率达22.4%；物流业增加值达到3.2万亿元，是2000年的4.6倍，年均复合增长率达到15.0%。根据瑞银交运研究团队预计，2012年和2013年社会物流总额和物流增加值均会以10%以上的速度增长。即使在基建和地产活动继续下滑的情况下，2013年物流业的快速发展也将推动物流类重卡需求的增加。

图27:随着物流业的发展，重卡产品结构已向物流类重卡倾斜



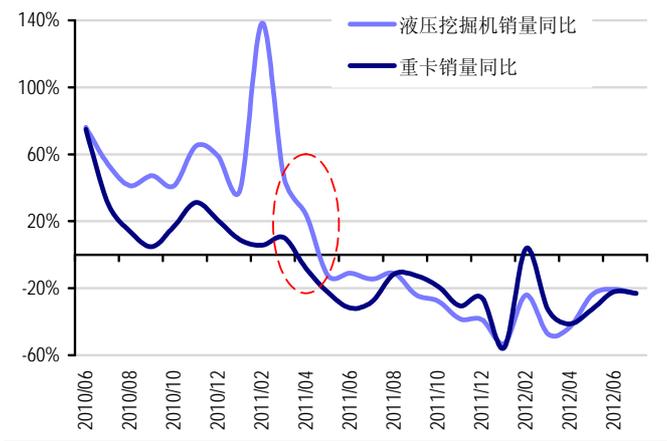
数据来源：CAAM

■ 相比较工程机械，2013年重卡销量更为乐观

我们认为，重卡相比较工程机械主要有两点不同：a) 销量复苏拐点更早；b) 销量下滑幅度更小。

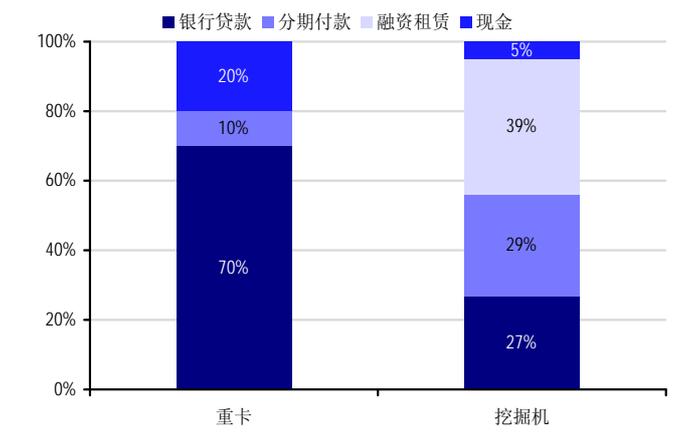
- **销量复苏拐点更早：重卡的灵活性使得其销量更能够反映真实下游需求。**重卡比起工程机械，其产品拥有更好的灵活性，重卡不同的产品之间有时候可以交替使用，比如重卡整车和半挂牵引车都可以用来运载货物，但是工程机械不同的产品往往专用性较强。这种专用性常常会体现在很难通过工程机械不同产品销量的变化反映出市场的需求。正是由于其能更真实反映下游需求，重卡早于挖掘机在2011年4月出现月度销量同比负增长。我们预测重卡销量复苏的拐点（尤其是工程类重卡）也将先于工程机械到来。
- **销量下滑幅度更小：相比较工程机械，重卡用户较少用到融资租赁和分期付款，所以提前购买的量理论上会小于工程机械，从而销量下滑化的幅度也会更小。**自2010年开始，工程机械厂商特别是挖掘机厂商就积极地推出较为宽松的信贷以鼓励消费者购买，这无疑过分地推动了工程机械销量的增长并延长了增长的时间。直到现在，在市场低迷的情况下，工程机械厂商仍采用较为激进的信贷政策来延缓销量的下滑。我们认为重卡销量下滑的幅度将小于工程机械。

图28: 相比工程机械, 重卡更能反映下游真实需求



数据来源: CAAM、公司数据

图29: 工程机械用户使用融资租赁多于重卡用户



数据来源: 公司数据

■ 国IV推出刺激提前购买:

我们认为国IV排放标准的推出有利于2013年上半年重卡销量。我们的判断基于以下三点:

国IV标准的推出将刺激13年上半年重卡销售

- **中国重卡用户对价格较为敏感。**中国的重卡用户对价格比较敏感, 而且中国政府对购买符合升级标准的重卡没有太多的优惠措施, 用户会在升级前增加对旧标准车型的购买, 因此升级前1-2个季度的销量增速会出现明显的上升, 但在标准出台后的半年内销量增速会显著下滑。我们预计国四标准将在2013年7月1日开始正式实行, 并且我们估算国IV车价格将上升1.5万元左右。2013年上半年的重卡用户提前购买将是大概率事件。

表2:我们预计国IV标准将于2013年7月1日如期推出

	排放标准实施时间	排放标准截止时间
国II		
北京	N.A.	2005年12月30日
全国	2004年9月1日	2008年7月1日
国III		
北京	2005年12月30日	2008年3月1日
全国	2008年7月1日	2013年7月1日
国IV		
北京	2008年3月1日	N.A.
全国	2013年7月1日	N.A.

数据来源: 国家环保部、瑞银证券估算

- **国内经验: 历史经验表明新排放标准推出前重卡销量有明显上升。**08年7月开始实施的国III重卡排放标准, 导致了上半年明显的提前消费。由于国II标准和国III标准的同类重卡车型价格相差5000元乃至上万元, 许多客户选择在2008年上半年提前购买。2008年重卡的销售呈现明显的前

高后低现象。08年上半年重卡销量同比增速为49%，而下半年则为-29%。

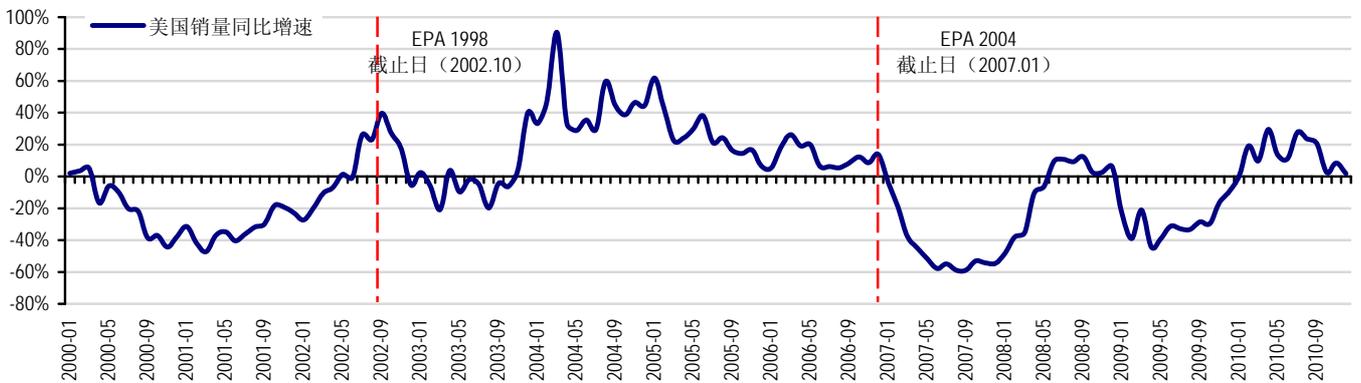
图30:排放标准升级前后，对重卡销量增速均产生显著影响



数据来源：CAAM

— 海外经验：同时我们发现在美国，新排放标准的实施也会对重卡销量产生较大的影响。在旧的排放标准截止日之前，重卡的销量往往呈现井喷式，而新的排放标准实施之后，销量往往大幅下滑。这也是因为新的排放标准推出意味着重卡产品的升级—价格将会上涨，这将会刺激重卡用户提前购买，从而透支了新标准实施后几个月的销量。

图31: 美国EPA排放标准推出对重卡销量的影响



数据来源：Wards Auto, ACT research

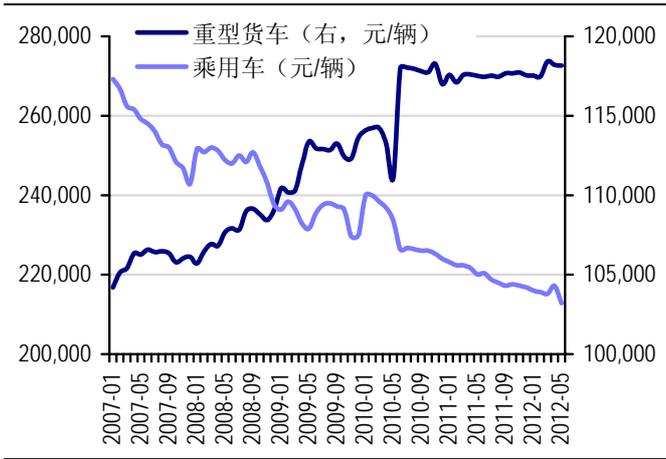
ii. 重卡销售价格上涨趋势将延续

历史：我们认为重卡价格在前几年的上升主要是因为：1) 排放标准升级；2) 产品技术升级。

未来：中长期来看，排放标准升级（国IV将在2013年7月实施）和产品技术升级上行还将继续。再加上日益严格的安全法规和物流企业对于运输效率的提升，我们相信重卡价格将在未来10年中保持上升的趋势。

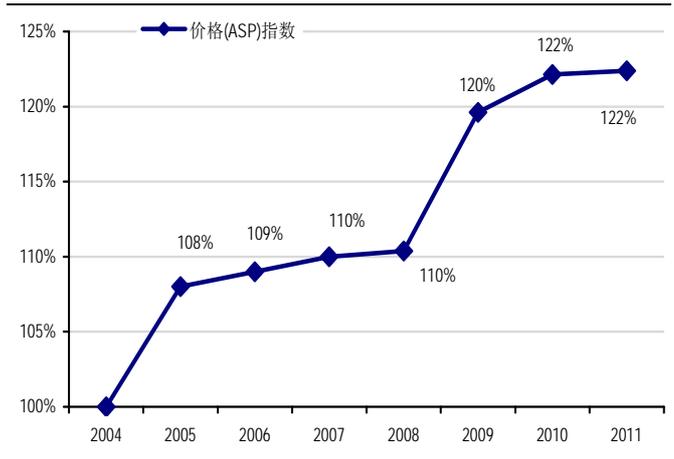
排放标准升级和产品升级将推升重卡价格

图32: 相比乘用车, 重卡价格保持上涨趋势



数据来源: 国家发改委

图33: 中国重汽ASP (平均售价) 逐年上升



注: 中国重汽市场份额一直维持行业前三, 其销售价格变动趋势基本代表行业趋势; 数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

■ **排放标准的升级:** 2008年7月1日国III标准全面实施, 这意味着重卡从机械式发动机向电子式发动机转变, 其关键是发动机燃油喷射系统的升级, 仅此一项将导致重卡车型成本价格上涨4万元左右。即使是重汽随后自主研发了完全符合国三标准却比高压共轨便宜的EGR发动机, 其成本也上涨了2万元左右。我们预计2013年7月1日国IV标准将执行, 这也将推升相关发动机和重卡产品的价格上涨。

■ **重卡产品的技术不断升级:** 我们认为未来中国重卡行业将面临三大产品技术升级趋势: 1) 推广天然气卡车; 2) 轻量化发展; 3) 动力升级。

— **推广天然气重卡。**潍柴动力在天然气重卡推广方面均处于领先地位。据潍柴动力的数据, 2012年上半年LNG发动机的销售量已经与去年全年持平, 约为6000台, 公司预计年全年LNG发动机销量可达1.5-2万台。中国重汽上半年LNG重卡销量2000辆, 公司预计全年超过4000辆。随着国家对节能环保的日益重视以及燃油费用的不断上涨, 天然气重卡受到市场越来越多的青睐。据我们估算, 每行驶100公里, 天然气重卡可比同吨位柴油车节约100元燃料支出, 给用户带来明显的经济收益。此外, 天然气重卡的有害气体排放量也比柴油车低。而现阶段, 天然气重卡的发展最大的阻碍之一是受制于天然气资源分布和加气站布局建设进度。目前, 天然气重卡大约占到所有重卡销量的2%左右。

未来把握产品升级三大趋势(1、天然气重卡; 2、轻量化; 3、动力升级)的公司将有望胜出。

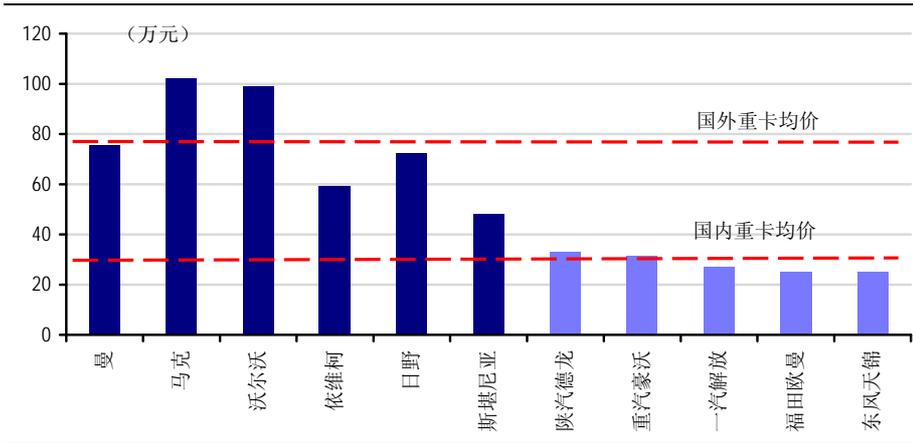
表3: 中国重汽和陕西重汽部分天然气重卡型号

整车厂商 (所有发动机)	燃料	类别	发动机马力 (hp)	续驶里程 (km)
陕汽重汽 (潍柴发动机)	LNG	牵引车	330、350、380	900
		自卸车	300、330、350	400
			330、350、380	500
		水泥搅拌车	300、330、350	400
	散装水泥车	330、350、380	500	
	CNG	牵引车	280	100
			300、350、280 (上柴)	500
		自卸车	300	300
			280 (上柴)	380
			280、300	
载货车		280 (上柴)	400	
中国重汽 (中国重汽)	LNG	牵引车	266-290 320-340	440
		自卸车	290-340	
	CNG	牵引车	266-290	300-530
			320-340	
		自卸车	290-340	
			320-340 340	
	载货车	266-290 320-340		

数据来源：公司资料

- **轻量化发展。**在近几年来，在国家加强治理超载和计重收费政策法规的持续影响下，重卡用户对于车辆的“轻量化”要求越来越高。为了追求更高的运输效率，在载货重量不变的前提下，重卡用户希望通过车身减重，实现提高车速、减少燃油消耗、降低污染物排放的目的。通过简单测算，我们发现如果车辆自重降低0.8吨就可以多装货物0.8吨，按照每年行驶20万公里、每公里平均运价0.28元计算，一辆轻量化重卡一年可比载重量相同的普通车型增加收入5-6万元。
- **动力升级。**物流企业日益关注公路运输的高效率与经济性，这就推动了重型卡车朝着高端化、大功率化的方向快速发展。2012年，重卡11L、13L等大功率化产品的投入力度将加大。特别是重卡市场在经历了前几年爆发式增长、去年严重下滑及今年以来的理性回归性负增长，中国重卡市场正日趋成熟，这将迫使重卡用户改善其成本结构，并提升运输效率。
- **相比国外重卡价格，国内重卡仍有增长空间。**我国重卡价格从2007年的22万元增长到27万，但仍与国外重卡80万左右的销售均价有着一定的差距。海外重卡行业净利润较高，普遍在8%左右，而国内厂商还不到5%。我们认为国内重卡厂商之间同质化的竞争是净利润较低的主要原因，而重卡厂商盈利对终端产品售价是最为敏感，所以我们认为重卡厂商在未来将不断地注重升级产品以提高售价，为企业获取更多的利润。

图34: 国内外重卡产品价格对比



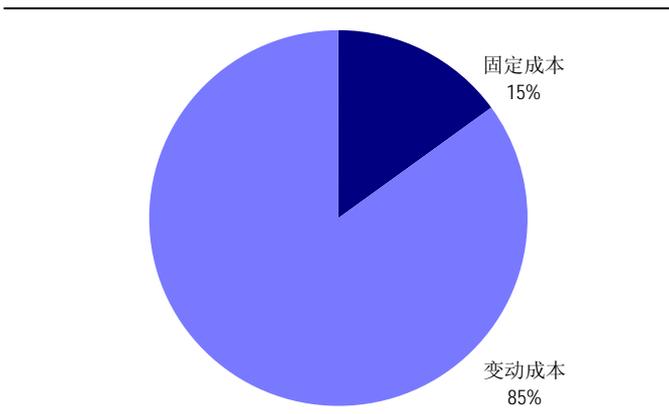
数据来源: 公司数据

iii. 原材料下跌使得近期重卡制造成本下滑

■ 重卡行业的成本中大部分为变动成本，原材料价格的波动对重卡的制造成本影响较大。固定成本主要是间接成本，比如固定资产的折旧和维修保养费、无形资产的摊销、管理人员的薪酬，这主要取决于产能利用率分摊到单位车辆的固定成本。而变动成本主要取决于原材料和关键零部件的采购成本。一般而言，重卡行业的固定成本与变动成本的比例大约在1:5.6。在变动成本中，重卡企业对发动机和变速箱等核心部件的议价能力较弱，对制动、悬架、转向等非核心零部件有着一定的议价能力，对钢材、橡胶等大宗原材料缺乏议价能力。而核心部件以及非核心零部件的成本又与钢材、铝、铜等原材料价格相关，所以原材料的价格的波动对重卡的制造成本影响较大。

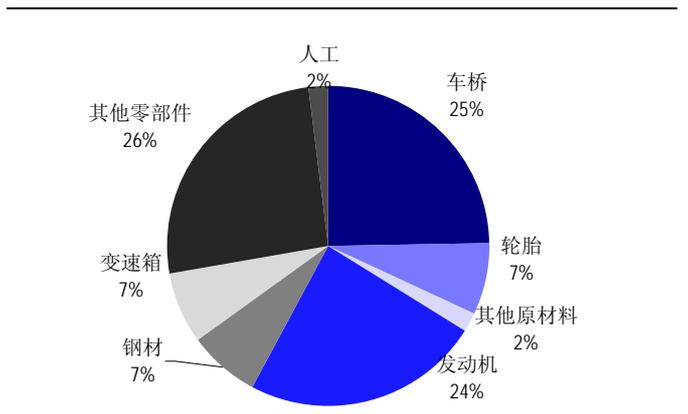
原材料价格下跌导致重卡制造成本下行

图35: 重卡成本分成



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图36: 重卡变动成本分成



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

■ 钢材与橡胶价格的下滑将有利于重卡制造成本的降低。钢材是重卡成本构成中重要的组成部分，一辆15吨的重卡其钢材的采购量大约是3吨，占总采购成本的7~8%。从静态角度分析，钢材价格上涨20%，毛利率将要下降2%左右，这还不包括其他核心零部件生产所需的钢材成本。天然橡胶的价格

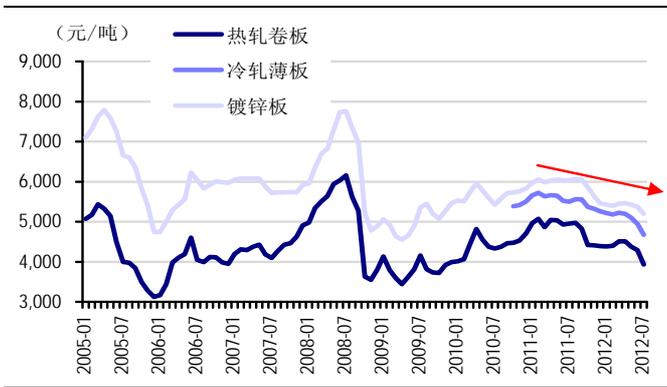
对重卡企业的盈利能力也有着一定的影响，重卡轮胎价格约2000~3000元/条，按一条重卡前四后八所需12条轮胎来计算，整车售价25万元，轮胎成本已占10~14%左右。2012年以来，原材料的价格相比较去年已有了大幅下降。钢材价格指数从去年年底就开始一路下跌，同比2011年7月已经下降了17%；而橡胶价格指数从去年的第三季度开始就呈下降趋势。我们认为原材料价格的下降将会显著改善重卡企业的盈利能力。

表3: 钢材价格对卡车行业毛利率的影响

车型	平均出厂价 (元)	车辆平均自重 (吨)	直接采购钢材成本占比	行业平均毛利率	钢价下降10%后的毛利率	毛利率上升比例	
货车	轻卡	40,000	1.5	10%	11%	11.89%	8.09%
	中卡	90,000	5	8%	9%	9.73%	8.09%
	重卡	200,000	11	8%	10%	10.72%	7.20%

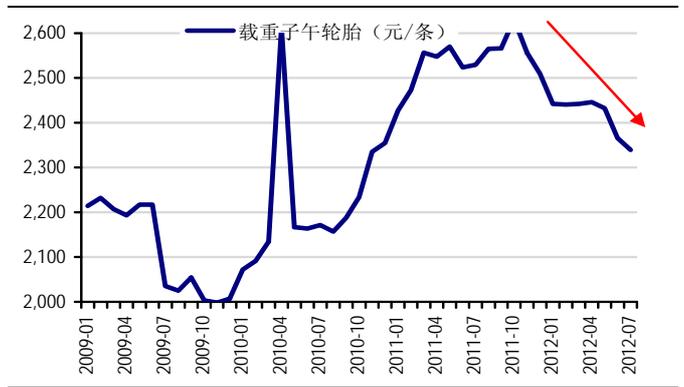
数据来源：公司数据

图37: 钢材价格在下滑



数据来源：CEIC

图38: 重卡轮胎价格在下滑



数据来源：CEIC

iv. 重卡库存已处于历史低位

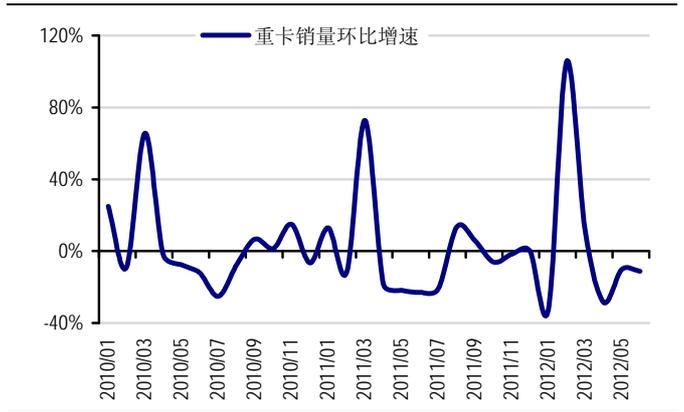
目前重卡厂商库存位于2007年以来最低位。2011年初，由于国内重卡企业和经销商对市场过于乐观，以致在旺季积压了大量的存货。随着国内宏观经济的调整、运力过剩、物流运输效益的持续下降等多重不利因素的影响下，2011年重卡销量下滑严重，厂商和经销商不得不持续的消化前期积压的库存。目前重卡库存水平已经处于历史最低水平，从5、6月环比销量来看，环比增长分别为-10.2%和(历史平均水平为-10.8%)和-11.2%(历史平均水平为-10.6%)，已经连续两个月保持企稳的态势。我们认为2013年重卡行业销量的反弹应是大概率事件，若前期高存量对销量增长造成的阻力得到彻底的解除，终端需求的回暖将使未来重卡行业得到复苏。

图39: 重卡库存月数已处于自07年以来低位



数据来源: 瑞银证券估算

图40: 重卡行业销量逐渐企稳



数据来源: CAAM

重卡行业中长期发展喜忧参半

结论: 我们综合分析了影响行业中长期发展的正、负面因素和行业竞争格局, 得出的结论是**未来行业发展喜忧参半, 龙头公司领先优势将更加明显。**

i. 影响重卡行业中长期发展的正面因素

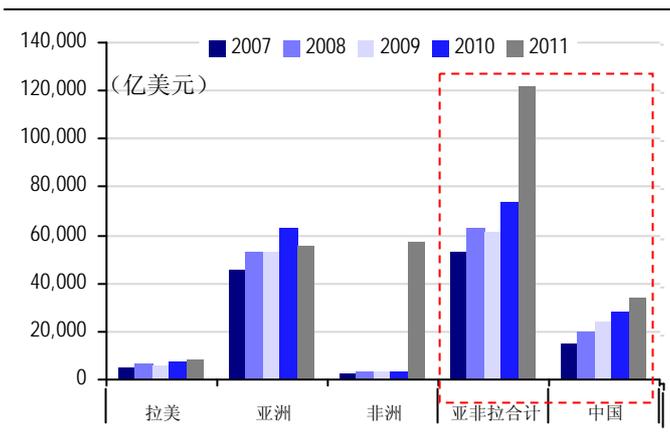
1) 海外出口; 2) 基建、地产活动有可能回升都将在中长期正面影响重卡行业的发展。

■ **海外出口:** 中长期来看, 我们预计中国重卡的出口依然能保持较高的增长。主要由于: a) 需求方面: 发展中国家和地区的需求为中国重卡出口提供市场基础; b) 供给方面: 国产品牌重卡与国际品牌重卡相比价格优势明显; c) 运营方面: 中国部分重卡企业出口比例已经达到相当规模, 海外出口业务日趋成熟。

亚非拉市场的需求, 中国重卡的性价比优势和国内厂商的海外拓展将支撑中国重卡的出口

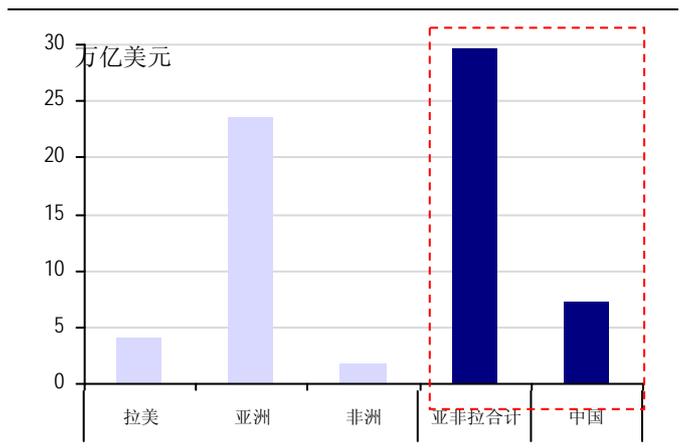
— **亚洲(除日、韩)、拉美、中东、俄罗斯和非洲等发展中国家已成为重卡需求的新增长点。**重卡下游需求主要来自基础设施建设、物流运输, 因此需求主要同两个因素相关: 1) GDP增速高; 2) 基础设施建设增速高。而以亚非拉为代表的发展中国家和地区满足以上两个因素。2011、2012年国内重卡需求萎缩较严重, 这反倒使得我国主要中重卡厂家将有更多的精力开拓海外市场, 在配件供应、售后服务等方面将不断改进, 我国重卡产品在主要市场地区的份额也将逐步提升, 考虑到在整车及配件供应上的逐步完善, 我国出口将呈加速增长态势, 预计我国重卡海外市场需求量2013年将超越2008年的需求量, 海外市场将成为我国中重卡企业的增长蓝海。

图41: 亚非拉国家固定资产投资额总量较高



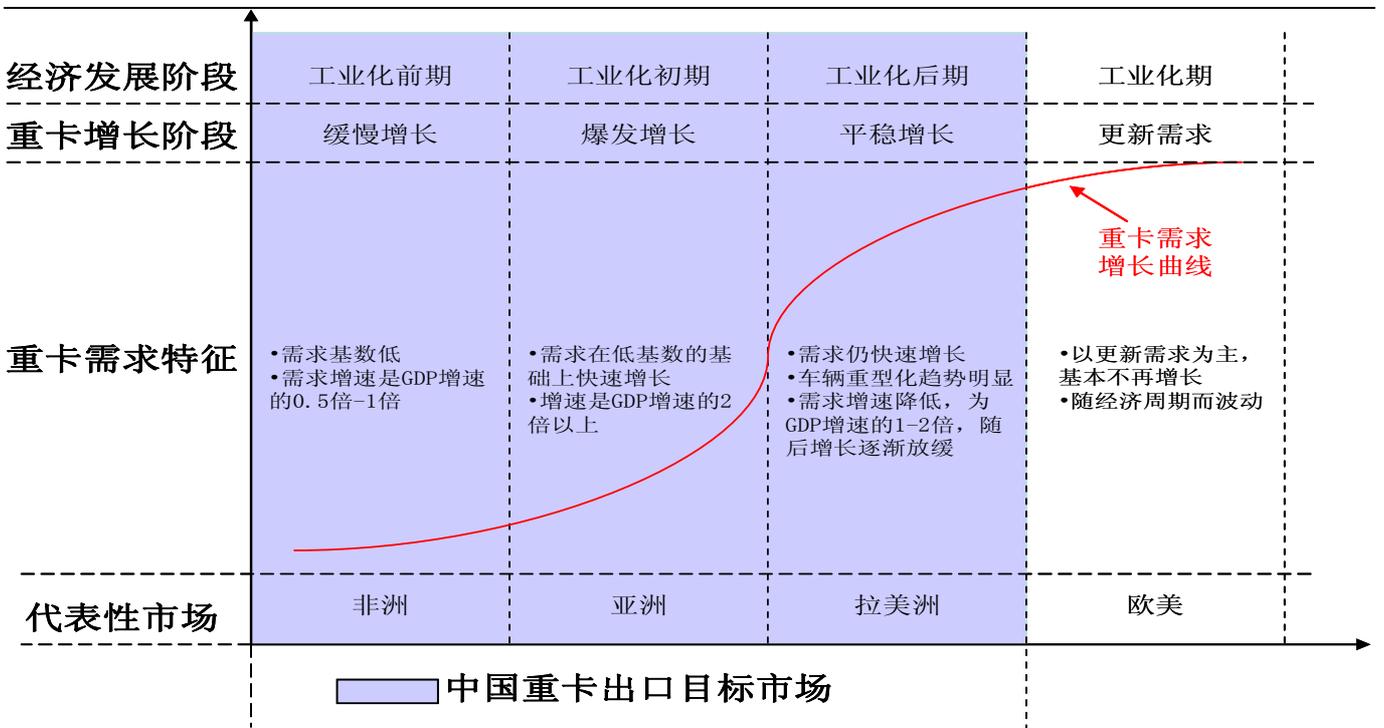
数据来源: CAAM、CEIC

图42: 2011年亚非拉国家GDP总量高于中国



数据来源: CAAM、CEIC

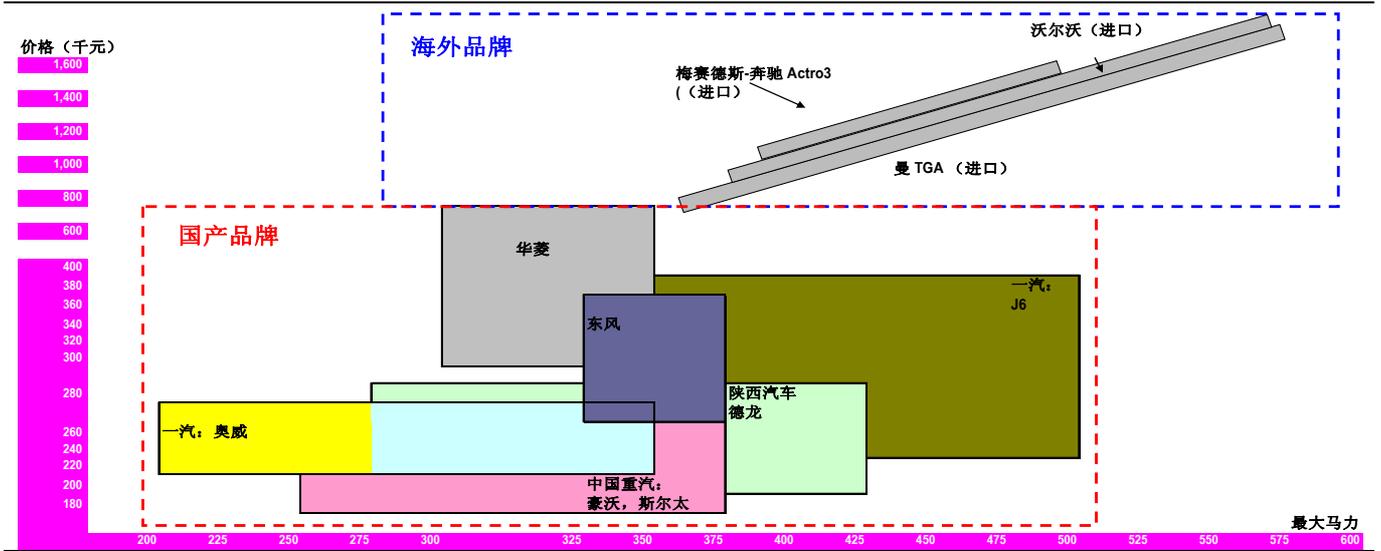
图43: 亚洲（除日、韩）、拉美、中东、俄罗斯和非洲等发展中国家已成为重卡需求的新增长点



数据来源: Fourin、瑞银证券估算

— 中国生产的重卡比国际同类产品价格低30%左右。重卡行业是一个规模化的行业，中国百万辆级别的需求规模是全球其他国家不具备的，依靠强大的内需规模，中国重卡企业在与其他同类国家的企业竞争中也能占据优势。由于国内的重卡产业链日趋成熟，中国重卡产品的性价比优势日益显现。具有竞争力的价格使得中国重卡尤其受到发展中国家（亚洲、非洲、中东、俄罗斯和拉美等）市场的青睐。

图44:国产重卡较海外产重卡有明显价格优势



数据来源: Fourin、瑞银证券估算

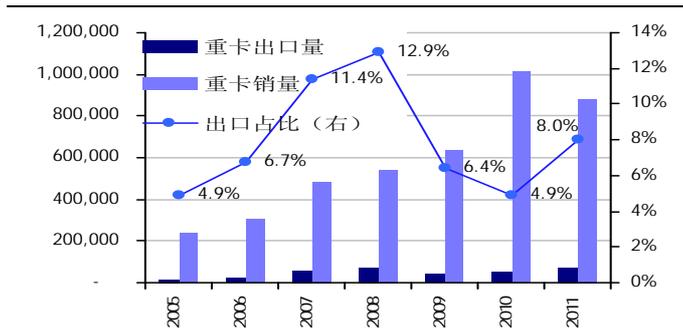
国内重卡市场日趋饱和的背景下，中国厂商投入更多精力在开拓海外市场上并取得一定成效。一些具有远见的国内重卡厂商已经逐渐加大开拓海外市场的力度，搭建了具有一定规模得海外销售、服务网络。除金融危机最为严重的09年以外，2006年以来中国重卡的出口增速均保持在20%以上。2011年重卡出口量创出历史新高，达到7.04万辆，同比增长42.7%。2009、2010年由于4万亿刺激政策的作用，国内重卡需求提前过度释放，厂商主要以供应国内需求为主，海外市场拓展脚步放慢。从2011年开始，由于国内重卡销量增长趋于平缓，我国主要厂商应该会投入更多的人力、物力到海外市场发展中。我们有理由相信海外出口市场将成为中国重卡企业的新增长极。短期来看，我们认为在2012年和2013年中国重卡的出口增速有望维持20%以上。

图45: 近年中国重卡出口增速保持高位



数据来源: CAAM、CEIC

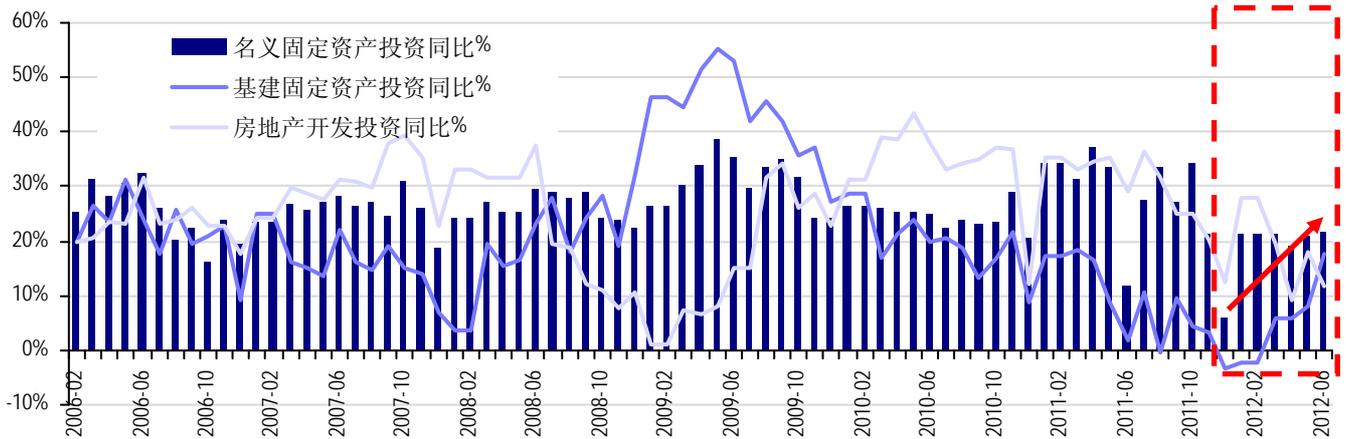
图46: 近年中国重卡出口销量占比逐年提升



数据来源: CAAM、CEIC

■ **基建与房地产活动企稳有望使其对重卡的影响从负面转向中性:** 瑞银宏观团队预计，未来几个季度，固定投资将在基础设施投资的带动下，随着政策放松而继续回升，其中水利、铁路建设、能源和环境、保障房以及服务业将成为政策支持的对象。基建活动的回暖同时有利于物流和工程机械重卡的回暖。未来，基建投资中增速较快的子领域包括：**铁路投资和水利投资。**

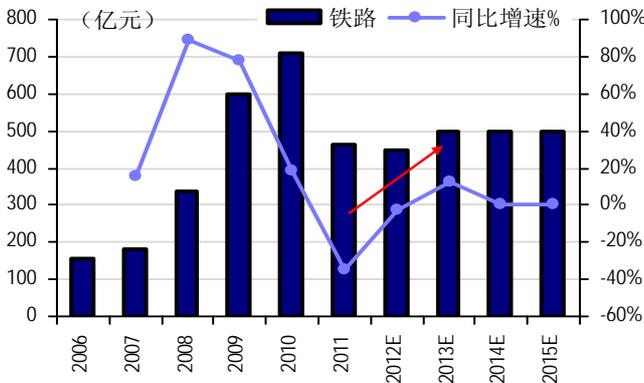
图47: 近期固定资产投资在基建投资的拉动下逐渐回暖



数据来源: CEIC

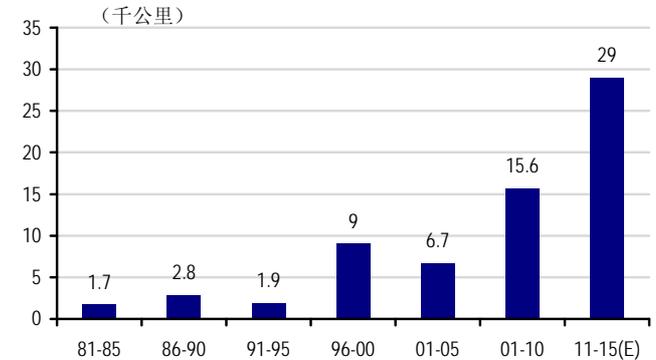
- **铁路基建投资有望回升: 在高速铁路网建成前, 其建设活动对重卡需求有正面影响。**最近, 铁道部官方将2012年的铁路基础设施资本支出目标上调了9%为4480亿元, 同比2011年略有5.8%的下滑。鉴于2012年上半年铁路资本开支同比大幅下降了36%仅达到1770亿元, 瑞银交运团队认为2012年下半年铁路资本开支将会出现37%的同比增幅(11年下半年铁路基础设施资本开始为2190亿元)。我们对2013年铁路投资持乐观态度, 由于2012年的低基数效应, 2013年铁路投资将会有着一定的增长。

图48: 预计铁路投资将在12、13年逐年恢复



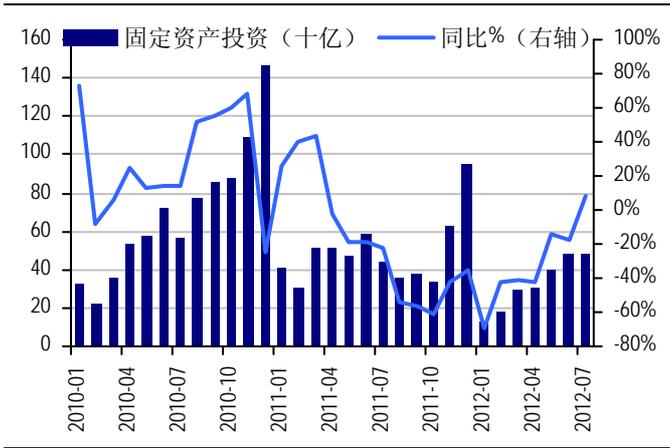
数据来源: CEIC、瑞银证券估算

图49: 历年铁路五年规划新增营运里程



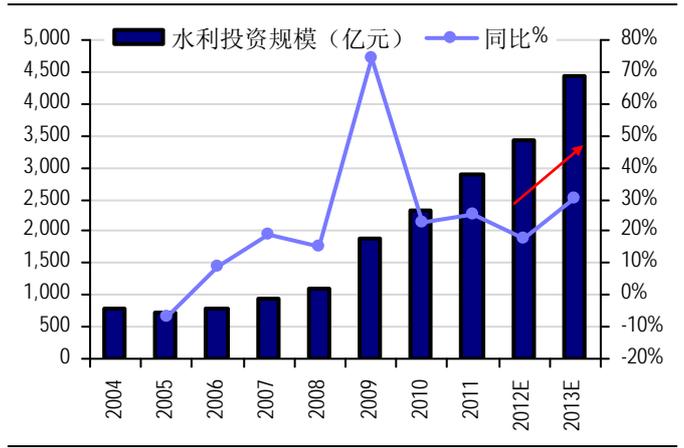
数据来源: 铁道部、瑞银证券估算

图50: 2012年以来铁道部固定资产投资逐月回升



数据来源：铁道部

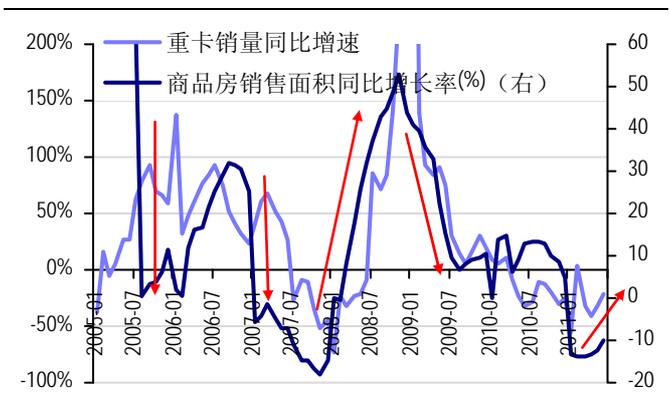
图51: 预计水利投资将在13年用来小高峰



数据来源：中国水利部、CEIC、瑞银证券估算

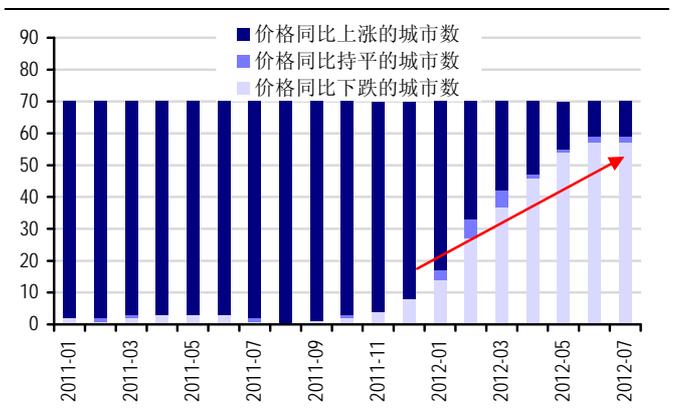
- **水利基建投资有望回升。**我们预计2013年水利建设将迎来投资高峰。根据水利部最新的规划，在“十二五”期间我国水利总投资规模将有望达到1.8万亿元（“十三五”约为2.2-2.8万亿元）。2011年中央及地方已完成落实水利建设投资约3400亿元，考虑到水利工程项目的审批和建设周期，我们判断2012年下半年至2014年将有望成为水利投资建设的高峰期，我们预计至2013年我国水利投资规模将有可能接近4500亿元，同比增长在30%左右。
- **地产建设活动有可能企稳。**瑞银宏观团队认为未来房地产建设活动将维持稳定。预计在2012年下半年房地产销售将会继续企稳并环比小幅复苏，这将有助于房地产新开工在当前较低水平企稳。随着保障房建设持续推进、稳健的销售帮助商品房新开工逐步企稳，预计整体房地产建设活动将会保持平稳、不会进一步下滑，房地产投资增速也将稳定在一定区间之内。宏观团队认为政府不会出台进一步的调控政策。主要原因在于政府实施房地产调控政策的初衷是控制房价过快的增长，打击投机性需求、满足刚性需求，而目前房价已现企稳迹象，政策进一步从紧的可能性不大。

图52: 商品房销售面积增速领先重卡销售增速



数据来源：CEIC

图53: 房价逐步企稳，预计未来政策继续从紧可能性不大



数据来源：CEIC

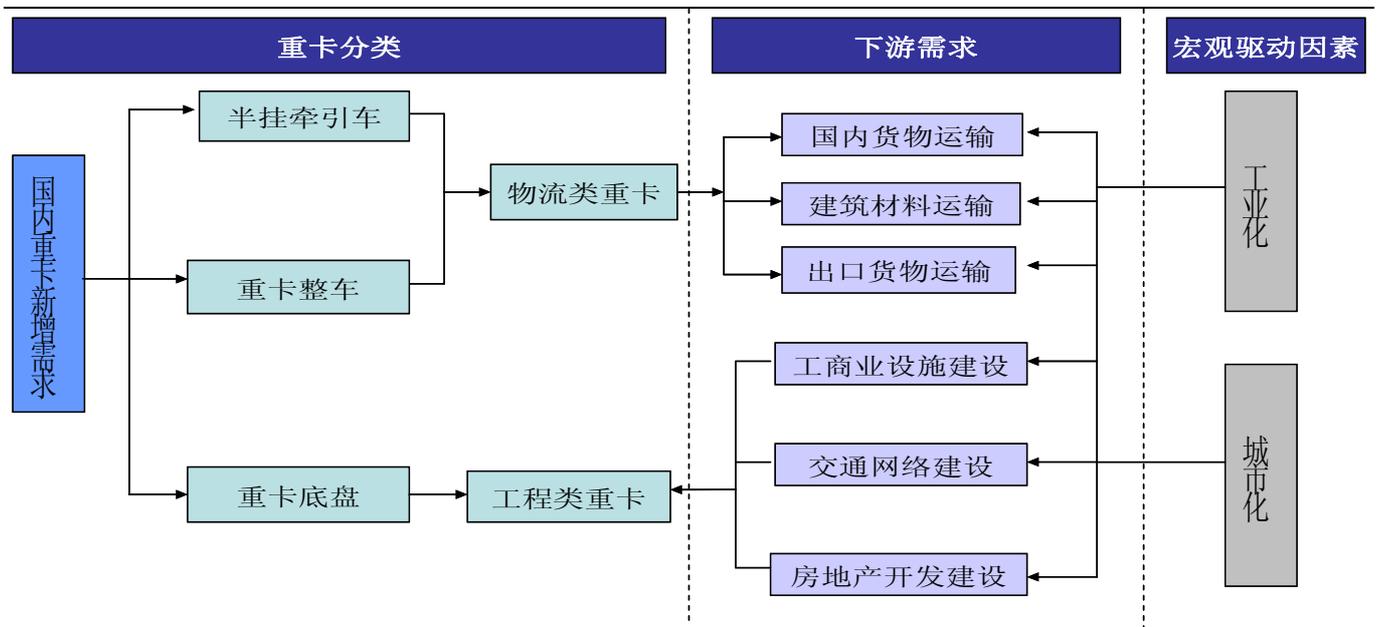
ii. 影响重卡行业中长期发展的负面因素

1) 工业化、城市化进程放缓；2) 重卡代替中卡进入尾声；和 3) 高速铁路网的建成都将在中长期内负面影响重卡行业的发展。

■ 工业化、城市化放缓：中国的“工业化”和“城市化”两大宏观趋势的放缓将是重卡保有量增速放缓的深层次原因。具体来说，影响重卡销量主要因素来自于新增的房地产开发与工商业设施等建设活动，和由经济增长带来的新增物流货运需求。以上因素导致重卡绝对需求的改变，具体表现在重卡保有量的提升。按照终端用途划分，重卡主要分为两大部分——物流用车（中汽协统计数据中的半挂牵引车和重卡整车多为此类）和工程用车（中汽协统计数据中的重卡底盘多为此类），其中物流用车约占行业总需求的60%，工程用车约占40%。推动重卡需求的两大宏观趋势“工业化”和“城市化”并没有结束。截止2011年底，根据国家统计局统计，我国城镇化率为51.67%。虽然我国城镇化率首次超过50%，但是相比较其他国家我国城镇化率仍有提升的空间，目前中国的城市化率只相当于韩国的1970年、日本的1950年和美国的1920年水平。根据社科院发布的《中国工业化进程报告》，2012年中国工业化水平综合指数达预计达到72左右。这一指数是评价一个国家工业化水平的指标，指数在0-33时表示一个国家工业化处于初期，33-66时表示工业化中期，66-100则表示工业化后期了，而当这个指数大于100，则表示已进入后工业化阶段。但从这一指标上来看，中国工业化进程还有一定的空间。但是受人口老龄化和经济结构转型的影响，预计未来城镇化和工业化速度会放缓。

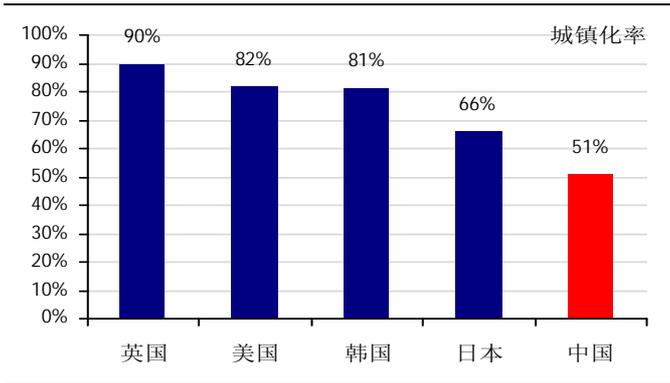
驱动重卡需求的长期宏观趋势之进程速度在放缓，随之重卡保有量增速也将放缓

图1:国内重卡新增需求核心驱动要素



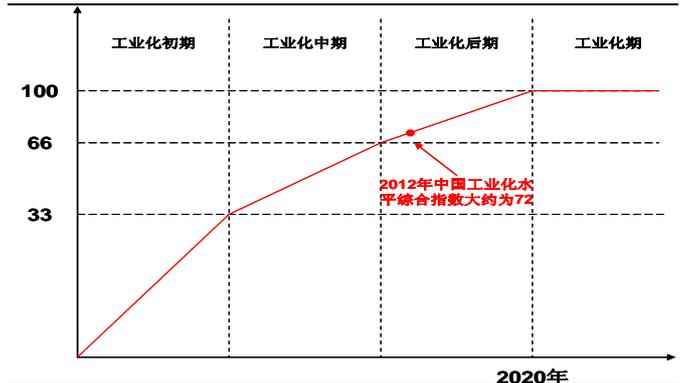
数据来源：瑞银证券估算

图54:截止2011年中国城镇化率相比发达国家仍有距离



数据来源：国家统计局、世界银行、瑞银证券估算

图55:中国工业化仍将继续，但速度趋缓



数据来源：中国社科院、瑞银证券估算

■ **重卡替代中卡已经进入尾声：重卡与中卡的销售比例稳定在7:3左右。**从2004年下半年开始，我国在全国范围内开展了大规模的治理超载超限行动，集中治理车辆“大吨小标”，并对“在用车”强制恢复吨位。这一行业政策促使卡车市场向两头发展为“哑铃型”，即轻微卡车+重型卡车，中型卡车逐步淡出市场。2006年推出的“计重收费”政策进一步的确定了重卡在商用车板块的竞争优势，下游需求明显上升。截止2011年，重卡销售额已是中卡的3倍，我们认为重卡代替中卡的趋势已经接近尾声，主要在于：1) 无论是重卡保有量还是销量都处于相对的一个高位（重卡保有量2倍于美国）；2) 中卡中短途以及城郊结合处的运输优势很难被替代；3) 2003年以来重卡与中卡销量保持接近7:3的均衡比例。

图56: 2003年以来重卡与中卡销量保持接近7:3的均衡比例



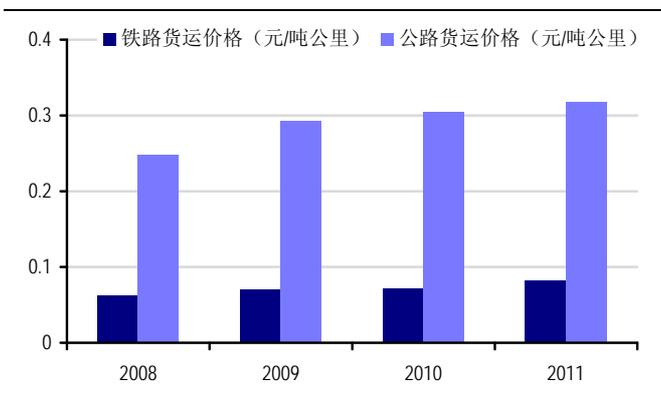
数据来源：中国汽车工业协会

■ **高速铁路网的完成将对重卡需求造成负面影响。**我们认为高速铁路网完成后将会对我国传统公路货运为主导的货运模式引起强烈冲击，从而对重卡的长期销量增长产生负面的影响。负面影响将逐渐在3到5年后显现，主要影响到煤矿和铁矿的公路运输。

— **相对公路运输，铁路运输更加具有经济效应。**目前国内铁路货运价格大约是公路货运价格的四分之一，这意味着铁路货运在大宗原材料的长途运输中占有绝对优势。

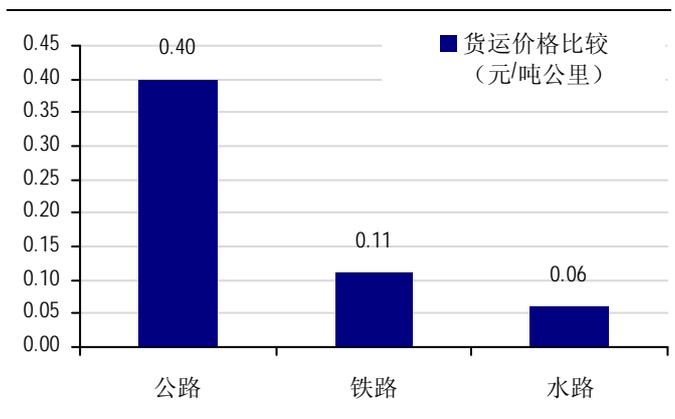
- **铁路运输对于重卡需求的负面影响将在3-5年后才逐渐显现。**2005~2010年，铁路建设进入“大跃进”时期，铁路投资总额开始了超常规的发展，从2005年的1000亿元达到了2011年的8500亿元。而高速铁路网会在“十二·五”以后，也就是3-5年后完成，到那个时候对于重卡需求的负面影响才会逐渐显现。
- **铁路运输主要对于运输煤矿、铁矿的物流类重卡产生负面影响，而此类重卡大约占到所有重卡的20%。**由于铁路运输的价格远低于使用重卡的公路运输，我们认为在高速铁路网建成后煤矿和铁矿的公路运输将逐渐被铁路运输取代。在中国，铁路货运的重要用途是运输大量的煤炭到全国各地。2011年，60%左右的煤矿以铁路的方式来运输，其余用公路运输。

图57: 公路货运价格VS铁路货运价格



数据来源：铁道部、CEIC

图58: 各类运输方式运价比较

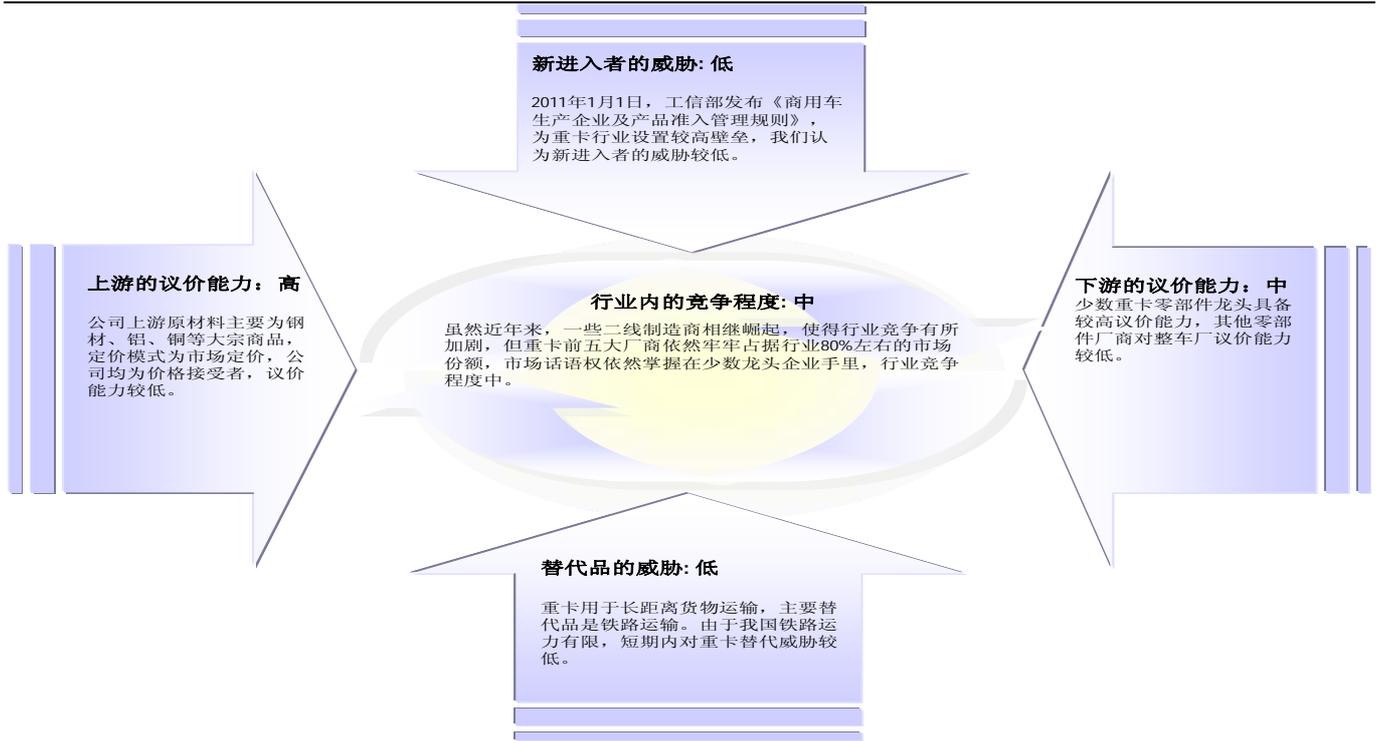


数据来源：CEIC

iii. 行业竞争格局：竞争加剧，行业龙头领先优势将更加明显

我们认为虽然近年来重卡行业竞争有所加剧，但是行业集中度高的格局很难在短时间内被打破。掌握先进技术、较早布局海外市场、把握未来行业产品升级方向的行业龙头企业依然会在长期竞争中保持强势。中国重汽和潍柴动力在海外合作、天然气重卡研发和推广等方面均有领先优势。

图2:重卡行业波特五力分析



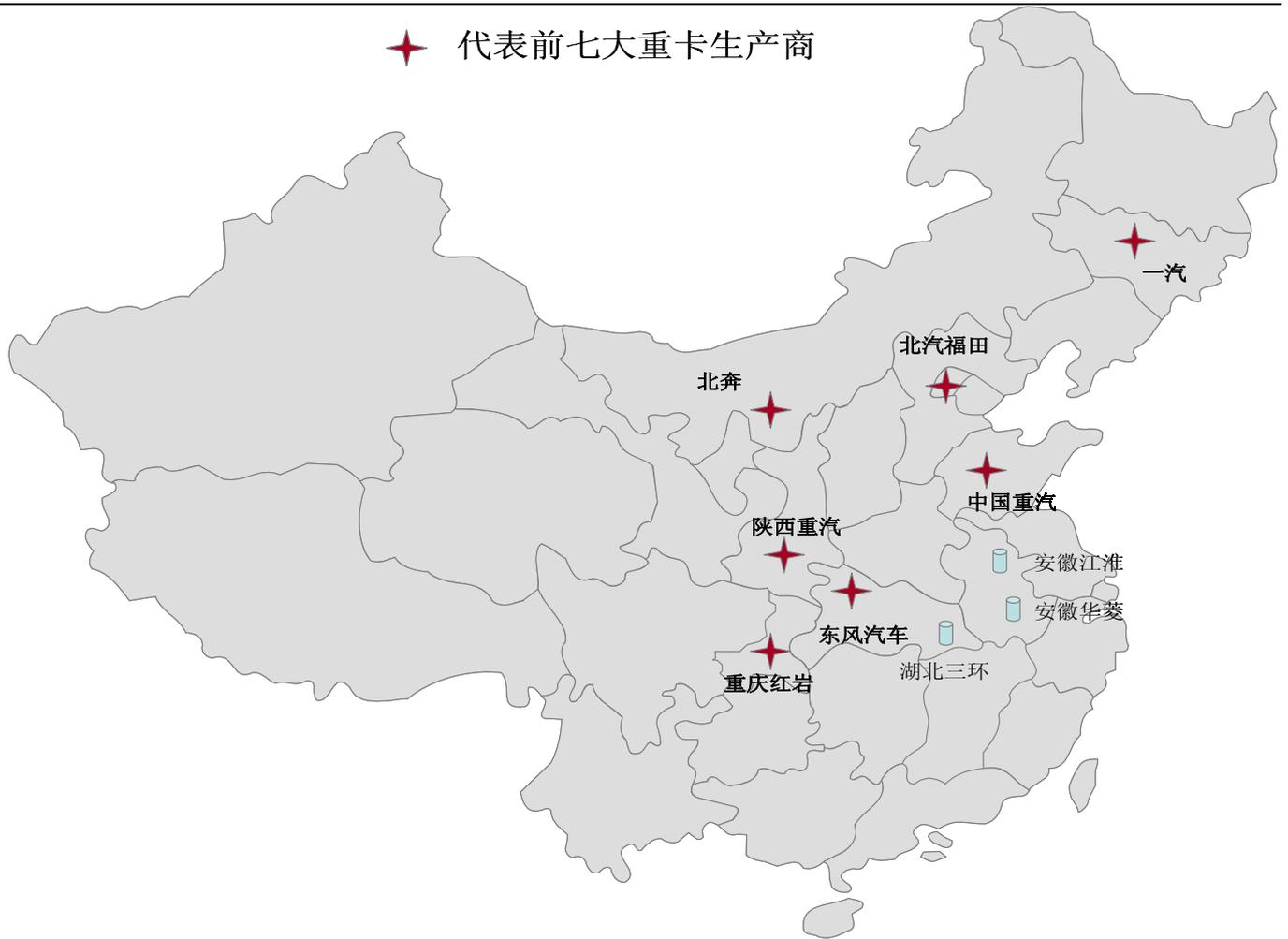
数据来源: Michael Porter, 瑞银证券估算

■ 产业集中度虽然下降, 但仍维持高位

行业竞争加剧, 但未来集中度将维持高位

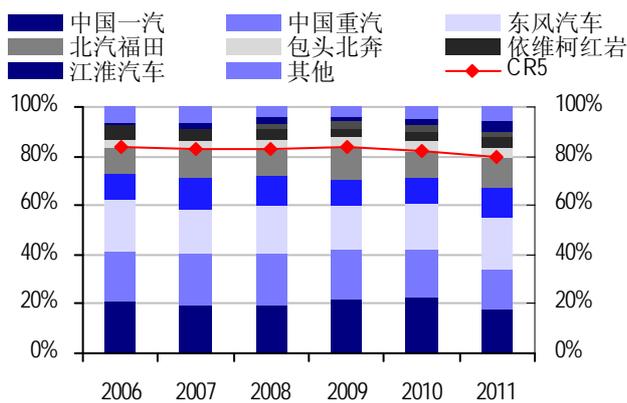
- **现象: 近年行业集中度有所下滑。**2009年以来, 随着曼、卡特彼勒、戴姆勒等外资高调进入中国重卡市场, 包头北奔、华菱、大运等二线制造商也相继崛起, 中国重卡行业的集中度显著下降, 行业竞争格局日趋激烈。如下图中所示, 代表行业集中度的赫芬达尔指数呈下降趋势。重卡销量前五的厂商, 其市场占有率之和已由2005年的87%下降至2011年80%。但相比乘用车市场的激烈竞争, 重卡市场仍呈现较高的集中度, 2011年前九大厂商的合计份额达到了95%。
- **预测: 未来集中度仍将维持高位。**我们认为行业龙头如一汽解放、东风汽车、中国重汽和陕西重汽将维持或提升目前的市场份额。过去几年重卡行业一直处于高速发展甚至过度发展阶段, 这给了行业内小型厂家一些生存和发展的空间。但是我们认为2011和2012年的低增速期以及在未来行业增速放缓、竞争加剧、技术升级要求高投入的背景下, 行业整合会加速, 小厂商崛起的难度大幅上升, 使得行业强者更具竞争优势。另外, 我国主要重卡厂商普遍无一例外均与海外重卡先进企业签署有技术合作和引进协议, 由于国内重卡技术提升滞后于海外, 技术的升级很难较大引起市场份额的波动。

图3:中国前10大重卡厂商分布图



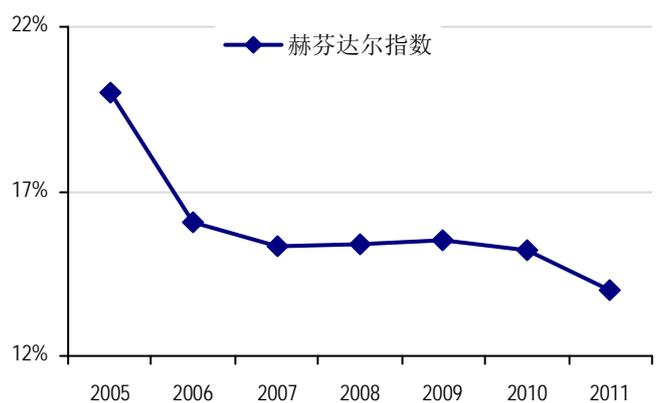
注：更为详尽的中国汽车厂商分布图，请参见瑞银汽车团队制作的链接：<http://g.co/maps/5e83n>；数据来源：公司资料，瑞银证券估算

图59: 近年前5大重卡厂商市场份额总和持续接近80%



数据来源：CAAM

图60: 近年中国重卡行业竞争在加剧



数据来源：CAAM、CEIC

- 国内厂商与海外巨头的合作日趋紧密。我们认为重卡行业合资合作将不断涌现，未来成功与海外巨头合作的国内重卡企业将取得竞争优势。

- **预测：海外合资合作将会继续，成功与海外巨头合作的企业将在长期竞争中积累优势。中国重汽和潍柴动力是同海外公司开展合作较早的公司，并且在海外市场拓展方面行动领先。** 预计未来将收获前期积累的优势。过去10年，中国重卡企业的合资案例虽多，但是大部分不是太成功。我们认为主要失败的原因是海外技术虽好但不符合中国国情。一方面，价格是中国重卡用户选择的第一标准，而海外品牌普遍定价过高；另一方面，重卡作为投资品，有别于乘用车，中国用户不太注重海外知名重卡品牌带来的心理满足。未来10年，我们认为与海外的合资合作仍将继续，并且成功获得海外合作的企业将奠定更长时间内的成功基础。一来，国内在排放标准和公路安全方面的法规日趋完善，且执行力逐渐加大，这使得海外技术优势日显突出；二来，近年人力成本的提升使得重卡使用成本加大，从而让拥有海外先进技术重卡的低廉维护成本优势显现；三来，国内需求的逐渐饱和，使得国内厂商会逐渐加大对于海外市场开拓的投入。而海外巨头在海外市场拥有良好的销售网络，这将成为国内厂商与其合作的重要推动力之一。

行业风险

我们认为：工程类重卡需求主要来自基建和房地产开发投资，而物流类重卡需求主要来自建材、矿产、煤炭等生产物资的运输。如果宏观经济继续放缓、基建和房地产投资增速下滑、房地产调控未来从紧，将会对工程类重卡需求造成较大影响。而生产物资运输的重卡用户盈利情况不佳将会严重影响物流类重卡的需求。此外，尽管今年以来钢材、橡胶价格等原材料价格高位回落，重卡企业的盈利能力得到一定的改善，但倘若原材料价格重现大幅上涨，企业的盈利能力将难以得到持续保证。

释义

图61:中国汽车分类标准

商用车			
	货车		
	重型货车		GVW>14T
	中型货车		6T<GVW<=14T
	轻型货车		1.85<GVW<=6T
	微型货车		GVW<1.8T
	客车		
	大型客车		L>10M
	中型客车		7M<L<=10M
	轻型客车		3.5M<L<=7M
乘用车			
	普通乘用车		
	微型轿车		V<=1L
	普通级轿车		1L<V<=1.6L
	中级轿车		1.6L<V<=2.5L
	中高级轿车		2.5L<V<=4L
	高级轿车		V>4L
	多功能乘用车 (MPV)		
	运动型多用途乘用车 (SUV)		
	交叉型乘用车 (CUV)		L<=3.5M

注：GVW是指车辆总重量；L是指车身长度；V是指汽车发动机排量；

数据来源：中国汽车工业协会



UBS Investment Research

潍柴动力A

首次覆盖：行业低迷期凸显龙头竞争优势

■ 公司有望受益于2013年行业销量由负转正

我们预计重卡行业销量增速将在2013年结束11、12年的负增长；潍柴动力作为重卡行业龙头，将充分受益于行业需求见底回升。

■ 发动机业务有望保持高市场份额

我们认为有四点因素支持公司保持较高市场份额：1) 产品可靠性和低油耗性能明显；2) 产品享有较高的客户粘性；3) 竞争对手自主研发和生产发动机进程放缓；4) 对下游客户的掌控力在加强。

■ 高压共轨+SCR的技术路线奠定领先基础

我们认为较早选择高压共轨+SCR技术路线，将为公司在今后IV时代的领先奠定基础：1) 时间优势：早在2009年就已与大量整车企业成功试配相关国IV产品；2) 技术优势：与博世的多年合作保证了关键零部件处于技术领先地位；3) 成本优势：可从博世获得更为优惠的价格；4) 盈利优势：高压共轨产品销售占比提升有利于公司盈利能力的改善。

■ 估值：首次覆盖给予23.6元目标价和“买入”评级

我们预计2013年公司净利润增长22.1%至45亿元，对应13年EPS为2.23元。基于瑞银VCAM贴现现金流模型（WACC为8.7%），我们给予目标价23.6元，对应公司2012年市盈率为12.9倍，略高于行业平均水平的12.1倍，位于公司过去两年动态市盈率区间（5x~15x）的中枢。

重要数据 (Rmb百万)	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	63,280	60,019	50,806	57,650	63,310
息税前利润 (UBS)	9,265	7,043	4,828	5,958	7,452
净利润 (UBS)	6,782	5,597	3,660	4,467	5,569
每股收益 (UBS, Rmb)	3.39	2.80	1.83	2.23	2.79
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.36	0.00	0.18	0.22	0.28

盈利能力和估值	五年历史均值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润率 (%)	12.1	11.7	9.5	10.3	11.8
ROIC (EBIT) %	53.2	47.8	28.8	33.2	38.8
EV/EBITDA (core) x	5.9	7.6	4.0	2.9	2.0
市盈率 (UBS) (x)	13.7	13.4	9.7	8.0	6.4
净股息收益率 (%)	0.6	0.0	1.0	1.3	1.6

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2012年09月06日16时34分的股价 (Rmb17.80) 得出；

陈实
分析师
S1460511070002
shi.chen@ubssecurities.com
+86-213-866 8854

邹天龙
分析师
S1460512070001
tianlong.zou@ubssecurities.com
+8610-5832 8775

全球证券研究报告

中国

汽车零部件业

12个月评级 **买入**
之前：未予评级

12个月目标价 **Rmb23.60/US\$3.72**

股价 **Rmb17.80/US\$2.80**

路透代码: 000338.SZ 彭博代码000338 CH

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb33.57-16.84/US\$5.26-2.65

市值	Rmb35.3十亿/US\$5.55十亿
已发行股本	1,514百万 (ORDA)
流通股比例	48%
日均成交量 (千股)	5,432
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb114.6

资产负债表数据 12/12E

股东权益	Rmb26.6十亿
市净率 (UBS)	1.3x
净现金 (债务)	Rmb14.3十亿

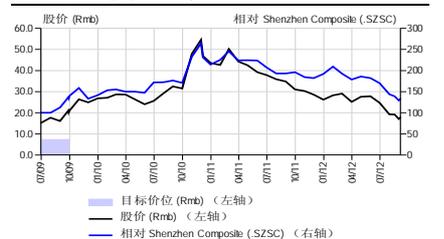
预测回报率

预测股价涨幅	+32.6%
预测股息收益率	1.2%
预测股票回报率	+33.8%
市场回报率假设	8.3%
预测超额回报率	+25.5%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/12E		12/11 实际
	从	到市场预测	
Q1	-	0.51	0.93
Q2	-	0.44	0.83
Q3E	-	0.48	0.54
Q4E	-	0.40	0.51
12/12E	-	1.83	-
12/13E	-	2.23	-

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

投资主题

我们首次覆盖潍柴动力给予“买入”评级，主要原因：1) 公司将充分受益于2013年行业销量由负转正；2) 发动机业务将继续保持较高的市场份额；3) 高压共轨+SCR技术路线将为后国IV时代奠定领先基础；4) 稳定的现金流将为未来自主研发提供有利财务支撑。

公司有望充分受益于2013年行业销量由负转正

我们预计在国内IV排放标准推出、2013年更新需求释放和物流重卡需求相对稳定的影响下，重卡行业销量增速将在2013年实现10%增长，从而结束连续两年的行业销量增速负增长（2011：-13%；2012E：-25%）。潍柴动力作为重卡行业龙头，有望充分受益行业需求见底回升。

发动机业务有望继续保持较高市场份额

潍柴动力在重卡和装载机发动机市场占有率领先，在2011年分别达到40%和80%。我们认为有四点因素支持公司保持较高市场份额：1) 产品可靠性和低油耗性能明显；2) 产品享有较高的客户粘性；3) 竞争对手自主研发和生产发动机进程放缓；4) 对下游客户的掌控力在加强。

高压共轨+SCR的技术路线将为公司在后国IV时代奠定领先基础

1) 时间优势：早在2009年就已与大量整车企业成功试配相关国IV产品；2) 技术优势：与博世的多年合作保证了关键零部件处于技术领先地位；3) 成本优势：可从博世获得更为优惠的价格；4) 盈利优势：高压共轨产品销售占比提升有利于公司盈利能力的改善。

稳定的现金流将为技术研发和业务拓展提供财务支撑

潍柴动力在过去几年一直产生稳定的现金流，显示了健康的财务状况，同其他资金回笼较困难重卡和工程机械企业相比，这一点显得较为突出。即使行业景气度在下滑，我们依然预计公司能够产生良好的自由现金流（2012E：38亿元/2013E：31亿元）和经营性现金流（2012E：65亿元/2013E：76亿元）。我们预计良好的现金产生能力将为公司未来的技术研发和业务拓展提供有利财务支撑。

首次覆盖给予23.6元目标价和“买入”评级

潍柴动力股价自年初以来已下跌35%（自2010年11月高点已下跌68%），我们认为短期的负面因素已经被充分反映。我们预计2012年公司收入同比下降15%至508亿元；12年净利润同比下降35%至37亿元，对应12年EPS为1.83元；2013年收入同比上升13%至577亿元；13年净利润同比上升22%至45亿元，对应13年EPS为2.23元。我们的2012年收入和净利润预测分别比市场一致预期低17%和32%。我们23.6元的目标价对应公司2012年市盈率约为12.9倍；2013年市盈率约为10.6。从历史角度看，该公司过去两年的12个月动态市盈率区间在5x~15x，我们目标价对应的市盈率水平处于公司历史估值中枢。从行业角度看，我们在A股选取了7家卡车和柴油发动机制造类公司，其2012年平均市盈率为12.1倍，接近我们设定的目标价所对应的2012年12.9倍市盈率。由于潍柴2013年净利润增长率和ROE均略高于行业平均水平，我们认为潍柴目标价的估值水平较为合

理。

关键催化剂

- 以基建为代表的“稳增长”政策帮助经济在2012年4季度和2013年上半年复苏，基建活动的回暖将带动重卡需求。
- 宣布温和放松的经济刺激政策。瑞银中国宏观团队认为，实体经济依然疲软，加上通胀短期内持续下行，这意味着政策仍有必要提供支持。近一步刺激经济，势必加大物流和基建活动，从而拉动重卡需求。
- 国 IV 排放标准将于2013年7月实施，这将释放部分提前购买的需求。

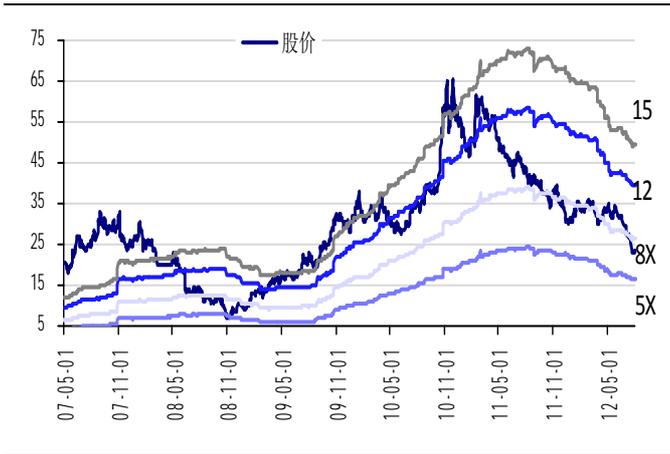
风险

- 宏观经济增幅继续放缓，重卡需求持续下降，潍柴动力总成和重卡整车销量大幅下滑。
- 由于全球经济增长的不确定性，导致进出口贸易大幅下滑，从而打击物流类重卡需求。
- 房地产政策持续紧缩。

估值和推导我们目标价的基础

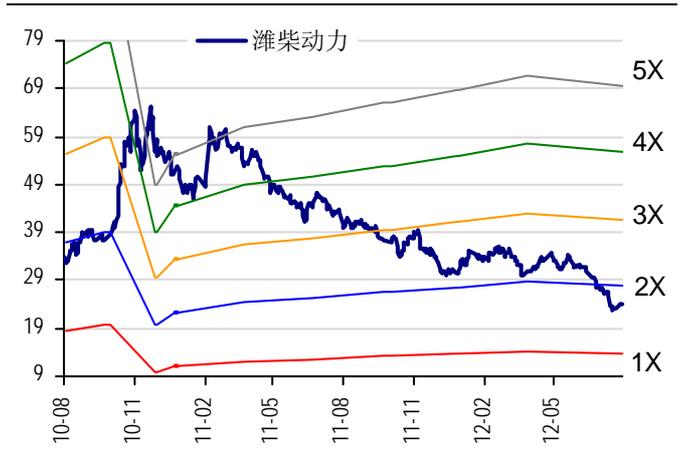
我们采用基于贴现现金流的估值法得出目标价，并采用瑞银VCAM工具来具体预测影响长期估值的因素。我们将加权平均资本成本（WACC）设定为8.7%，得到我们的目标价为23.6元。我们的目标价对应公司2012年预测市盈率为12.9倍。从历史角度看，该公司过去两年的12个月动态市盈率区间在5x~15x，我们目标价对应的市盈率水平处于公司历史估值中枢。从行业角度看，我们在A股选取了7家卡车和柴油发动机制造类公司，其2012年平均市盈率为12.1倍，接近我们设定的目标价所对应的2012年12.9倍市盈率。由于我们预测的潍柴2013年净利润增长率为22.1%，2013年ROE为14.6%，均略高于行业平均水平（18.6%和13.9%），我们认为目前潍柴的估值水平较为合理。

图62:潍柴动力历史市盈率估值区间



数据来源: Bloomberg

图63:潍柴动力历史市净率区间



数据来源: 万得资讯

表5: 潍柴动力[000338.SZ] 瑞银VCAM估值摘要

相对年 财年	+1E 2012E	+2E 2013E	+3E 2014E	+4E 2015E	+5E 2016E	+6E 2017E	+7E 2018E	+8E 2019E	+9E 2020E	+10E 2021E
息税前利润	4,828	5,958	7,452	8,156	8,875	9,605	8,743	7,688	6,423	4,932
折旧及摊销*	1,744	2,111	2,399	2,734	3,073	3,334	3,582	3,844	4,119	4,407
资本支出	(3,514)	(3,574)	(3,623)	(3,669)	(3,714)	(3,969)	(4,265)	(4,576)	(4,903)	(5,246)
运营资本变动	1,191	(205)	(609)	(449)	(448)	(481)	(245)	(235)	(223)	(208)
所得税(营运)	(772)	(953)	(1,192)	(1,305)	(1,420)	(1,537)	(1,596)	(1,576)	(1,461)	(1,233)
其他	276	(205)	(170)	(158)	(156)	(168)	(177)	(187)	(196)	(206)
自由现金流	3,753	3,132	4,256	5,310	6,209	6,784	6,042	4,957	3,758	2,445
增长		-16.5%	35.9%	24.8%	16.9%	9.3%	-10.9%	-18.0%	-24.2%	-34.9%

估值	
明计现金流现值	31,271
期末价值(第15年)现值	5,702
企业价值	36,973
占永续价值百分比	15%
联营公司及其他	1,449
-少数股东权益	6,388
现金盈余**	16,999
-债务***	5,281
权益价值	43,752
已发行股数[m]	1,999.3
每股权益价值(Rmb/股)	21.90
权益成本	8.8%
股息收益率	1.2%
1年期目标价(Rmb/股)	23.60

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	7.0%	5.0%	4.0%
息税前利润率	4.7%	1.5%	2.0%
资本支出/销售收入	5.0%	5.0%	5.0%
投资资本回报率	11.6%	4.0%	5.5%
估值对应指标			
财年	2012E	2013E	1年预期
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	5.6x	4.6x	4.9x
企业价值 / 息税前利润	7.7x	6.2x	6.6x
自由现金流收益率	10.2%	8.5%	9.0%
市盈率(现值)	12.0x	9.8x	10.4x
市盈率(目标)	12.9x	10.6x	11.2x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.30%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	1.11
债务/权益比	12.6%
边际税率	25.0%
权益成本	8.8%
债务成本	4.9%
WACC	8.8%
期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	8.8%
投资资本回报率增幅	8.7%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	2.2x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

瑞银预测对比市场预期

我们对公司2012年的收入预测比市场一致预期低17%，而净利润预测比市场一致预期低32%，主要原因在于我们预计公司2012年的重卡销量将仍会出现负增长，而且幅度比市场预期的幅度大。

表6:瑞银预测和市场预期

百万元	2012			2013			2014		
	瑞银	Wind	差幅	瑞银	Wind	差幅	瑞银	Wind	差幅
营业收入	50,396	60,629	-17%	57,880	69,212	-16%	61,106	78,165	-22%
净利润	3,658	5,395	-32%	4,461	6,444	-31%	4,909	7,288	-33%
EPS (元)	1.83	2.70	-32%	2.23	3.22	-31%	2.79	3.65	-23%

数据来源：万得资讯、瑞银证券估算

敏感性分析

由于发动机业务对公司利润贡献最多，我们着重对发动机的销量、售价和成本对利润的影响做了敏感性分析。我们发现公司盈利对发动机成本和平均售价的敏感性更高。我们的敏感性分析结果显示，平均销售价格每上升1%，将导致经营性利润增加3%~5%；平均成本每下降1%，将导致经营性利润增加2%~3%。我们认为未来公司对于发动机、变速器和重卡的提价能力将成为其能否提升盈利的关键因素。

表7:中国重汽利润的敏感性分析

12年EBIT(百万元)		平均售价				
	4,884	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
单台成本	-2.0%	-1.4%	2.1%	5.7%	9.2%	12.9%
	-1.0%	-4.3%	-0.7%	2.8%	6.4%	10.0%
	0.0%	-7.1%	-3.6%	0.0%	3.6%	7.2%
	1.0%	-10.0%	-6.4%	-2.8%	0.7%	4.3%
	2.0%	-12.8%	-9.3%	-5.7%	-2.1%	1.5%

12年EBIT (百万元)		发动机销量				
	4,884	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
平均售价	-2.0%	-8.4%	-7.8%	-7.1%	-6.5%	-5.8%
	-1.0%	-5.0%	-4.3%	-3.6%	-2.9%	-2.2%
	0.0%	-1.4%	-0.7%	0.0%	0.7%	1.5%
	1.0%	2.1%	2.8%	3.6%	4.3%	5.1%
	2.0%	5.6%	6.4%	7.2%	8.0%	8.8%

12年EBIT(百万元)		发动机销量				
	4,884	-2.0%	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%
单台成本	-2.0%	4.1%	4.9%	5.7%	6.5%	7.2%
	-1.0%	1.3%	2.1%	2.8%	3.6%	4.4%
	0.0%	-1.4%	-0.7%	0.0%	0.7%	1.5%
	1.0%	-4.2%	-3.5%	-2.8%	-2.1%	-1.4%
	2.0%	-7.1%	-6.4%	-5.7%	-5.1%	-4.4%

数据来源：瑞银证券估算

竞争分析

竞争优势

我们认为公司的主要竞争优势如下：

- **国内最大的大功率柴油机生产商。** 公司具有六十年的柴油机行业经验，特别是在大功率高速柴油机的开发、生产和销售方面具有丰富的经验。经历过半个世纪的发展，公司已经成为国内最大规模的大功率、高速柴油机生产商之一，有着较好的口碑和影响力。
- **技术优势。** 公司在80年代引进了具有世界先进水平的WD615及WD618系列柴油机，产品开发能力居国内同行业前列，总体工艺装备水平居国内领先地位。
- **强大的科研开发能力。** 公司在开发柴油机以及改善现有柴油机方面成果较多。公司已经成功将WD615和WD618系列柴油机提高到欧II标准，并将配套市场由单一的重型汽车拓展到工程机械、大型客车、船舶、发电机组等多个领域。此外，公司还与李斯特等知名的柴油机厂商及机构建立了长期的合作关系。目前公司已经开发出具有自主知识产权的欧III系列“蓝擎”柴油机，欧IV发动机的研发工作也在进行当中。
- **稳固及信誉良好的顾客群。** 公司在重型汽车行业中的主要客户包括陕西重汽、上汽依维柯红岩和北汽福田等，在工程类机械行业的主要客户包括广西柳工、福建龙工和山东临工等。这些客户大部分是其相关行业中的主要生产商，而公司可借助这些客户的声誉进一步提升本身的声誉和拓展有关市场。

管理层战略

公司将积极调整产品结构，均衡发展动力总成、商用车以及零部件三大业务板块。

- 我们认为发动机业务将继续保持市场领先地位，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。
- 我们预计变速箱销量在2015年有望达到73万辆，继续领跑市场同类竞争者。
- 我们估计在重卡板块，陕西重汽2015年销量有望突破10万辆，并跻身重卡制造厂商第一梯队。

公司风险

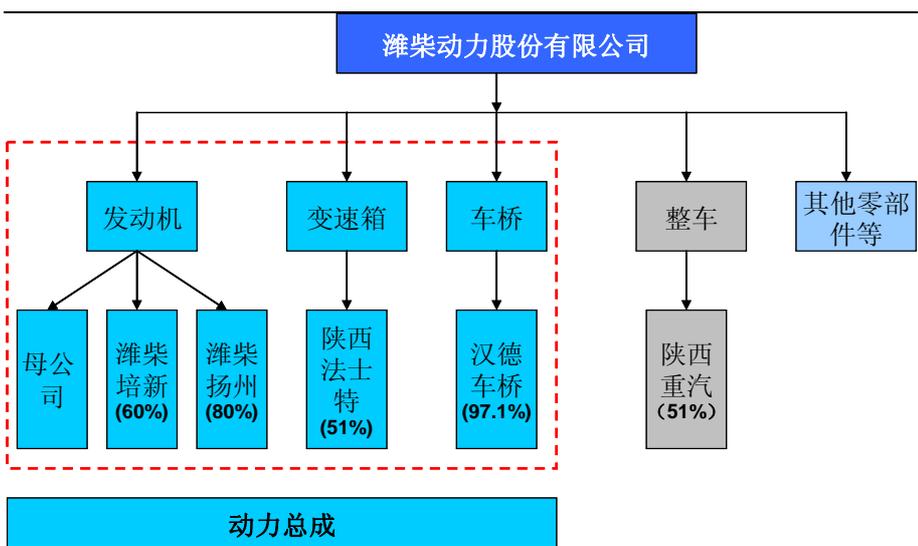
- 工程类重卡销量有可能无增长：如果1) 政府不出台“稳增长”的刺激政策，基建活动很难回升；2) 政府继续打压房地产市场，那么重卡需求将可能持续下降，潍柴动力总成和重卡整车销量大幅下滑。
- 物流类重卡销量有可能无增长：由于全球经济增长的不确定性，导致进出口贸易大幅下滑，从而负面影响物流类重卡需求。
- 产品价格有可能很难提升：1) 国IV标准很难严格实施，从而不能刺激提前购买；2) 重卡用户的盈利能力继续大幅恶化，使得更新需求的提升不如预期。
- 公司扩张太快、涉及领域过广：继收购意大利游艇制造商后，近期公司又收购一家德国液压生产厂商。如果公司业务拓展战线拉得过长，我们担心会出现财务和业务上的双重压力。

经营概况

整体概况：动力总成为核心的商用车及零部件制造企业

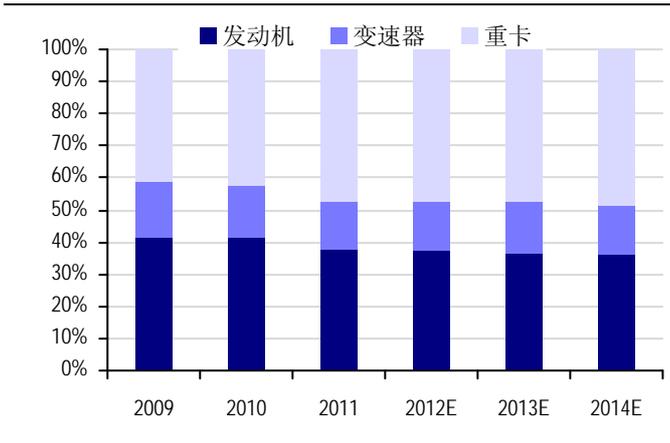
潍柴动力是国内最大的商用车零部件企业集团，动力总成（发动机、变速箱、车桥）为其核心业务，其他主营业务还包括重卡整车。其潍柴发动机加上法士特变速箱和汉德车桥被业界誉为重卡黄金动力组合。公司重卡发动机市场占有率在40%左右，法士特变速器市场占有率在80%左右，陕西重卡市场占有率在10%-13%之间。

图64：动力总成为潍柴核心业务



数据来源：公司资料、瑞银证券整理

图65: 重卡整车业务在公司主营业务收入占比中最大



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图66: 发动机业务在公司主营业务毛利占比中最大



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

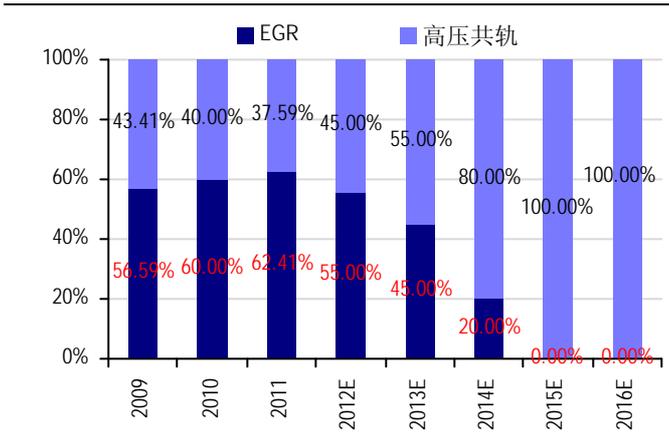
发动机业务: 技术领先, 市场份额稳固, 销量有望低位回升

技术: 率先采用高压共轨+SCR技术路线, 预计在国IV推出后将取得市场先机

在我国, 重型柴油机达到国IV标准的技术路线主要有两条: 一条是高压共轨+SCR路线, 另一条是EGR+DPF路线。从我们同业内专家和卡车用户沟通的情况看, 国IV最终采用高压共轨+SCR技术路线的可能性较大。在国IV产品的技术路线的选择上, 潍柴一直坚持的高压共轨系统+SCR技术。这一选择得到了国内所有重卡及发动机公司的认同。潍柴与博世等诸多国际知名公司的多年合作, 保证了关键零部件始终处于技术领先地位及最有竞争力的产品供给。而潍柴国IV产品早在2009年就已经与陕西重汽、北汽福田等整车企业试配成功, 随时可以投入批量装车。由于潍柴动力是博世在中国的最大客户之一, 相比其他竞争对手潍柴能够拿到更为优惠的价格。相比EGR发动机, 高压共轨产品的售价和毛利率更高, 高压共轨产品销售占比的提升有利于提升公司整体盈利能力。

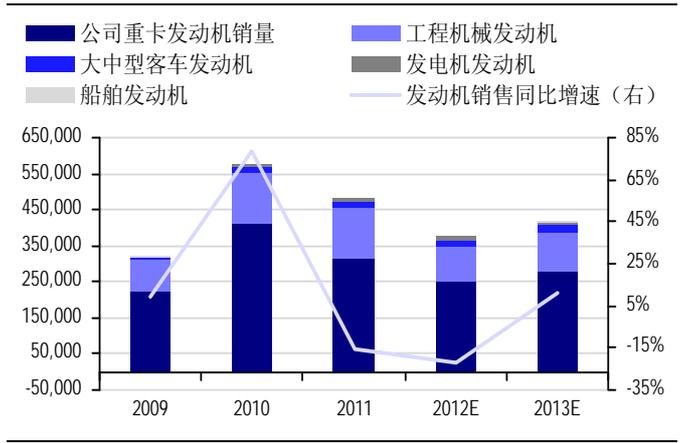
销量: 我们预计13年发动机业务将从低谷中恢复, 并在一段时间内保持小幅增长。潍柴发动机在重卡以及5吨以上挖掘机市场占有率较高, 分别为40%和80%左右。随着未来“稳增长”经济政策深入、基建项目加紧上马和房地产建设企稳, 发动机销量将伴随重卡和工程机械的复苏而复苏。短期来看, 将于2013年7月1号推出的国四排放标准会刺激发动机销售, 这主要是由于车主未来节约成本而实施提前购买。中长期来看, 潍柴已经对国四标准进行了充分的技术储备, 将是中长期的直接受益者。公司共轨系统来自于BOSH, 共轨系统占发动机成本为20%左右, SCR 目前有多家厂商进行适配。潍柴产品性价比优势明显, 我们预测共轨系统加上SCR 的成本将大幅低于其他重卡企业引进合资发动机价格。国四标准实施后, 公司在发动机领域技术优势更加突出, 将帮助发动机销售保持小幅增长。

图67: 潍柴的高压共轨类发动机销售比重逐年加大



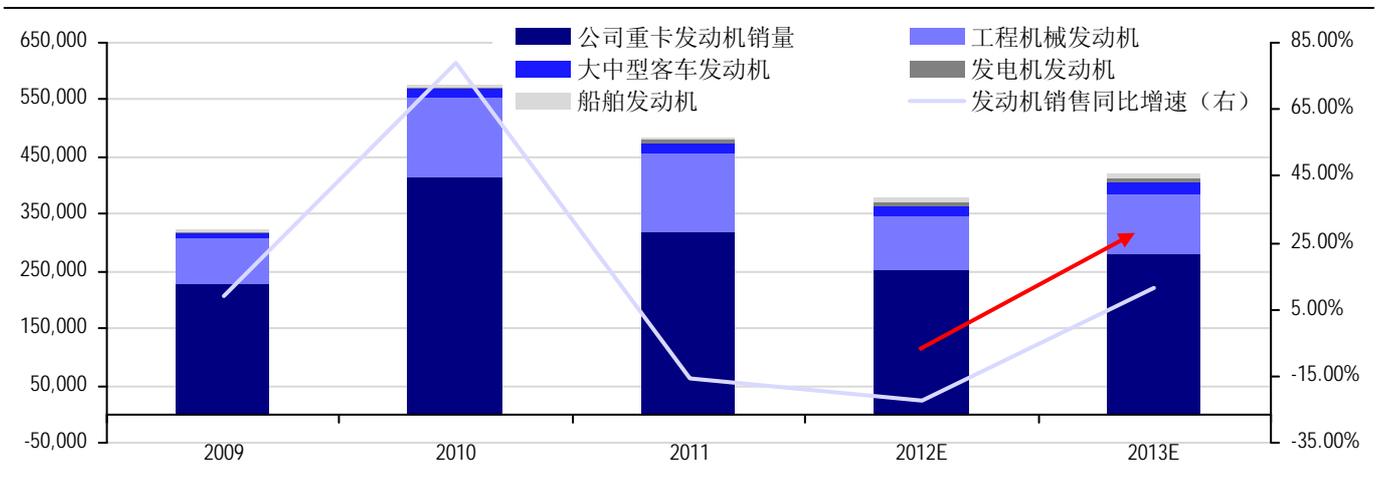
数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图68: 重卡和机械发动机的增长将带动整体发动机增长



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

图69: 重卡和工程机械发动机的增长将带动公司整体发动机销量增长



数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

市场份额: 重卡和装载机发动机市场占有率领先, 并有望维持稳定。 潍柴的重卡发动机市场占有率达到40%, 其中10L发动机产品占比约90%, 12L发动机产品占比约10%左右。在工程机械发动机中, 5吨以上装载机市场占有率达到80%。大中型客车发动机市场占有率达到13%左右。我们认为有四点因素能支持公司保持现有的高市场占有率:

1) 潍柴发动机产品可靠性和低油耗性能明显

同其竞争对手(玉柴、重汽、锡柴、东风康明斯和东风雷诺)相比较, 潍柴发动机的使用寿命和油耗明显优于竞争对手(详情请见下图)。而对于重卡用户来说, 可靠性与油耗是影响其购买决策的关键因素。

2) 潍柴发动机享有较高的客户粘性

由于潍柴发动机在重卡和装载机上的市场占有率很高, 客户对其产品的性能、维修流程和维修提供商都十分熟悉, 所以导致下游用户已经对其产品形成了依赖。我们认为短时间内这种依赖很难改变。

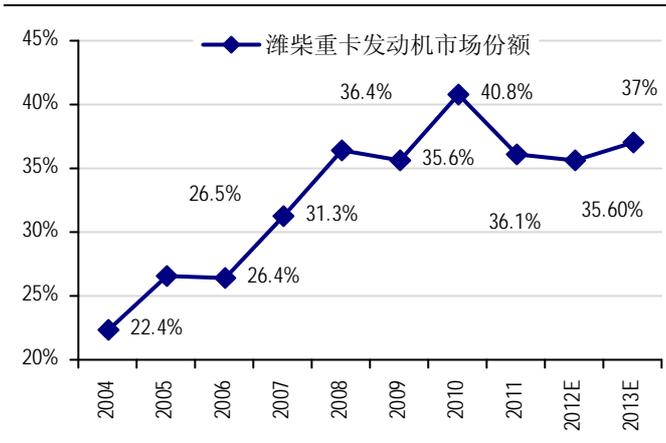
3) 重卡行业不景气将延缓竞争对手自行生产发动机的进程

随着重卡和工程机械需求近两年的萎靡，潍柴发动机业务的竞争对手和一些潜在进入者很难在盈利下滑的阶段大量投入发动机生产线的建设。

4) 下游客户集中度逐年降低，公司对下游掌控力加强

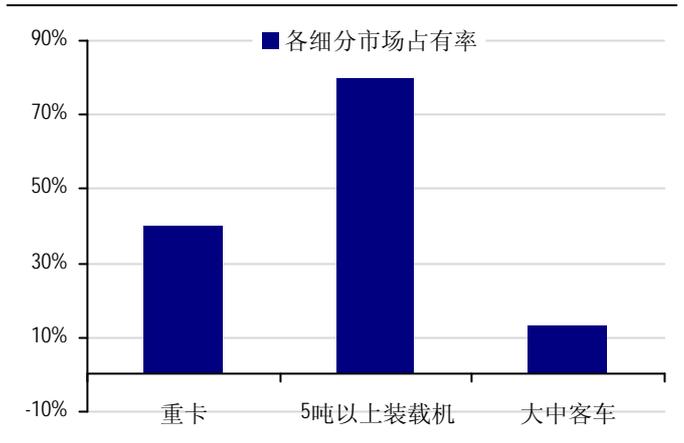
客户集中度有所降低，表明公司对下游客户掌控力度加强，有利于公司分散风险。2009年母公司前五名客户收入占母公司总收入的59.75%，2010年下降到58.87%，2011年更是下降到46.8%。这两方面领先优势使得潍柴发动机能保持目前较高市场份额。

图70: 潍柴重卡发动机市场占有率维持高位



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图71: 潍柴重卡和5吨以上装载机发动机占有率均很高



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图72: 近3年前5大客户收入占公司总收入比例持续下滑

排名	2009		2010		2011	
	企业名称	比例%	企业名称	比例%	企业名称	比例%
1	北汽福田	23.51%	陕西重汽	18.83%	陕西重汽	17.73%
2	陕西重汽	16.76%	北汽福田	17.77%	北汽福田	14.89%
3	青岛解放	9.90%	青岛解放	12.39%	青岛解放	6.98%
4	上汽红岩	4.84%	安徽华菱	5.44%	上汽红岩	4.08%
5	包头北奔	4.74%	上汽红岩	4.44%	山东临工	3.12%
	合计	59.75%	合计	58.87%	合计	46.80%

数据来源：公司数据

图73: 潍柴发动机性能优于竞争对手

企业	发动机型号	油耗	寿命 (万公里)
潍柴	WP10	n/a	120
	WP12	≤187	120
玉柴	YC6M	≤193	80
	YC6MK	≤192	n/a
重汽	D10	≤189	120
	D12	≤188	100
锡柴	CA6D12	≤194	80
	CA6DM	≤190	100
东风康明斯	ISLe	≤195	100
东风雷诺	dCi	≤190	100

数据来源：公司数据

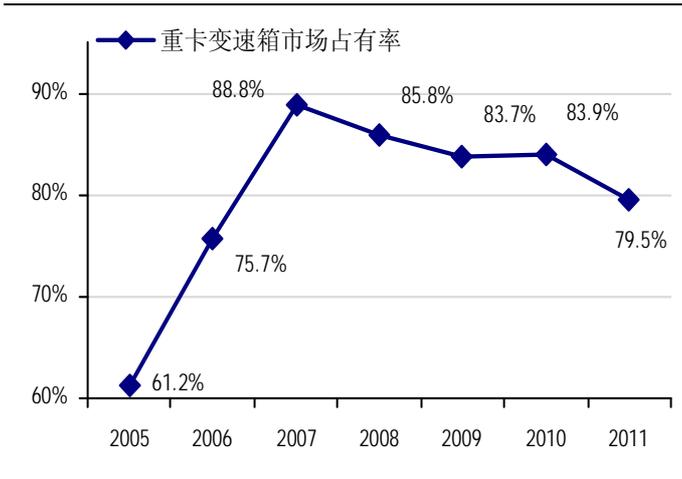
未来看点：多元化发展和新技术革新。公司逐渐改变对于重卡发动机的过度依赖，向船舶和挖掘机发动机市场深入。在船舶发动机领域，公司于2009年收购法国博杜安公司，获得了16L-33L的船用柴油发动机技术；最近又通过控股全球最大豪华游艇制造商意大利法拉帝有限公司，掌控其游艇发动机技术，不断的提升自己在船舶领域的竞争力。在工程机械领域，挖掘机是除装载机外另一个数量规模较大的市场，2011年国内挖机销量接近17.6万辆。潍柴已经在挖掘机领域投入多年，目前公司发动机已为部分本土挖掘机企业进行小批量装配。我们认为随着挖掘机国产化率将逐步提高，以及对国外配件依赖度的降低，挖掘机发动机业务将成为公司未来业务的增长点之一。**在新技术方面，潍柴正逐步推广天然气发动机。**由于汽柴油价格居高不下，天然气重卡正逐渐受到市场追捧，而潍柴具有突出的领先优势。在1999年，公司就联合香港培新成立了潍柴培新气体发动机有限公司，2007年公司又联合加拿大西港公司将培新公司改组成了西港（潍坊）新能源发动机公司。2011年，西港公司营收达到7.1亿元，净利润达3,174万元，增幅均超过100%。我们认为，天然气重卡行业在未来数年内仍将高速增长，潍柴的天然气重卡发动机业务也有望继续快速增长。

变速箱业务：重卡变速器业务领域一家独大，逐渐向客车和工程机械领域拓展

市场份额：陕西法士特在重卡领域领先优势明显。目前国内重型变速器参与者除法士特外，还有綦江齿轮厂、一汽变速厂、东风变速器厂、中国重汽济南桥箱厂、中国重汽集团大同齿轮有限公司、万里扬、杭齿前进等。其中綦江齿轮厂在客车变速器市场占有主导地位，其产品虽与法士特部分重叠，但是重合度并不高，直接竞争程度并不激烈。2011年8月，綦齿与采埃孚的合资谈判中止，进一步巩固了法士特一枝独秀的市场地位。重卡制造商东风、一汽和重汽虽均拥有其内部配套的变速器厂商，但是主要的重卡车型均采用法士特变速器。而万里扬和杭齿前进虽已自主开发出重型变速器，但仍需一定的时间得到市场的肯定。

法士特变速箱的竞争优势较为明显。目前公司产能规模为120万台，2011年销量为70万台，8吨以上重卡变速器市场占有率高达80%，其产销规模数倍于行业其他竞争者。我们认为法士特的竞争优势将很难在短时间内被竞争对手简单复制，公司将在重型变速器市场继续领跑。

图74：法士特变速箱近年市场份额一致维持在高位



数据来源：公司数据

图75：国内变速箱企业竞争格局

公司	隶属母公司	客户	配套对象
法士特	潍柴动力	国内主要重卡制造商	中重卡、客车、工程机械、船舶
重汽大齿	中国重汽	重汽、北汽福田、东风	主要重卡
綦江齿轮传动	綦江齿轮	客车市场占有率有主要市场份额	主要客车
一汽解放变速箱	重庆机电	主要一汽解放	主要重卡
哈尔滨一汽变速箱	一汽集团	一汽集团，部分客车汽车企业	主要重卡，部分客车
东风变速箱	东风汽车	东风集团	卡车、轻客、皮卡、SUV

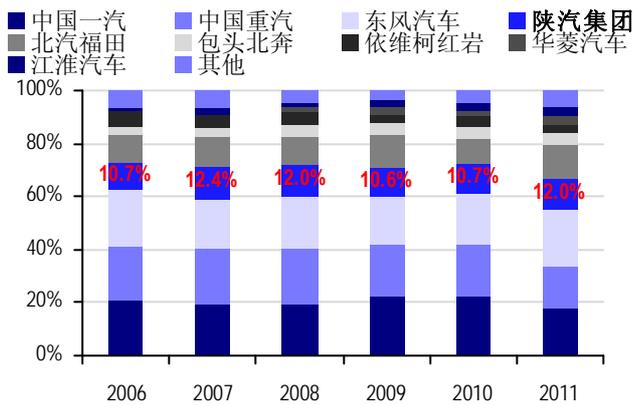
数据来源：公司数据

未来看点：公司积极开拓客车和工程机械变速箱市场。目前法士特变速器产品种类中，90%用于重卡，10%用于客车、中卡、工厂机械等。2011年和2012年重卡行业迎来整合期，重卡销量大幅下滑。终端需求的下滑不可避免的侵蚀了企业的盈利能力。为此公司积极拓展产品范围，立足于中重卡市场，积极拓展客车、工程机械以及船用市场。公司为客车市场量身打造的DS系列变速器产品涵盖了5档和6档，扭矩覆盖400~2400Nm的宽广范围，广泛匹配于公路营运大客车、城市公交、豪华旅游大巴，小中巴等各类客车车型，迅速占领了市场制高点。消费者普遍反应法士特客车变速器操纵性好，换挡轻便，传动平稳，价格适中，完全值得信赖。目前公司变速器产品中重卡与非重卡的比例为9:1，公司未来发展目标是重卡与非重卡用的变速器为5:5。

重卡整车业务：市场份额稳固，将受益于行业销量好转

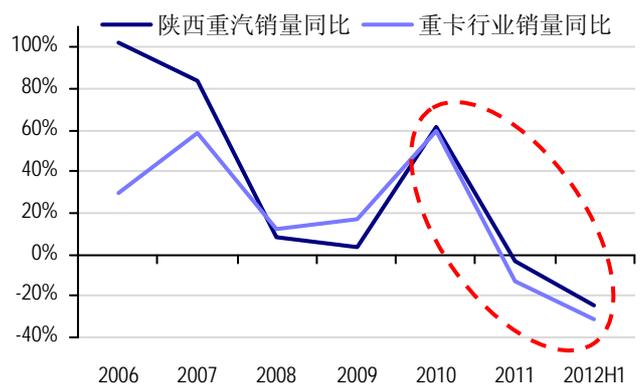
销量及市场份额：陕汽市场份额稳固，销量增速高于行业水平。首先，陕汽重卡动力总成主要由潍柴集团内部供应，不但成本比竞争对手低，而且不会出现供货不足的情况。再者，陕汽借助潍柴集团的技术优势拥有完整黄金动力组合：潍柴发动机+法士特变速箱+汉德车桥。以上两点优势是近几年陕汽市场份额稳步提升并得以保持的基础。目前，公司的行业排名已经上升到第4位。从历史数据上看，在行业处于下滑时，陕汽重卡的销量负增长慢于行业平均水平。究其原因，除了陕汽使用潍柴集团提供的黄金动力组合以外，其重卡产品的低燃油消耗率和大载重能力也是保证公司销量的主要原因。举例来说，陕汽的德龙系列产品最大承载量可达730吨。

图76: 陕汽集团市场占有率稳固



数据来源: 公司数据

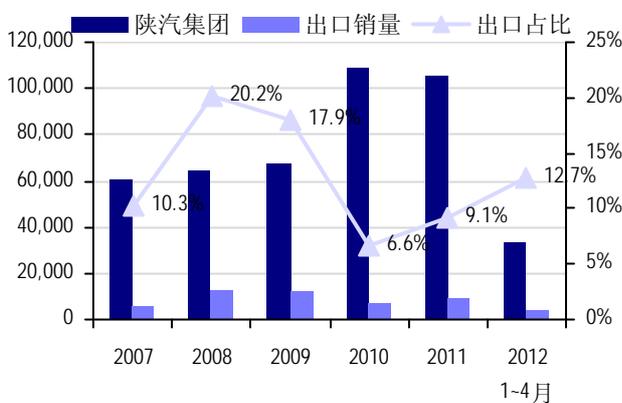
图77: 行业下滑时, 陕汽销量下滑小于行业平均



数据来源: 公司数据

未来看点: 出口表现突出, 天然气重卡增长有望成为新亮点。 陕汽是中国开展重卡出口业务最早的企业之一。由于公司在海外市场已经布局多年, 销售渠道优势较为明显。2011年, 陕西重卡出口9,100余辆, 同比增长39.3%。目前出口销量占比达到12%左右, 已经占到中国重卡出口份额的27%左右。陕汽的天然气重卡业务也有较为明显的领先优势。由于公司位于天然气资源较为丰富的西部地区, 所以较早意识到天然气重卡的商业价值。早在2005年就推出第一辆天然气重卡。据我们了解, 2011年公司天然气重卡销量约为3,000辆, 占有天然气重卡销售的40%左右。2012年上半年LNG发动机的销售量已经与去年全年持平, 约为6,000台, 公司预计年全年LNG发动机销量可达1.5-2万台。

图78: 陕汽出口占销量比例不断提升



数据来源: 公司数据

图79: 陕汽出口占中国重卡出口份额有所提升



数据来源: 公司数据

表8: 重要重卡企业LNG重卡销售情况和产能规划

重卡企业	2012年销售情况	2015E产能（台）
陕西重汽	1-6月LNG3000台	100000
北方奔驰	1-5月LNG重卡1108台，增长55.7%	100000
北汽福田	1-6月重卡销售47799，LNG重卡105台	100000
中国重汽	上半年销售2000辆，预计全年超过4000辆	未知
重庆红岩	未知	40000
安徽华菱	1-3月LNG400，预计全年产销量1000辆	未知
安徽江淮	未知	100000
LNG重卡合计（台）	预计2012年1-6月销量超过8000台	450000

数据来源：公司资料、瑞银证券估算

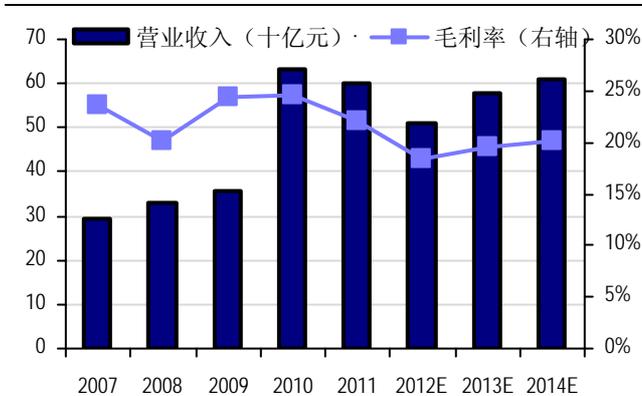
财务状况

利润表

我们预计潍柴2012年盈利能力将大幅下滑，主要由于重卡行业销量陷入连续两年负增长。具体表现为：收入下滑15.4%至508亿；净利润下滑34.6%至36.6亿元；毛利率下滑2.4个百分点至19.6%；净利率下滑2.1个百分点至7.2%。

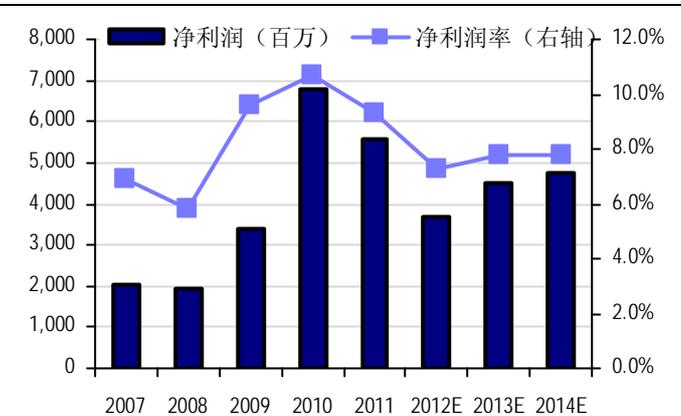
我们预计公司2013/2014经营将有好转，主要受益于预期行业反弹以及公司在行业中的主导市场地位。我们预计2013/2014 收入分别增长13.5%/9.8% 至576亿/633亿，净利润增长22.1%/22.7% 至44.7亿/55.7亿，毛利率增长至20.7%/21.9%，净利率增长至7.7%/8.8%。

图80:公司收入和毛利率走势



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图81:公司净利润和净利润率走势



数据来源：公司数据、瑞银证券估算

主营业务收入分析

潍柴动力的主要收入来自于发动机业务和重卡整车业务。我们预计2012年至2014年，发动机业务的收入占所有收入的比例依次为37%、36%和38%；而重卡整车的收入占所有收入的比例依次为47%、48%和46%。

表9:潍柴动力主营业务收入分析（单位：百万元，除非另有注明）

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
销量（单位：辆）						
EGR	128,000	248,400	198,720	135,757	122,245	60,594
共轨欧III	98,170	165,600	119,680	111,074	149,410	242,377
重卡发动机销量合计	226,170	414,000	318,400	246,831	271,655	302,971
工程机械发动机	82,125	141,000	139,100	97,370	107,107	117,818
大型客车发动机	9,218	15,420	15,900	17,490	20,114	23,131
发电机发动机	811	2,181	8,000	7,200	7,920	8,712
船舶用发动机	4,082	3,581	4,000	4,400	4,840	5,324
发动机销量合计	322,406	576,182	485,400	373,291	411,636	457,955
变速器销量合计	532,049	852,000	701,200	574,984	661,232	694,293
重卡销量合计	58,498	102,372	100,300	80,240	92,276	97,813
平均价格（元/辆）						
发动机	49,294	49,990	51,693	53,792	56,000	59,111
变速器	11,790	12,606	13,079	13,733	14,145	14,145
重卡	219,409	235,318	246,371	251,298	256,324	261,451
收入（单位：百万元）						
发动机	12,973	23,664	19,964	15,858	17,960	21,309
变速器	5,583	9,450	7,859	6,794	8,048	8,437
重卡	12,835	24,090	24,711	20,164	23,653	25,573
主营业务收入合计	31,392	57,204	52,534	42,816	49,660	55,320

数据来源：公司数据、瑞银证券估算

表10: 潍柴动力利润表分析 (单位: 百万元, 除非另有注明)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	35,525	63,280	60,019	50,806	57,650	63,310
YOY%	7.2%	78.1%	-5.2%	-15.4%	13.5%	9.8%
营业成本	26,867	47,704	46,807	40,847	45,732	49,436
毛利润	8,658	15,576	13,213	9,959	11,918	13,873
期间费用	4,023	6,310	6,170	5,132	5,960	6,421
EBIT	4,635	9,265	7,043	4,828	5,958	7,452
YOY%		99.9%	-24.0%	-31.5%	23.4%	25.1%
财务费用	147	95	31	59	18	-33
投资收益	40	75	158	13	14	14
其他收益	152	151	249	250	190	160
税前利润	4,680	9,397	7,419	5,032	6,143	7,659
YOY%	70.7%	100.8%	-21.1%	-32.2%	22.1%	24.7%
所得税	732	1,398	1,099	803	981	1,223
少数股东损益	540	1,217	723	569	695	867
净利润	3,407	6,782	5,597	3,660	4,467	5,569
YOY%	76.4%	99.0%	-17.5%	-34.6%	22.1%	24.7%
基本每股收益	4.09	4.07	3.36	1.83	2.23	2.79
比率分析 (%)						
毛利率	24.4%	24.6%	22.0%	19.6%	20.7%	21.9%
期间费用率	11.3%	10.0%	10.3%	10.1%	10.3%	10.1%
营业利润率	12.7%	14.6%	11.9%	9.4%	10.3%	11.8%
税前利润率	13.2%	14.8%	12.4%	9.9%	10.7%	12.1%
有效税率	15.6%	14.9%	14.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润率	9.6%	10.7%	9.3%	7.2%	7.7%	8.8%

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

资产负债表

我们预计公司未来的流动比率和负债率都将向有利的方向发展，其中流动比率将从2011年的145.2%升高至2014年的177.12%，资产负债率将从2011年的53.04%下降至2014年的43.71%。

表11: 潍柴动力资产负债表分析（单位：百万元，除非另有注明）

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	25,123	37,689	42,709	41,813	47,861	54,688
货币资金	6,578	11,159	16,613	19,538	23,238	27,821
应收账款	3,321	4,578	4,738	4,010	4,551	4,997
存货	5,807	8,793	10,358	8,935	9,498	10,267
其他流动资产	2	5	738	624	708	778
非流动资产	11,095	14,471	18,836	20,620	22,096	23,335
固定资产	7,016	7,841	9,653	11,373	12,791	13,913
在建工程	1,207	2,409	5,104	4,963	4,872	4,812
长期股权投资	287	1,068	956	969	983	997
其他非流动资产	4	20	0	0	0	0
总资产	36,218	52,160	61,545	62,432	69,957	78,022
流动负债	17,672	25,359	29,413	26,072	28,801	30,876
应付账款	8,382	13,138	13,079	11,414	12,779	13,814
短期借款	1,042	545	1,541	1,541	1,541	1,541
预收款项	747	1,166	883	747	848	931
非流动负债:	2,884	3,431	3,228	3,228	3,228	3,228
长期借款	942	955	352	352	352	352
其他非流动负债	23	48	79	79	79	79
少数股东权益	3,907	4,855	5,999	6,568	7,264	8,131
权益	15,661	23,370	28,903	33,132	37,928	43,917
实收资本或股本	833	1,666	1,666	1,999	1,999	1,999
其他	14,828	21,704	27,237	31,132	35,929	41,918
负债+权益	36,218	52,160	61,545	62,432	69,957	78,022
比率分析:						
流动比率%	142.16%	148.62%	145.20%	160.37%	166.18%	177.12%
资产负债率%	56.76%	55.20%	53.04%	46.93%	45.78%	43.71%
ROE%	28.99%	36.63%	24.44%	13.78%	14.57%	15.56%

数据来源：公司数据、瑞银证券估算

现金流量表

潍柴动力在过去几年一直产生良好的经营性现金流和自由现金流，显示了其有利的市场地位和健康的财务状况。同其他资金回笼较困难的重卡和工程机械生产企业相比较，这一点显得尤为突出。我们预计随着公司业绩的改善，2013/2014经营性现金流将增长至764万/860万。

表12: 潍柴动力经营性现金流分析（单位：千元，除非另有注明）

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	3,948	7,999	6,320	4,229	5,162	6,436
加: 资产减值损失	430	506	19	-61	114	109
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	838	1,164	1,338	1,658	1,970	2,284
无形资产摊销	30	38	40	76	95	115
长期待摊费用摊销	70	99	78	10	45	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	7	-18	-15	0	0	0
固定资产报废损失	1	-1	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	-4	0	0	0	0
财务费用	195	180	233	42	1	-50
投资损失	-40	-71	-158	-13	-14	-14
递延所得税资产减少	-98	-384	78	0	0	0
递延所得税负债增加	-2	1	-1	0	0	0
存货的减少	-15	-3,206	-1,635	1,366	-590	-806
经营性应收项目的减少	-4,019	-6,450	-1,689	2,516	-1,873	-1,546
经营性应付项目的增加	3,804	10,908	2,513	-3,341	2,728	2,076
经营活动产生现金流净额	2,439	8,703	5,953	6,482	7,641	8,603

数据来源：公司数据、瑞银证券估算

杜邦分析

我们认为即便在负债率降低的情况下，公司2013/2014的ROE也将有所提高，主要得益于净利率的提升。我们预计净利率将从2012年的7.2%上升1.6个百分点至2014年的8.8%。我们认为净利率的增长主要是基于以下几个方面：1) 公司毛利润的主要贡献者为发动机业务，重卡发动机又占了发动机业务的70%。随着排放标准的升级，大马力和大功率产品已经成为未来重卡发动机发展的趋势，我们认为公司作为行业的龙头将充分受益于产品升级，其销售有望保持增长；2) 公司对上下游都具有较强的议价能力，成本可控，期间费用率一直保持稳定，其良好的成本控制能力将促使公司净利率未来保持提升。

表13: 公司ROE的提升主要源于销售净利率的提升

杜邦分析	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净资产回报率(ROE)	29.0%	36.6%	24.4%	13.8%	14.6%	15.6%
销售净利率	9.6%	10.7%	9.3%	7.2%	7.7%	8.8%
资产周转率(次)	0.98	1.21	0.98	0.81	0.82	0.81
权益乘数	3.08	2.82	2.69	2.35	2.28	2.18

数据来源：公司数据、瑞银证券估算

目标价推导

我们采用DCF估值法推导出公司的目标价为23.6元，并通过瑞银VCAM工具来预测影响公司长期估值的因素，我们将WACC设定为8.7%。

表9: 潍柴动力[000338.SZ] 瑞银VCAM估值摘要

相对年 财年	+1E 2012E	+2E 2013E	+3E 2014E	+4E 2015E	+5E 2016E	+6E 2017E	+7E 2018E	+8E 2019E	+9E 2020E	+10E 2021E
息税前利润	4,828	5,958	7,452	8,156	8,875	9,605	8,743	7,688	6,423	4,932
折旧及摊销*	1,744	2,111	2,399	2,734	3,073	3,334	3,582	3,844	4,119	4,407
资本支出	(3,514)	(3,574)	(3,623)	(3,669)	(3,714)	(3,969)	(4,265)	(4,576)	(4,903)	(5,246)
运营资本变动	1,191	(205)	(609)	(449)	(448)	(481)	(245)	(235)	(223)	(208)
所得税(营运)	(772)	(953)	(1,192)	(1,305)	(1,420)	(1,537)	(1,596)	(1,576)	(1,461)	(1,233)
其他	276	(205)	(170)	(158)	(156)	(168)	(177)	(187)	(196)	(206)
自由现金流	3,753	3,132	4,256	5,310	6,209	6,784	6,042	4,957	3,758	2,445
增长		-16.5%	35.9%	24.8%	16.9%	9.3%	-10.9%	-18.0%	-24.2%	-34.9%

估值		长期假设值			加权平均资本成本		
项目	值	相对年	+10E	+15E	+25E	项目	值
明计现金流现值	31,271	销售额增长	7.0%	5.0%	4.0%	无风险利率	3.30%
期末价值(第15年)现值	5,702	息税前利润率	4.7%	1.5%	2.0%	权益风险溢价	5.0%
企业价值	36,973	资本支出/销售收入	5.0%	5.0%	5.0%	贝塔系数	1.11
占永续价值百分比	15%	投资资本回报率	11.6%	4.0%	5.5%	债务/权益比	12.6%
联营公司及其他	1,449	估值对应指标			边际税率	25.0%	
-少数股东权益	6,388	财年	2012E	2013E	1年预期	权益成本	8.8%
现金盈余**	16,999	企业价值 / 息税折旧摊销前利润	5.6x	4.6x	4.9x	债务成本	4.9%
-债务***	5,281	企业价值 / 息税前利润	7.7x	6.2x	6.6x	WACC	8.8%
权益价值	43,752	自由现金流收益率	10.2%	8.5%	9.0%	期末假设值	
已发行股数[m]	1,999.3	市盈率(现值)	12.0x	9.8x	10.4x	VCH(年数)	15
每股权益价值(Rmb/股)	21.90	市盈率(目标)	12.9x	10.6x	11.2x	对应的自由现金流增长	8.8%
权益成本	8.8%					投资资本回报率增幅	8.7%
股息收益率	1.2%					企业价值 / 息税折旧摊销前利润	2.2x
1年期目标价(Rmb/股)	23.60						

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

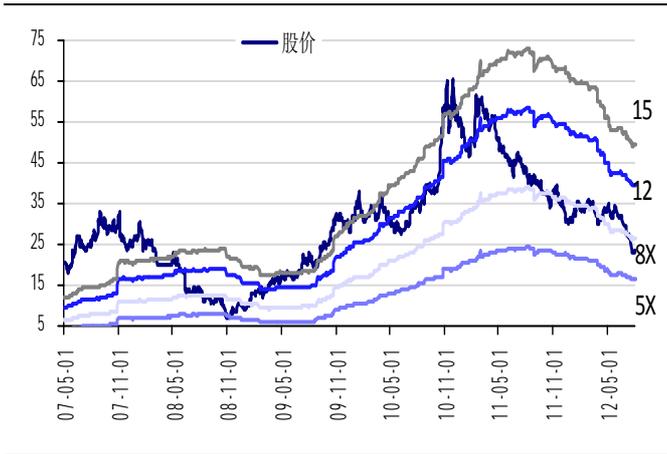
** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

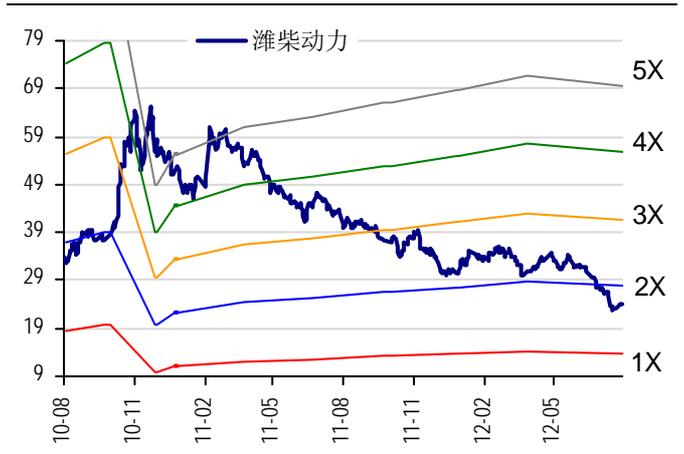
我们23.6元的目标价对应公司2012年市盈率约为12.9倍；2013年市盈率约为10.6倍。从历史角度看，该公司过去两年的12个月动态市盈率区间在5x~15x，我们目标价对应的市盈率水平处于公司历史估值中枢。从行业角度看，我们在A股选取了7家卡车和柴油发动机制造类公司，其2012年平均市盈率为12.1倍，接近我们设定的目标价所对应的2012年12.9倍市盈率。由于我们预测的潍柴2013年净利润增长率为22.1%，2013年ROE为14.6%，均略高于行业平均水平（18.6%和13.9%），我们认为潍柴目标价所对应的估值水平较为合理。

图82:潍柴动力历史市盈率估值区间



数据来源: Bloomberg

图83:潍柴动力历史市净率区间



数据来源: 万得资讯

表14: A股柴油发动机行业估值表

公司名称	股价人民币	EPS (元)					PE				净利润增长率				ROE			
		2010	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E
潍柴动力	17.10	3.39	2.80	1.83	2.23	2.79	6.1	9.3	7.7	6.1	-17.5%	-34.6%	22.1%	24.7%	24.4%	13.8%	14.6%	15.6%
江铃汽车	14.56	1.98	2.17	2.47	2.97	3.28	6.7	5.9	4.9	4.4	9.3%	13.8%	20.5%	10.4%	27.8%	26.6%	26.8%	25.0%
福田汽车	6.16	1.73	0.55	0.92	0.77	0.74	11.3	6.7	8.0	8.4	-30.0%	123.5%	-16.5%	-3.7%	13.6%	21.8%	14.8%	12.5%
江淮汽车	4.41	0.90	0.48	0.49	0.61	0.68	9.2	9.0	7.3	6.4	-46.9%	2.0%	24.3%	12.5%	11.1%	10.2%	11.9%	13.0%
东风汽车	2.77	0.29	0.23	0.19	0.30	0.40	12.0	14.6	9.2	6.8	-18.7%	-18.3%	58.2%	34.9%	7.8%	4.9%	9.1%	9.6%
全柴动力	8.22	0.33	0.09	0.45	0.49	0.49	91.3	18.1	16.8	16.8	-72.7%	403.3%	7.9%	0.0%	2.5%	11.2%	10.8%	9.8%
潍柴重机	8.00	0.79	0.69	0.38	0.43	0.50	11.6	21.0	18.6	15.9	-12.7%	-44.9%	13.3%	16.8%	18.8%	8.8%	9.1%	9.5%
行业平均							21.2	12.1	10.4	9.3	-27.0%	63.5%	18.6%	13.7%	15.2%	13.9%	13.9%	13.6%

注: 中国重汽、潍柴动力采用瑞银证券估算, 其他采用彭博一致预期。股价数据截止2012-08-31。

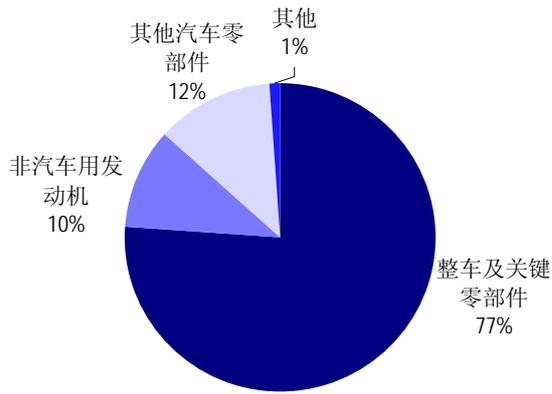
数据来源: 万得、瑞银证券估算

公司背景

潍柴动力股份有限公司是在原潍坊柴油机厂的基础上联合境内外投资者设立的大型汽车零部件企业集团, 公司先后在香港和深圳证券交易所上市。山东省国资委全资持有的潍柴控股拥有潍柴动力有限公司14.9%的股权。

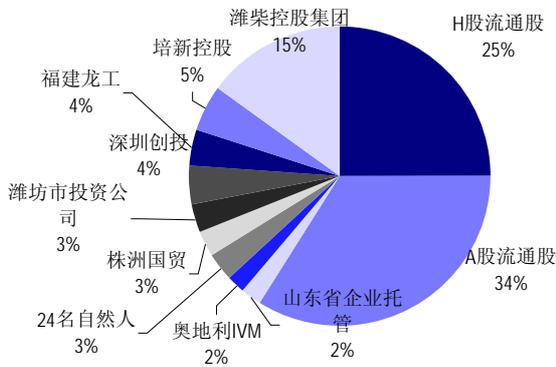
公司拥有重卡业动力总成(发动机+变速箱+车桥)、整车、其他零部件三大核心板块, 公司的这三大业务板块在各自的细分领域具有较高的市场地位。2011年, 公司整车及关键零部件销售收入占据了公司总收入的76%, 是公司的主要利润来源。其中重卡用发动机销售31.84万台, 在总质量14吨以上重卡市场占有率达到36.16%, 继续引领重卡配套市场; 陕西重汽全年销售重卡10.03万辆, 继续跑赢行业; 控股子公司陕西法士特销售变速器70.12万台, 继续保持行业领先地位。

图84: 主营业务收入拆分



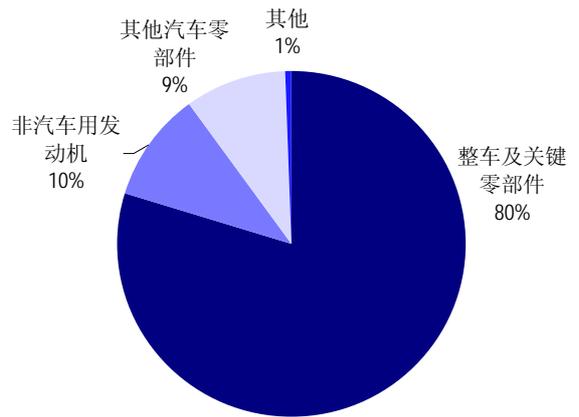
数据来源: 公司数据

图86: 潍柴动力股权结构图



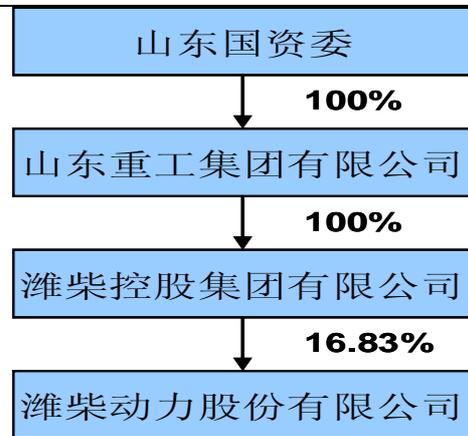
数据来源: 公司数据

图85: 主营业务毛利拆分



数据来源: 公司数据

图87: 潍柴动力股权结构图



数据来源: 公司数据

潍柴动力 A

损益表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业收入	29,261	33,128	35,525	63,280	60,019	50,806	-15.4	57,650	13.5	63,310	9.8
营业费用 (不含折旧)	(25,042)	(29,344)	(29,952)	(52,714)	(51,520)	(44,234)	-14.1	(49,581)	12.1	(53,459)	7.8
息税折旧摊销前利润 (UBS)	4,219	3,783	5,573	10,565	8,499	6,572	-22.7	8,069	22.8	9,851	22.1
折旧	(670)	(846)	(939)	(1,300)	(1,456)	(1,744)	19.8	(2,111)	21.0	(2,399)	13.6
营业利润 (息税前利润, UBS)	3,549	2,937	4,635	9,265	7,043	4,828	-31.5	5,958	23.4	7,452	25.1
其他盈利和联营公司盈利	(36)	90	192	227	406	263	-35.2	204	-22.7	174	-14.6
净利息	(236)	(286)	(147)	(95)	(31)	(59)	93.0	(18)	-68.9	33	-
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	3,278	2,741	4,680	9,397	7,419	5,032	-32.2	6,143	22.1	7,659	24.7
税项	(480)	(329)	(732)	(1,398)	(1,099)	(803)	-26.9	(981)	22.1	(1,223)	24.7
税后利润	2,798	2,412	3,948	7,999	6,320	4,229	-33.1	5,162	22.1	6,436	24.7
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(779)	(480)	(540)	(1,217)	(723)	(569)	-21.3	(695)	22.1	(867)	24.7
净利润 (本地会计准则)	2,019	1,931	3,407	6,782	5,597	3,660	-34.6	4,467	22.1	5,569	24.7
净利润 (UBS)	2,019	1,931	3,407	6,782	5,597	3,660	-34.6	4,467	22.1	5,569	24.7
税率 (%)	15	12	16	15	15	16	7.8	16	0.0	16	0.0
不计非正常项目税率 (%)	14	12	16	15	15	16	5.8	16	0.0	16	0.0
每股 (Rmb)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
每股收益 (本地会计准则)	1.01	0.97	1.70	3.39	2.80	1.83	-34.6	2.23	22.1	2.79	24.7
每股收益 (UBS)	1.01	0.97	1.70	3.39	2.80	1.83	-34.6	2.23	22.1	2.79	24.7
每股股息净值	0.11	0.05	0.20	0.36	0.00	0.18	-	0.22	22.1	0.28	24.7
每股现金收益	1.34	1.39	2.17	4.04	3.53	2.70	-23.4	3.29	21.7	3.99	21.1
每股账面净值	3.19	4.00	5.88	9.26	11.46	13.29	16.0	15.34	15.4	17.90	16.7
资产负债表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
有形固定资产净值	5,276	6,034	7,016	7,841	9,653	11,373	17.8	12,791	12.5	13,913	8.8
无形固定资产净值	1,152	1,115	1,449	1,457	1,694	1,895	11.9	2,077	9.6	2,240	7.8
净营运资本 (包括其他资产)	1,983	313	4,254	5,205	4,973	4,341	-12.7	3,825	-11.9	3,933	2.8
其他负债	(129)	(449)	(661)	(1,191)	(189)	(189)	0.0	(189)	0.0	(189)	0.0
运营投入资本	8,281	7,013	12,059	13,312	16,131	17,421	8.0	18,505	6.2	19,897	7.5
投资	333	530	764	1,714	1,440	1,453	0.9	1,467	0.9	1,481	0.9
运用资本总额	8,614	7,543	12,823	15,025	17,571	18,874	7.4	19,972	5.8	21,377	7.0
股东权益	6,381	7,998	11,755	18,515	22,903	26,563	16.0	30,665	15.4	35,787	16.7
少数股东权益	3,026	3,329	3,907	4,855	5,999	6,568	9.5	7,264	10.6	8,131	11.9
总股东权益	9,408	11,326	15,661	23,370	28,903	33,132	14.6	37,928	14.5	43,917	15.8
净债务 / (现金)	(793)	(3,783)	(2,839)	(8,345)	(11,332)	(14,257)	25.8	(17,957)	25.9	(22,540)	25.5
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	8,614	7,543	12,823	15,025	17,571	18,874	7.4	19,972	5.8	21,377	7.0
现金流量表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	3,549	2,937	4,635	9,265	7,043	4,828	-31.5	5,958	23.4	7,452	25.1
折旧	670	846	939	1,300	1,456	1,744	19.8	2,111	21.0	2,399	13.6
营运资本变动净值	(1,576)	655	(230)	1,252	(811)	541	-	265	-51.0	(277)	-
其他 (经营性)	376	(1,948)	(2,025)	(1,622)	(606)	231	-	306	32.1	219	-28.5
经营性现金流 (税前/息前)	3,018	2,490	3,318	10,195	7,082	7,345	3.7	8,640	17.6	9,793	13.3
收到 / (支付) 利息净值	(236)	(286)	(147)	(95)	(31)	(59)	93.0	(18)	-68.9	33	-
已付股息	(397)	(395)	(475)	(755)	(1,135)	(42)	-96.27	(366)	765.63	(447)	22.07
已缴付税项	(480)	(329)	(732)	(1,398)	(1,099)	(803)	-26.9	(981)	22.1	(1,223)	24.7
资本支出	(1,415)	(1,683)	(1,347)	(1,813)	(3,421)	(3,514)	2.7	(3,574)	1.7	(3,623)	1.4
并购/处置净值	(41)	(253)	(6)	(340)	(118)	0	-	0	-	0	-
其他	(738)	(395)	(335)	(846)	(418)	(306)	-26.9	(493)	61.2	(643)	30.4
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	526	(460)	624	5,941	1,177	2,926	148.5	3,699	26.4	4,583	23.9
外汇/非现金项目	586	3,450	(1,569)	(434)	1,809	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	1,112	2,990	(945)	5,506	2,987	2,926	-2.0	3,699	26.4	4,583	23.9
核心息税折旧摊销前利润	4,219	3,783	5,573	10,565	8,499	6,572	-22.7	8,069	22.8	9,851	22.1
维护资本支出	(283)	(337)	(269)	(363)	(684)	(647)	-5.4	(659)	1.8	(669)	1.5
维护营运资本净支出	(315)	131	(46)	250	(162)	108	-	53	-51.0	(55)	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	3,620	3,578	5,258	10,453	7,653	6,033	-21.2	7,463	23.7	9,126	22.3

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

公司概况

潍柴动力是国内最大的重型柴油发动机制造商，产品主要供应国内卡车和建筑机械制造商。2006年9月，潍柴动力提出并购湘火炬汽车集团（英文简称“TAGC”）方案，后者持有陕西法士特齿轮（国内最大的重卡传动系统制造商）51%、陕西汉德车桥（国内领先的重卡车桥制造商）94%及陕西重卡（国内第四大重卡制造商）51%的股权。

估值 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
市盈率 (本地会计准则)	13.7	9.5	13.4	9.7	8.0	6.4
市盈率 (UBS)	13.7	9.5	13.4	9.7	8.0	6.4
股价/每股现金收益	10.5	8.0	10.6	6.6	5.4	4.5
净股息收益率 (%)	0.6	1.1	0.0	1.0	1.3	1.6
市净率	4.0	3.5	3.3	1.3	1.2	1.0
企业价值/营业收入 (核心)	0.9	0.8	1.1	0.5	0.4	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	5.9	4.8	7.6	4.0	2.9	2.0
企业价值/息税前利润 (核心)	7.0	5.5	9.2	5.4	3.9	2.6
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	6.3	4.9	8.4	4.3	3.1	2.1
企业价值/运营投入资本	3.7	4.0	4.4	1.6	1.3	1.0

企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
平均市值	56,341	71,430	35,264	35,264	35,264
+ 少数股东权益	4,855	5,999	6,568	7,264	8,131
+ 平均净债务 (现金)	(8,345)	(11,332)	(14,257)	(17,957)	(22,540)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(1,714)	(1,440)	(1,453)	(1,467)	(1,481)
核心企业价值	51,137	64,658	26,122	23,104	19,374

增长率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	19.7	78.1	-5.2	-15.4	13.5	9.8
息税折旧摊销前利润 (UBS)	19.1	89.6	-19.6	-22.7	22.8	22.1
息税前利润 (UBS)	18.7	99.9	-24.0	-31.5	23.4	25.1
每股收益 (UBS)	29.0	99.0	-17.5	-34.6	22.1	24.7
每股现金收益	27.3	86.0	-12.7	-23.4	21.7	21.1
每股股息净值	-	79.2	-	-	22.1	24.7
每股账面净值	37.6	57.5	23.7	16.0	15.4	16.7

利润率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税折旧摊销前利润/营业收入	14.5	16.7	14.2	12.9	14.0	15.6
息税前利润/营业收入	12.1	14.6	11.7	9.5	10.3	11.8
净利润 (UBS) /营业收入	8.5	10.7	9.3	7.2	7.7	8.8

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	53.2	73.0	47.8	28.8	33.2	38.8
税后投资资本回报率	-	62.1	40.6	24.2	27.9	32.6
净股东权益回报率	34.7	44.8	27.0	14.8	15.6	16.8

偿付比率	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	9.5	-	10.0	10.0	10.0
股息支付率 (% , UBS 每股收益)	-	10.6	-	10.0	10.0	10.0
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	NM	NM

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入/运营投入资本	4.3	5.0	4.1	3.0	3.2	3.3
营业收入/固定资产	5.6	7.1	5.8	4.1	4.1	4.1
营业收入/净营运资本	73.1	30.6	NM	NM	NM	NM

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
经营性自由现金流/息税前利润	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.2
资本支出/营业收入 (%)	4.4	2.9	5.7	6.9	6.2	5.7
资本支出/折旧	1.9	1.4	2.3	2.0	1.7	1.5

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净债务/总权益	(40.1)	(45.1)	(49.5)	(53.7)	(58.6)	(63.0)
净债务/ (净债务 + 权益)	(67.0)	(82.1)	(97.9)	NM	NM	NM
净债务 (核心) / 企业价值	(14.2)	(16.3)	(17.5)	(54.6)	(77.7)	NM

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2012年09月06日16时34分的股价 (Rmb17.80) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

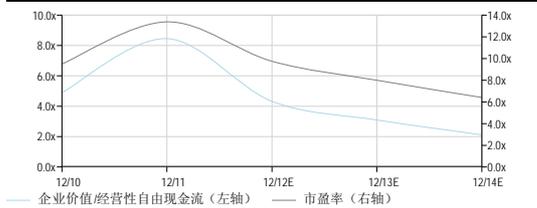
陈实

分析师
S1460511070002
shi.chen@ubssecurities.com
+86-213-866 8854

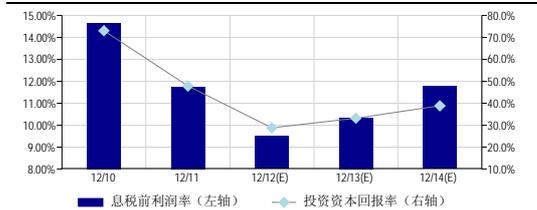
邹天龙

分析师
S1460512070001
tianlong.zou@ubssecurities.com
+8610-5832 8775

价值 (企业价值/经营性自由现金流与市盈率)



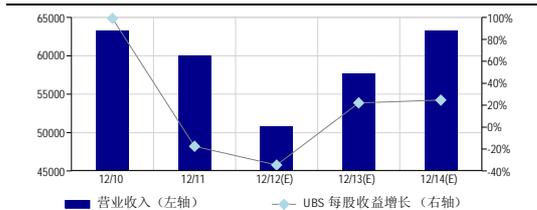
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长 (UBS每股收益)





UBS Investment Research

中国重汽

首次覆盖：公司盈利面临挑战

■ 销量大幅下滑拖累公司业绩

我们预计公司2012年销量下滑26%，幅度略大于行业销量下滑的25%。疲弱的销售将使公司已处历史低位的盈利雪上加霜，在销售数据未出现明显好转之前，我们预计公司未来业绩将继续承压。

■ 销量下滑源于工程类重卡需求疲软

受到房地产调控和基建活动放缓的影响，工程类重卡需求的疲软导致公司重卡销量的大幅下滑。2011年工程类重卡整体销量下滑14%，而公司同类产品下滑高达46%。由于客户改变对公司产品的定位需要一段时间，我们预计公司工程类重卡销量下滑还会持续。

■ 出口是公司业绩仅有亮点之一

公司重卡产品已远销世界96个国家和地区，其出口量连续多年位居中国重卡行业首位。2012年上半年，中国重汽出口订单突破18,000辆，同比增长36%；出口业务收入（进出口公司）26.32亿元，同比增长27.32%。在国内需求萎靡的情况下，海外需求成为公司业绩为数不多的亮点之一。

■ 首次覆盖给予目标价10.3元，评级为“中性”

我们预计2012年公司净利润同比下降87%至4,610万元，对应12年EPS为0.11元。我们的目标价是基于瑞银VCAM贴现现金流模型（WACC为8.3%），对应公司2012年PB约为1.16倍，接近公司上市以来的历史最低水平，略低于行业1.2倍的平均水平。我们认为，公司目前股价将受其账面价值的支撑，但是股价上行空间受制于较低的盈利能力和催化剂的缺乏。

重要数据 (Rmb百万)	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	28,904	26,059	19,675	21,269	24,544
息税前利润 (UBS)	1,236	1,036	410	476	738
净利润 (UBS)	334	362	46	84	238
每股收益 (UBS, Rmb)	0.80	0.86	0.11	0.20	0.57
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.25	0.17	0.02	0.07	0.12

盈利能力和估值	五年历史均值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润率 (%)	4.7	4.0	2.1	2.2	3.0
ROIC (EBIT) %	28.2	15.7	5.7	6.4	9.4
EV/EBITDA (core) x	9.9	8.8	9.9	8.9	7.0
市盈率 (UBS) (x)	24.2	22.8	87.8	48.3	17.0
净股息收益率 (%)	0.6	0.9	0.2	0.7	1.2

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2012年09月06日16时34分的股价 (Rmb9.65) 得出；

陈实
分析师
S1460511070002
shi.chen@ubssecurities.com
+86-213-866 8854

邹天龙
分析师
S1460512070001
tianlong.zou@ubssecurities.com
+8610-5832 8775

全球证券研究报告

中国

汽车制造业

12个月评级 **中性**
之前：未予评级

12个月目标价 **Rmb10.30/US\$1.62**

股价 **Rmb9.65/US\$1.52**

路透代码: 000951.SZ 彭博代码000951 CH

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围	Rmb17.18-9.49/US\$2.71-1.50
市值	Rmb4.05十亿/US\$0.64十亿
已发行股本	419百万 (ORDA)
流通股比例	35%
日均成交量 (千股)	974
日均成交额 (Rmb 百万)	Rmb11.0

资产负债表数据 12/12E

股东权益	Rmb3.72十亿
市净率 (UBS)	1.1x
净现金 (债务)	(Rmb3.05十亿)

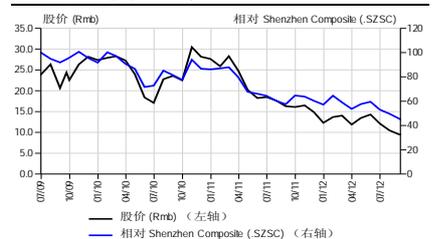
预测回报率

预测股价涨幅	+6.7%
预测股息收益率	0.6%
预测股票回报率	+7.3%
市场回报率假设	8.3%
预测超额回报率	-1.0%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/12E		12/11 实际
	从	到市场预测	
Q1	-	0.03	- 0.22
Q2	-	0.06	- 0.50
Q3E	-	0.00	- 0.19
Q4E	-	0.01	- (0.05)
12/12E	-	0.11	-
12/13E	-	0.20	-

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

投资主题

我们首次覆盖中国重汽，给予“中性”评级，主要原因在于：1) 工程类重卡下滑幅度大于物流类重卡，公司市场份额可能会继续萎缩；2) 中国重汽较低的盈利能力将限制其市场促销力度，从而进一步影响销量。

■ 销量大幅下滑拖累公司业绩

我们预计公司2012年销量下滑26%，幅度将略大于行业销量下滑的25%。由于公司身处资本密集、劳动密集、固定成本高的重卡制造业，业绩弹性较大。疲弱的销售将使其已处历史低位的盈利雪上加霜，在销售数据未出现明显好转之前，我们预计公司未来业绩将继续承压。

■ 销量下滑源于工程类重卡需求疲软

公司的工程类重卡销售占比较高，且在市场上有一定知名度。受到房地产调控和基建活动放缓的影响，工程类重卡需求疲软导致公司重卡销量大幅下滑。2011年工程类重卡整体销量下滑14%，而公司同类产品下滑高达46%。由于客户改变对公司产品的定位需要一段时间，我们预计公司工程类重卡销量下滑还会持续。

■ 出口是公司业绩仅有亮点之一

公司重卡产品已远销世界96个国家和地区，其出口量连续多年位居中国重卡行业首位。2012年上半年，中国重汽出口订单突破18,000辆，同比增长36%；出口业务收入（进出口公司）26.32亿元，同比增长27.32%。在国内需求萎靡的情况下，海外需求成为公司业绩为数不多的亮点之一。

■ 12年盈利大幅下降，股价受到账面价值的支撑

我们预计2012年公司收入同比下降25%至197亿元；12年净利润同比下降87%至4,610万元，对应12年EPS为0.11元。我们2012年的收入和净利润预测分别比市场一致预期低21%和85%。我们认为公司目前的股价将受其账面净值的支撑，但是股价上行空间受制于较低的盈利能力和催化剂的缺乏。我们10.3元的目标价对应公司2012E年PB约为1.16倍，接近公司上市以来的历史最低水平，略低于行业1.2倍的平均水平。我们认为目标价所对应的估值水平已经充分反映公司较低的盈利能力。由于公司目前处于盈亏平衡附近，其目标价对应的PE参考价值有限。

关键催化剂

- 以基建为代表的“稳增长”政策帮助经济在2012年4季度和2013年上半年复苏，基建活动的回暖将带动重卡需求。
- 宣布温和放松的经济刺激政策。瑞银中国宏观团队认为，实体经济依然疲软，加上通胀短期内持续下行，这意味着政策仍有必要提供支持。进一步刺激经济，势必加大物流和基建活动，从而拉动重卡需求。
- 国 IV 排放标准将于2013年7月实施，这将释放部分提前购买的需求。

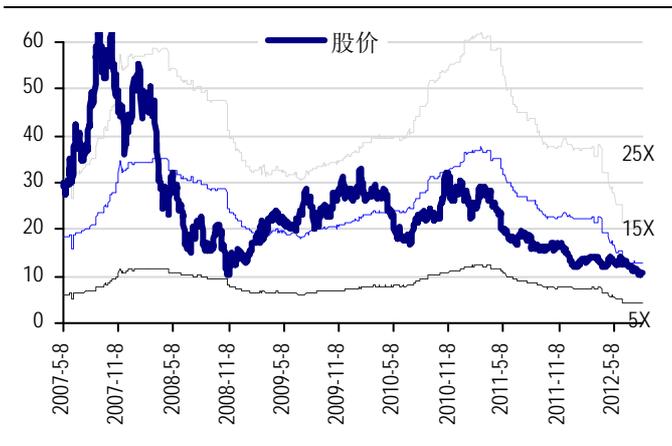
风险

- 宏观经济增幅继续放缓，且政府没有过多刺激政策出台，导致重卡需求持续下降，重卡整车销量大幅下滑。
- 由于全球经济增长的不确定性，导致进出口贸易大幅下滑，从而打击物流类重卡需求。
- 房地产紧缩政策力度加大。

估值和推导我们目标价的基础

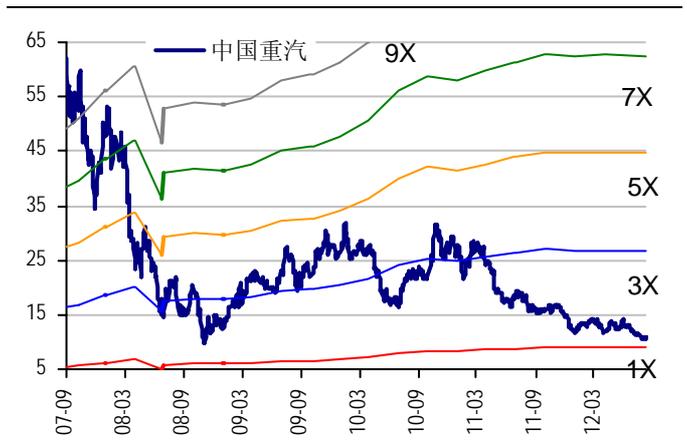
我们采用基于贴现现金流的估值法得出目标价，并采用瑞银VCAM工具来具体预测影响长期估值的因素。我们将加权平均资本成本（WACC）设定为8.3%，得到我们的目标价为10.3元。我们的目标价对应公司2012年预测市净率为1.16倍。由于目前公司接近盈亏平衡点附近，我们认为市盈率参考价值有限。从历史角度看，该公司过去两年的市净率区间在1x~4x，我们目标价对应的市净率水平处于公司上市以来的底部区域。从行业角度看，我们在A股选取了5家与中国重汽具备可比性的卡车制造类公司，其2012年市净率区间为0.8x~1.8x，平均市净率水平为1.2x，考虑到中国重汽目前处于近5年的盈利低位，我们认为重汽略低与行业平均PB估值水平较为合理。

图88:中国重汽历史PE估值区间



数据来源: Bloomberg

图89:中国重汽历史PB区间



数据来源: 万得资讯

表15: A股卡车制造商估值表

公司名称	股价人民币	EPS (元)					PB			净利润增长率				ROE		
		2010	2011	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2011	2012E	2013E	
中国重汽	9.54	0.80	0.86	0.11	0.20	0.57	1.2	1.1	1.1	-46.1%	-87.3%	81.7%	183.8%	9.7%	1.2%	2.2%
潍柴动力	17.10	3.39	2.80	1.83	2.23	2.79	1.8	1.5	1.3	-17.5%	-34.6%	22.1%	24.7%	24.4%	13.8%	14.6%
江铃汽车	14.56	1.98	2.17	2.47	2.97	3.28	1.5	1.2	1.1	9.3%	13.8%	20.5%	10.4%	27.8%	26.6%	26.8%
福田汽车	6.16	1.73	0.55	0.92	0.77	0.74	1.1	1.0	0.9	-30.0%	123.5%	-16.5%	-3.7%	13.6%	21.8%	14.8%
江淮汽车	4.41	0.90	0.48	0.49	0.61	0.68	0.9	0.8	0.8	-46.9%	2.0%	24.3%	12.5%	11.1%	10.2%	11.9%
东风汽车	2.77	0.29	0.23	0.19	0.30	0.40	0.8	0.7	0.6	-18.7%	-18.3%	58.2%	34.9%	7.8%	4.9%	9.1%
行业平均							1.2	1.1	1.0	-25.0%	-0.2%	31.7%	43.8%	15.7%	13.1%	13.2%

注: 中国重汽、潍柴动力、江铃汽车采用瑞银证券估算，其他采用彭博一致预期。股价数据截止2012-08-31。

数据来源: 万得、瑞银证券估算;

表16: 中国重汽[000951.SZ] 瑞银VCAM估值摘要

相对年 财年	+1E 2012E	+2E 2013E	+3E 2014E	+4E 2015E	+5E 2016E	+6E 2017E	+7E 2018E	+8E 2019E	+9E 2020E	+10E 2021E
息税前利润	410	476	738	844	915	1,000	1,123	1,256	1,397	1,547
折旧及摊销*	361	395	424	451	476	531	557	582	606	627
资本支出	(479)	(265)	(265)	(265)	(265)	(281)	(312)	(346)	(381)	(418)
运营资本变动	232	(412)	(997)	(608)	(689)	(749)	(783)	(809)	(830)	(847)
所得税(营运)	(82)	(95)	(148)	(169)	(183)	(200)	(239)	(283)	(332)	(387)
其他	192	(48)	(98)	(60)	(68)	(73)	(76)	(79)	(81)	(82)
自由现金流	633	52	(345)	193	187	227	270	323	379	441
增长		-91.7%	-758.8%	NM	-3.2%	27.6%	18.8%	19.5%	17.6%	16.1%

估值		长期假设值			加权平均资本成本		
明计现金流现值	2,071	相对年	+10E	+15E	+25E	无风险利率	3.30%
期末价值(第)	6,020	销售额增长年	7.0%	5.0%	3.0%	权益风险溢价	5.0%
企业价值	8,091	息税前利润率	3.7%	3.3%	3.5%	贝塔系数	1.31
占永续价值百分比	74%	资本支出/销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	债务/权益比	149.5%
联营公司及其他	0	投资资本回报率	8.7%	7.9%	8.2%	边际税率	25.0%
-少数股东权益	547	估值对应指标			权益成本	9.8%	
现金盈余**	3,178	财年	2012E	2013E	1年预期	债务成本	6.9%
-债务***	6,782	企业价值/				WACC	8.0%
权益价值	3,940	息税折旧摊销前利润	10.5x	9.3x	9.6x	期末假设值	
已发行股数[m]	419.4	企业价值/息税前利润	19.8x	17.0x	17.8x	VCH(年数)	15
每股权益价值(Rmb/股)	9.39	自由现金流收益率	7.8%	0.6%	2.9%	对应的自由现金流增长	4.9%
权益成本	9.8%	市盈率(现值)	85.4x	47.0x	54.8x	投资资本回报率增幅	8.4%
股息收益率	0.6%	市盈率(目标)	93.6x	51.5x	60.1x	企业价值/息税折旧摊销前利润	7.2x
1年期目标价(Rmb/股)	10.30						

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

瑞银预测对比市场预期

我们对公司2012年的收入预测比市场一致预期低21%，净利润预测比市场一致预期低85%，主要原因在于我们预计公司2012年的重卡销量将仍会出现负增长，而伴随着去库存化的进程，其重卡产品平均售价（ASP）也有着一定程度上的下滑，其量价齐跌导致公司收入、盈利出现了不同程度上的下滑。

表17: 市场预期和瑞银预测

百万元	2012			2013			2014		
	瑞银	万得	差幅	瑞银	万得	差幅	瑞银	万得	差幅
营业收入	19,675	24,974	-21%	21,269	28,418	-25%	24,544	31,591	-22%
净利润	46	302	-85%	84	418	-80%	238	550	-57%
EPS(元)	0.11	0.72	-85%	0.20	1.00	-80%	0.57	1.31	-57%

数据来源: 万得资讯、瑞银证券估算

敏感性分析

我们将行业销量、单车成本和平均售价对公司盈利的变动做了敏感性分析。结果发现公司盈利对单车成本和平均售价的敏感性更高。我们认为由于公司的营业毛利率较低（徘徊在6%~10%），价格和成本的微小变化都会引起公司利润的大幅波动。在此我们必须提示上行风险，如果2012年Q4或2013年公司成功提价或原材料价格大幅下跌，不排除公司盈利大幅增长。

表18: 中国重汽利润的敏感性分析

12年 EBIT (百万元)		单车成本				
	410	-2%	-1%	0%	1%	2%
平均 售价	-3.0%	-1%	-40%	-80%	-119%	-159%
	-2.5%	39%	0%	-40%	-80%	-120%
	-2.0%	79%	40%	0%	-40%	-79%
	-1.5%	119%	80%	40%	0%	-39%
	-1.0%	159%	120%	80%	41%	1%

12年 EBIT (百万元)		销量				
	410	-30%	-25%	-20%	-15%	-10%
平均 售价	-3.0%	-79%	-79%	-80%	-80%	-80%
	-2.5%	-40%	-40%	-40%	-40%	-40%
	-2.0%	-1%	0%	0%	0%	1%
	-1.5%	38%	39%	40%	41%	42%
	-1.0%	78%	79%	80%	82%	83%

12年 EBIT (百万元)		销量				
	410	-30%	-25%	-20%	-15%	-10%
单 车 成 本	-2%	76%	77%	79%	80%	81%
	-1%	38%	39%	40%	40%	41%
	0%	-1%	0%	0%	0%	1%
	1%	-40%	-40%	-40%	-39%	-39%
	2%	-79%	-79%	-79%	-80%	-80%

数据来源：瑞银证券估算

公司风险

- 工程类重卡销量有可能无增长：如果1) 政府不出台“稳增长”的刺激政策，基建活动很难回升；2) 政府继续打压房地产市场，那么重卡需求可能持续下降，中国重汽的重卡整车销量将大幅下滑。
- 物流类重卡销量有可能无增长：由于全球经济增长的不确定性，导致进出口贸易大幅下滑，从而负面影响物流类重卡需求。
- 产品价格有可能很难提升：1) 国IV标准很难严格实施，从而不能刺激提前购买；2) 重卡用户的盈利能力继续大幅恶化，使得更新需求的提升不如预期。

竞争分析

竞争优势

- **行业领先制造商、较高的市场占有率。**公司从事专业化重型卡车的设计、工程和制造四十多年，其产品向基础设施、建筑、集装箱运输、物流、矿山、钢铁及化工等不同行业的广大客户提供服务。公司现有在国家发改委注册的2,000多个型号四个系列重卡（黄河、斯太尔、斯太尔王及豪沃），为国内终端客户选择的重卡及底盘型号最为齐全。公司在行业内长期占有较高的市场份额，在2007和2008年，公司市场份额持续位列行业第一（21%）。
- **产品谱系完善，生产体系一体化。**公司拥有重型汽车最丰富的产品谱系和较高的发动机、关键总成及零部件生产水平和自给能力，其旗下品牌能向用户提供2,000多种车型，功率覆盖140~460马力，涵盖各类厢式载重汽车、牵引车、自卸车、改装车、特种车等多种用途的重型汽车。目前，公司是国内总重量19吨以上货车及货车底盘的最大生产商。此外，公司也是行业内少数同时拥有重型汽车及其发动机生产能力的制造商之一，几乎能够生产重型汽车整车生产所需的所有关键零部件及总成。
- **积极开拓海外市场，出口增速明显。**公司在海外市场的开拓步伐是行业中最快的，公司于02年就已开始布局海外市场，03年开始出口。目前集团公司已经成立进出口公司（负责非洲、中东），香港销售公司（负责东南亚）和北方出口部（负责俄罗斯），经过多年的努力，2011年公司出口20,852辆，占重卡总出口的29.5%。
- **经销网络广泛，遍及国内外市场。**目前，中国重汽在国内大概有800多家经销商，其中101家为4S店，公司国内售后服务网络包括遍及中国的约700个合约服务站。此外，公司还向世界约50多个国家出口产品，拥有较高的品牌影响力。

管理层战略

- 公司计划济南轻卡、成都王牌、福建海西三大基地将在未来的几年内投产，全面进军中轻卡领域。我们认为中国有可能在5-10年内逐步转型至中轻卡领域中的龙头公司。
- 公司管理层计划将继续坚持技术创新，优化产品结构，进一步提升产品质量水平。我们估计公司未来物流类重卡产品的比例会提升。
- 公司将继续强化拓展营销网络，致力品牌推广和建设。我们认为公司海外销售渠道的搭建将有利于海外出口的发展。
- 管理层希望到“十二五”规划末公司将建设成具有国际影响力的大型商用车企业集团。我们认为海外经济的动荡有可能成为公司这一目标的最大障碍。

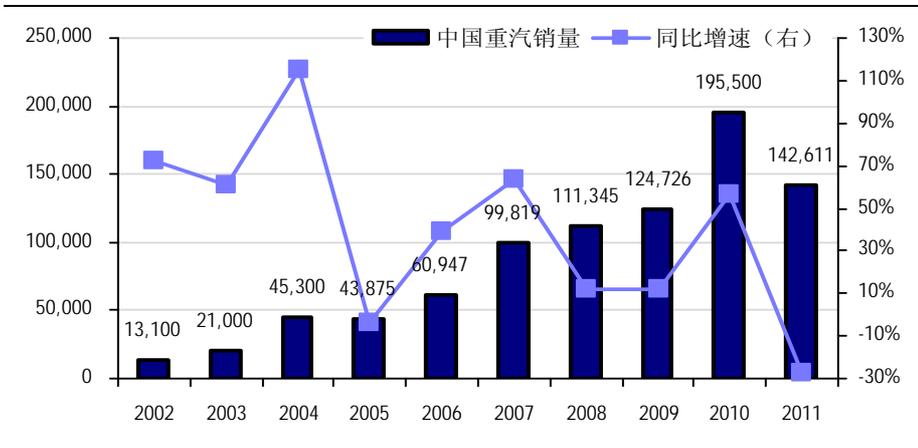
经营概况

公司历史：中国重汽历史悠久，2003 年以后经历高速增长

中国重汽在1975年以前是中国唯一形成批量生产的重卡企业，制造了新中国第一辆重型卡车。在1975年之前，中国形成了一汽、陕汽、中汽重庆、二汽、济南重汽五大中重型卡车生产基地，但是规模化生产的只有一汽解放的CA10中型卡车和济南重汽的JN150重卡。

2003年开始，公司进入高速发展时期。三大因素决定了中国纯重卡市场从2003年开始进入高速增长时代。首要条件是道路基础设施的完善，重卡的行驶道路主要是高速公路和1-3级的等级公路，从2000年开始，中国开始进入等级公路和高速公路的高速建设期，道路基础设施不断完善。第二个是对大功率重型机械的升级需求。随着基础建设的不断升级，高等级高速公路以及大型港口的建设，对大功率重型机械的需求也在提高，这也增加了对重型卡车底盘的需求。第三个是治理超载。从2003年开始，中央和地方政府陆续开始治理超载，原先依靠超载生存的中重卡受到冲击，需求开始转向重卡。重卡逐渐取代中、轻卡的进程开始。中国重汽抓住机遇，出现了近乎爆发似的增长。2003年，中国重汽与沃尔沃组建了济南华沃卡车有限公司，并将其生产技术嫁接到自身产品上，开发出了目前中国重卡市场上最畅销的卡车产品—HOWO重卡。2009年，中国重汽与曼合资，双方在整车、发动机和零配件方面实现了全面合作。中国重汽也因此获得了最新一代的重卡生产技术。这几年也成为中国重汽不断成长壮大的历史。

图90:2003年以后公司进入高速增长期

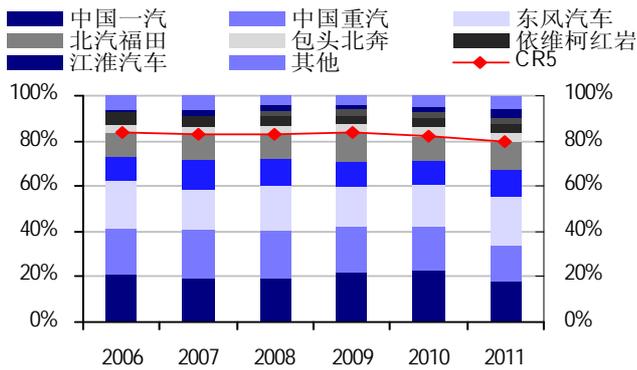


数据来源：CAAM

市场份额：中国重汽在近几年市场份额下滑较快，短期内较难扭转

重卡行业集中度很高。目前，中国一汽、东风汽车、中国重汽、陕西重汽和北汽福田为前五大重卡制造厂商，在2011年其市场份额的总和接近80%。

图91：近年前5大重卡厂商市场份额总和持续接近80%



数据来源：CAAM

图92：11年中国重汽市场份额下滑较快

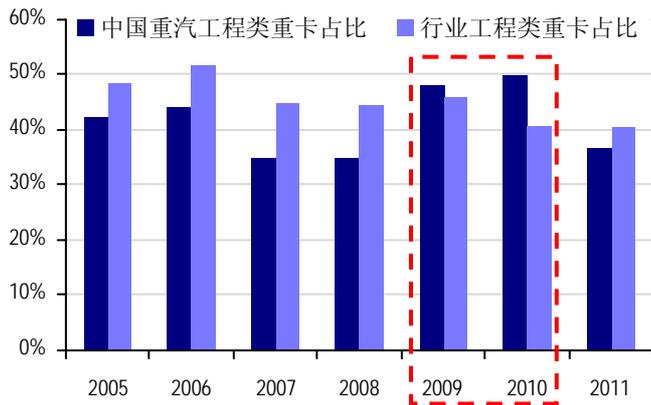


数据来源：CAAM、瑞银证券估算

中国重汽近年丢失重卡市场份额的原因主要是工程类重卡需求的下降和用户对于重卡“轻量化”的倾向。2011年中国重汽的市场份额由前一年的19%下降3个百分点到16%；而其竞争对手东风汽车、北汽福田和陕西重汽分别提升市场份额3个百分点、2个百分点和1个百分点。工程类重卡销量下滑过快是丢失市场份额的原因之一。中国重汽的技术主要源自奥地利的斯太尔平台，此平台主要用于重型机械的制造，所以重汽的主要优势在于工程机械类用车，而非物流类重卡。自从2011年到2012年前7个月，虽然重卡整体行业销量都在下滑，但是物流类重卡的销量下滑幅度要小于工程类重卡。另一个原因是中国重汽的重卡产品不能很快适应客户对于“轻量化”重卡的需求。目前超载惩治力度的加大以及高速公路费用以货物运输的重量来计算的特点使得重卡用户更倾向购买自重轻、油耗省的重卡产品。而重汽产品历来是以其“超载能力强和皮实耐用”的特点闻名市场，在“轻量化”方面不如竞争对手。

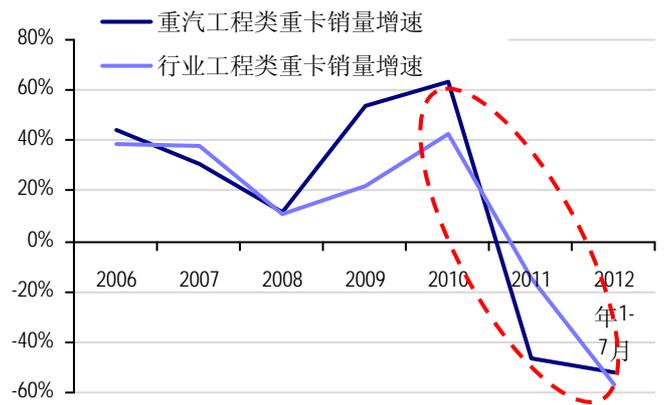
我们认为短期内转变客户对于重汽产品的印象较为困难，预计公司12年销量同比下滑26%将略高于行业平均水平。我们预计重汽管理层将通过建立独立的销售渠道等新型营销策略来提升物流类重卡的销量。但是我们认为重汽市场份额下滑的趋势在短时间内难以改变，公司需要通过长时间的努力才能改变消费者对于重汽产品的固有认识。我们认为重汽12年销量将同比下滑26%，略高于行业销量下滑25%的水平。但是由于公司加大营销手段并在12年下半年采取降价的策略，我们认为13年公司销量有望恢复正增长。

图93：近年中国重汽的工程类重卡销量比例高于行业



数据来源：CAAM

图94：11年重汽工程类重卡销售下滑幅度明显高于行业



数据来源：CAAM、瑞银证券估算

国际合作：未来重汽与曼的合作将提升技术并延伸产品线

与国际重卡巨头曼合作后，重汽未来看点是重卡技术的提升以及产品线的适当延伸。2009年7月15日中国重汽宣布，曼控股重汽香港25%的股权。根据中国重汽集团与MAN 的合作协议，重汽集团将直接引入D08、D20 和D26 三款发动机。并且这几款发动机与同档次国内发动机相比价格差别不大，目前的进口价格大约贵3万元，而集团公司已经做好了国产化的准备，未来一旦国产化价格将与国内发动机十分接近。装载D20 发动机的汕德卡已在2011 年上海车展发布，我们预计汕德卡将于2013 年的3~4 月正式投放市场。集团公司还拥有了10L、12L的重卡主流发动机的制造技术和TGA技术。引入的技术中涉及55种整车基本车型，2240毫米和2440毫米两种宽度的驾驶室，提供车型达4563种（其中，欧III车型1517种，欧IV车型1523种，欧V车型1523种）。

表95：中国重汽所引进发动机指标

型号	排量	适用范围
D08	4缸排量为4.58升，覆盖150-210马力 6缸排量为7升，覆盖220-320马力	中、重卡、客车、工程机械
D20	排量为10.52升 覆盖300-430马力	重卡、客车、工程机械
D26	排量为12.42升 覆盖440-600马力	重卡、客车、工程机械

数据来源：公司资料

表96：中国重汽天然气重卡简介

产品系列	驱动形式	车辆类型	发动机马力
HOWO国三CNG	4X2	牵引车	266-290马力
		牵引车	266-290马力 320-340马力
	6X4	自卸车	290-340马力
		载货车	266-290马力 320-340马力
	8X4	自卸车	320-340马力
			340马力
HOWO国三LNG	6X4	牵引车	266-290马力 320-340马力
		自卸车	290-340马力
	8X4	自卸车	290-340马力

数据来源：公司资料

未来看点：出口和天然气重卡是公司未来发展方向

中国重汽在拓展海外市场方面具有先发优势。2012年上半年公司已经实现出口超过1万辆，预计全年可保持稳定增长。由于经济增长模式发生转变，中国国内重卡保有量的高速增长期已过去。为了拓展新的市场，重卡行业龙头纷纷向海外扩张。多年前，中国重汽就曾经在伊朗曾经获得过万辆采购的大单。如今，通过几年的努力，具有突出性价比优势的重汽车型在伊朗这样的第三世界市场中，已经能与VOLVO等国际知名品牌抗衡。另外，重汽与曼的合作，除了获得重卡发动机和整车的技术以外，中国重汽还可以使产品由曼的渠道间接进入到国际市场，甚至是技术要求最高、经济最为发达的欧洲，并最终为中国重汽成为世界顶级重卡企业铺平了道路。

中国重汽在天然气重卡推广方面具有领先优势。12年公司一直在积极推动LNG重卡的销售，上半年LNG重卡销量已达到2,000辆左右，超过了去年全年的销量，我们预计全年的销量有望达到4,000辆。中国重汽是国内开发重卡天然气发动机最早的企业，也是国内推出天然气重卡最早的企业，并具有国内最大功率（420马力）的重卡发动机。目前，公司的天然气重卡最远销到海南省。购买CNG车的大客户包括河北的冀东水泥，新疆的新捷；购买LNG车的大客户有山西昔阳、新疆广汇等。在中国重汽的集团层面，卡车公司豪沃系列，济南商用车公司金王子系列，济宁商用车公司的豪运系列和济南特种车公司豪威系列中均有天然气重卡。

财务状况

利润表

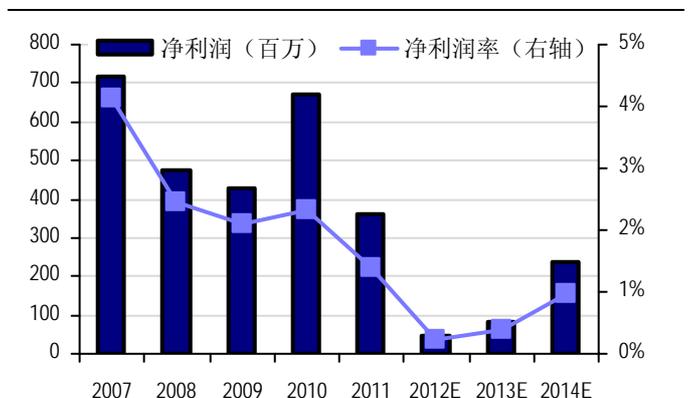
我们预计中国重汽2012年盈利能力将大幅下滑，具体表现为：收入下滑24.5%至197亿；净利润下滑87%至4,610万元；毛利率下滑1.69个百分点至6.64%。主要由于：1) 重卡行业整体销量陷入连续第二年负增长；2) 受到工程机械类重卡的拖累，公司年度销量下滑幅度大于行业；3) 为了维持市场份额，公司主动下调售价；4) 公司产能利用率略有下降。

图97: 公司收入和毛利率走势



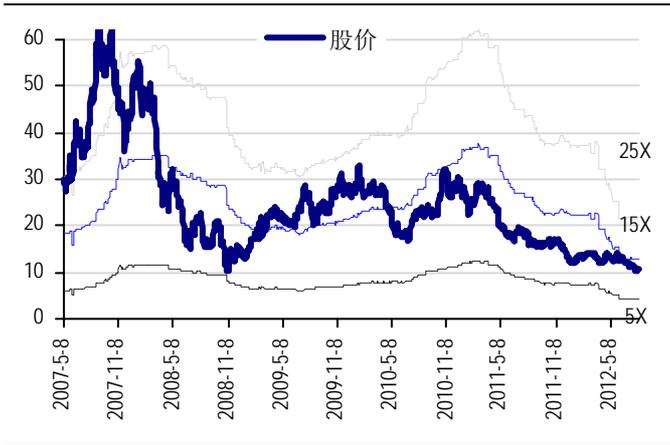
数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图98: 公司净利润和净利润率走势



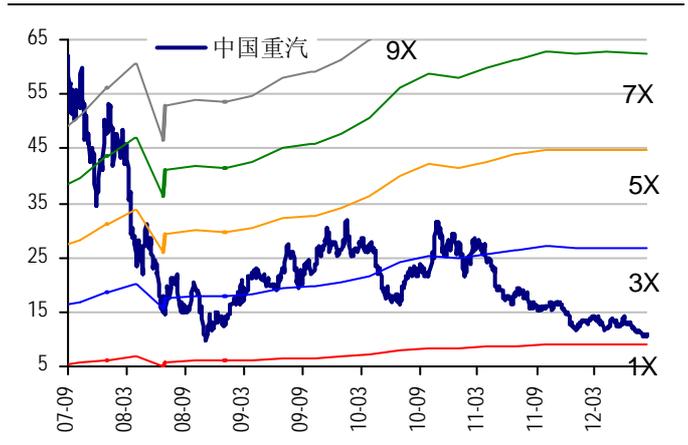
数据来源：公司数据、瑞银证券估算

图99: 市盈率区间



数据来源: 万得资讯

图100: 市净率区间



数据来源: 万得资讯

主营业务收入

整车制造是公司主要收入来源, 从09年到11年, 整车制造分别贡献了94.2%、91.5%和93.1%的主营业务收入。公司整车收入近年来一直保持上升趋势, 2011年由于销量有所下滑(同比下降8.0%), 整车收入有所滑坡(同比下滑7.9%)。随着重卡行业迎来整合期, 我们认为公司重卡未来销量将出现一定程度的下滑, 同时由于去库存以及促销的压力, 终端价格将有所下降, 2012年我们预计公司整车收入同比将下降28%。

表19: 中国重汽主营业务收入分析(单位: 百万元, 除非另有注明)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
重卡销量(辆)	80,550	109,312	100,603	74,049	79,233	91,306
平均售价(元/辆)						
重卡	232,049	236,946	237,230	232,485	234,810	237,158
主营业务收入(百万元)	19,838	28,308	25,648	19,264	20,858	24,133
整车	18,692	25,901	23,866	17,215	18,605	21,654
配件	1,143	2,403	1,781	2,048	2,253	2,478
其他	3.88	4.02	0.59	0.59	0.59	0.59

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

表20: 中国重汽利润表分析 (单位: 百万元, 除非另有注明)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	20,361	28,904	26,059	19,675	21,269	24,544
YOY%	6.08%	41.96%	-9.84%	-24.50%	8.10%	15.40%
营业成本	18,723	26,066	23,890	18,369	19,727	22,662
毛利润	1,638	2,837	2,169	1,306	1,542	1,882
期间费用	895	1,602	1,133	896	1,065	1,144
EBIT	743	1,236	1,036	410	476	738
YOY%		66.19%	-16.13%	-60.47%	16.30%	54.91%
财务费用	56	197.8	335.6	331.5	334.4	335.1
投资收益	0	0	0	0	0	0
其他收益	16	29	3	0	0	0
税前利润	704	1,067	704	78	142	403
YOY%	-8.99%	51.56%	-34.02%	-88.90%	81.74%	183.78%
所得税	126	190	141	16	28	81
少数股东损益	150	204	200	16	30	85
净利润	428	673	362	46	84	238
YOY%	-9.51%	57.21%	-46.13%	-87.28%	81.74%	183.78%
基本每股收益	1.02	1.60	0.86	0.11	0.20	0.57
比率分析 (%)						
毛利率	8.05%	9.82%	8.32%	6.64%	7.25%	7.67%
期间费用率	4.39%	5.54%	4.35%	4.55%	5.01%	4.66%
营业利润率	3.38%	3.59%	2.69%	0.40%	0.67%	1.64%
税前利润率	3.46%	3.69%	2.70%	0.40%	0.67%	1.64%
有效税率	17.91%	17.82%	20.02%	20.00%	20.00%	20.00%
净利润率	2.10%	2.33%	1.39%	0.23%	0.39%	0.97%

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

资产负债表

我们认为公司财务结构将会在未来的几年内得到改善, 预计流动比率将会从2011年的128.46%提升到2014年的135.53%, 资产负债率将会从2011年的77.16%下降到2014年的74.48%。

表21: 中国重汽资产负债表分析 (单位: 百万元, 除非另有注明)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	13,426	16,647	15,590	13,859	13,804	15,466
货币资金	6,838	3,830	4,029	3,736	3,667	3,794
应收账款	1,273	1,638	1,428	1,078	1,165	1,345
存货	2,973	7,442	4,771	4,140	4,447	5,108
非流动资产	2,636	3,058	3,150	3,267	3,137	2,977
固定资产	2,013	2,175	2,169	2,252	2,230	2,142
在建工程	221	134	289	359	287	251
无形资产	350	465	445	409	373	337
总资产	16,063	19,705	18,740	17,127	16,940	18,443
流动负债	11,198	15,074	12,136	10,532	10,231	11,412
应付账款	1,572	3,524	2,295	1,765	1,578	1,813
短期借款	4,979	4,537	5,082	5,082	5,082	5,517
预收款项	575	1,846	1,149	867	938	1,082
非流动负债:	1,702	633	2,324	2,324	2,324	2,324
长期借款	1,260	0	1,700	1,700	1,700	1,700
其他非流动负债	347	363	450	450	450	450
少数股东权益	308	512	536	552	582	666
权益	3,163	3,998	4,280	4,271	4,384	4,707
实收资本或股本	419	419	419	419	419	419
其他	2,744	3,579	3,860	3,851	3,965	4,287
负债+权益	16,063	19,705	18,740	17,127	16,940	18,443
比率分析:						
流动比率%	119.90%	110.44%	128.46%	131.60%	134.91%	135.53%
资产负债率%	80.31%	79.71%	77.16%	75.06%	74.12%	74.48%
ROE%	14.98%	19.29%	9.68%	1.24%	2.20%	5.89%

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

现金流量表

公司历史经营性现金流趋于稳定, 显示出公司良好的现金产生能力。我们认为稳定健康的现金流是公司研究开发、营销网络建设和业务拓展的财务支撑, 预计公司2013/14年经营性现金流将分别达到501/207万。

表22: 中国重汽经营性现金流分析 (单位: 百万元, 除非另有注明)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	578	876	563	46	84	238
加: 资产减值损失	-13	191	-8	-7	8	18
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	163	293	254	325	359	388
无形资产摊销	17	17	20	36	36	36
长期待摊费用摊销	0	0	0	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	1	4	0	0	0	0
固定资产报废损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	0
财务费用	166	271	387	332	334	335
投资损失	0	0	0	0	0	0
递延所得税资产减少	7	-230	36	0	0	0
递延所得税负债增加	0	0	0	0	0	0
存货的减少	-450	-4,554	2,587	629	-312	-675
经营性应收项目的减少	-1,465	-206	-1,241	816	291	-878
经营性应付项目的增加	1,327	3,651	-2,253	-1,604	-300	745
经营活动产生现金流净额	330	309	338	573	501	207

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

杜邦分析

由于资产周转率和销售净利率的改善, 我们预计公司2013、14年净资产回报率将有所回升(2.2%/5.9%), 但与行业同类竞争者相比, 仍处于低位。受益于排放标准的升级、更新需求的释放, 我们预计2013、14年公司重卡销量将会实现7%和15%的反弹从而带动收入增长, 资产周转率得到一定改善。同时受益于产品结构升级, 重卡产品价格未来有望稳步提升, 这将改善公司的盈利能力。

表23: 公司净资产回报率将在2013、14年得到改善

杜邦分析	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净资产回报率 (ROE)	15.0%	19.3%	9.7%	1.2%	2.2%	5.9%
销售净利率	2.1%	2.3%	1.4%	0.2%	0.4%	1.0%
资产周转率(次)	1.27	1.47	1.39	1.15	1.26	1.33
权益乘数	5.62	5.65	5.01	4.61	4.45	4.56

数据来源: 公司数据、瑞银证券估算

目标价推导

我们采用DCF估值法推导出公司的目标价为10.3元，并通过瑞银VCAM工具来预测影响公司长期估值的因素，我们将WACC设定为8.3%。

表24：中国重汽[000951.SZ] 瑞银VCAM估值摘要

相对年 财年	+1E 2012E	+2E 2013E	+3E 2014E	+4E 2015E	+5E 2016E	+6E 2017E	+7E 2018E	+8E 2019E	+9E 2020E	+10E 2021E
息税前利润	410	476	738	844	915	1,000	1,123	1,256	1,397	1,547
折旧及摊销*	361	395	424	451	476	531	557	582	606	627
资本支出	(479)	(265)	(265)	(265)	(265)	(281)	(312)	(346)	(381)	(418)
运营资本变动	232	(412)	(997)	(608)	(689)	(749)	(783)	(809)	(830)	(847)
所得税(营运)	(82)	(95)	(148)	(169)	(183)	(200)	(239)	(283)	(332)	(387)
其他	192	(48)	(98)	(60)	(68)	(73)	(76)	(79)	(81)	(82)
自由现金流	633	52	(345)	193	187	227	270	323	379	441
增长		-91.7%	-758.8%	NM	-3.2%	21.6%	18.8%	19.5%	17.6%	16.1%

估值		长期假设值			加权平均资本成本		
项目	值	相对年	+10E	+15E	+25E	项目	值
明计现金流现值	2,071	销售额增5年	7.0%	5.0%	3.0%观值	无风险利率	3.30%
期末价值(第)	6,020	息税前利润率	3.7%	3.3%	3.5%	权益风险溢价	5.0%
企业价值	8,091	资本支出/销售收入	1.0%	1.0%	1.0%	贝塔系数	1.31
占永续价值百分比	74%	投资资本回报率	8.7%	7.9%	8.2%	债务/权益比	149.5%
联营公司及其他	0	估值对应指标			边际税率	25.0%	
-少数股东权益	547	财年	2012E	2013E	1年预期	权益成本	9.8%
现金盈余**	3,178	企业价值 /				债务成本	6.9%
-债务***	6,782	息税折旧摊销前利润	10.5x	9.3x	9.6x	WACC	8.0%
权益价值	3,940	企业价值 / 息税前利润	19.8x	17.0x	17.8x	期末假设值	
已发行股数 [m]	419.4	自由现金流收益率	7.8%	0.6%	2.9%	VCH(年数)	15
每股权益价值(Rmb/股)	9.39	市盈率(现值)	85.4x	47.0x	54.8x	对应的自由现金流增长	4.9%
权益成本	9.8%	市盈率(目标)	93.6x	51.5x	60.1x	投资资本回报率增幅	8.4%
股息收益率	0.6%					企业价值 / 息税折旧摊销前利润	7.2x
1年期目标价(Rmb/股)	10.30						

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源：UBS-VCAM

我们的目标价对应公司2012年预测市净率为1.16倍。由于目前公司接近盈亏平衡点附近，我们认为市盈率参考价值有限。从历史角度看，该公司过去两年的市净率区间在1x~4x，我们目标价对应的市净率水平处于公司上市以来的底部区域。从行业角度看，我们在A股选取了5家与中国重汽具备可比性的卡车制造类公司，其2012年市净率区间为0.8x~1.8x，平均市净率水平为1.2x，考虑到中国重汽目前处于近5年的盈利低位，我们认为重汽略低与行业平均PB估值水平较为合理。

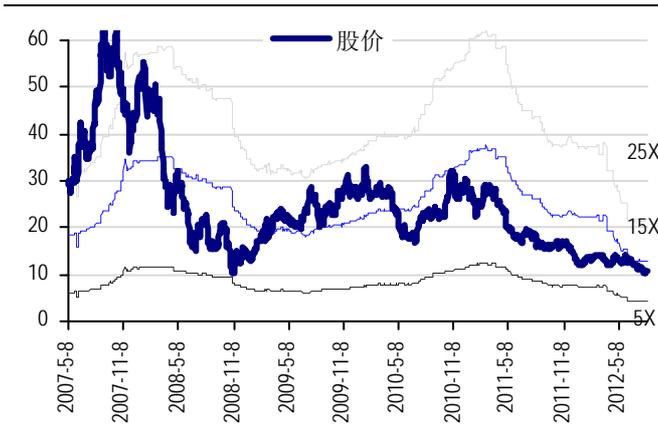
表25: A股卡车制造商估值表

公司名称	股价人民币	EPS (元)					PB			净利润增长率				ROE		
		2010	2011	2012E	2013E	2014E	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E
中国重汽	9.54	0.80	0.86	0.11	0.20	0.57	1.2	1.1	1.1	-46.1%	-87.3%	81.7%	183.8%	9.7%	1.2%	2.2%
潍柴动力	17.10	3.39	2.80	1.83	2.23	2.79	1.8	1.5	1.3	-17.5%	-34.6%	22.1%	24.7%	24.4%	13.8%	14.6%
江铃汽车	14.56	1.98	2.17	2.47	2.97	3.28	1.5	1.2	1.1	9.3%	13.8%	20.5%	10.4%	27.8%	26.6%	26.8%
福田汽车	6.16	1.73	0.55	0.92	0.77	0.74	1.1	1.0	0.9	-30.0%	123.5%	-16.5%	-3.7%	13.6%	21.8%	14.8%
江淮汽车	4.41	0.90	0.48	0.49	0.61	0.68	0.9	0.8	0.8	-46.9%	2.0%	24.3%	12.5%	11.1%	10.2%	11.9%
东风汽车	2.77	0.29	0.23	0.19	0.30	0.40	0.8	0.7	0.6	-18.7%	-18.3%	58.2%	34.9%	7.8%	4.9%	9.1%
行业平均							1.2	1.1	1.0	-25.0%	-0.2%	31.7%	43.8%	15.7%	13.1%	13.2%

注：中国重汽、潍柴动力、江铃汽车采用瑞银证券估算，其他采用彭博一致预期。股价数据截止2012-08-31。

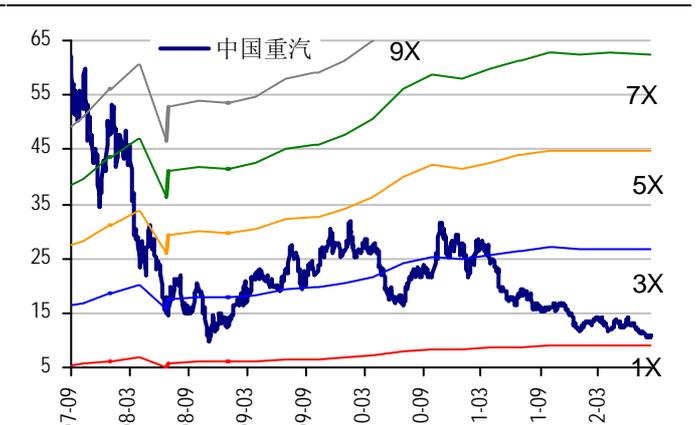
数据来源：万得、瑞银证券估算

图101:中国重汽历史PE估值区间



数据来源：Bloomberg

图102:中国重汽历史PB区间

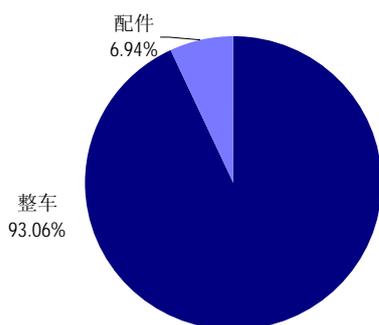


数据来源：万得资讯

公司背景

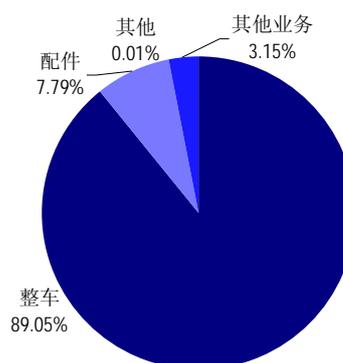
中国重汽主要从事各种载重汽车、特种汽车、军用汽车、客车、专用车、改装车、发动机及机组、汽车零配件和专用汽车底盘的生产；物资供应及其销售；机械加工；公路运输；科技开发、咨询及售后服务；润滑油销售；许可范围内的进出口业务。十年来，中国重汽集团建立起了HOWO-A7、HOWO、斯太尔王、斯太尔、金王子、豪骏、豪运等十大产品系列，开发并拥有各类车型2700个，形成了国内最完善的卡车整车产品系列谱系。重卡业务是公司主要利润来源，并在行业内处于一定的领先地位。2011年公司销售重卡产品达100,603辆，占有市场份额11.4%，仅次于东风汽车和一汽集团，位于行业第三。

图103: 主要营业收入占比 (2011年)



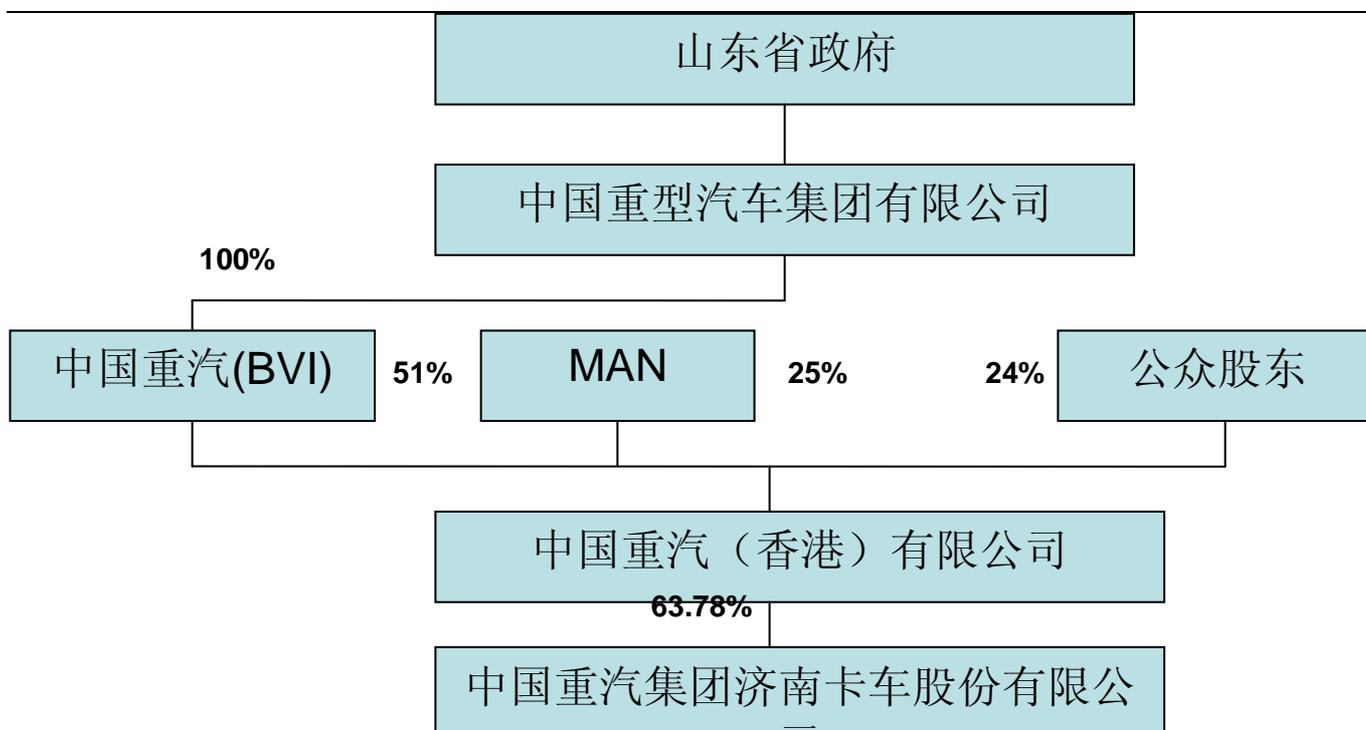
数据来源: 公司数据

图104: 主要业务毛利占比 (2011年)



数据来源: 公司数据

图105: 中国重汽股权结构图



数据来源: 公司数据

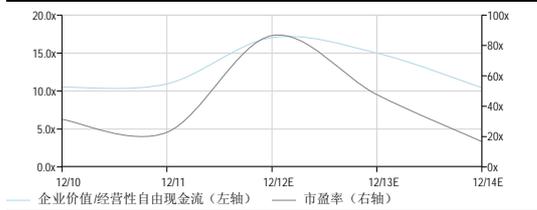
损益表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业收入	17,335	19,193	20,361	28,904	26,059	19,675	-24.5	21,269	8.1	24,544	15.4
营业费用 (不含折旧)	(15,908)	(18,281)	(19,437)	(27,358)	(24,748)	(18,904)	-23.6	(20,397)	7.9	(23,382)	14.6
息税折旧摊销前利润 (UBS)	1,426	912	923	1,546	1,310	771	-41.2	872	13.1	1,162	33.3
折旧	(115)	(140)	(180)	(310)	(274)	(361)	31.9	(395)	9.4	(424)	7.3
营业利润 (息税前利润, UBS)	1,311	772	743	1,236	1,036	410	-60.5	476	16.3	738	54.9
其他盈利和联营公司盈利	5	26	16	29	3	0	-99.7	0	0.0	0	0.0
净利息	(128)	(24)	(56)	(198)	(336)	(332)	-1.2	(334)	0.9	(335)	0.2
非正常项目 (税前)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	1,188	773	704	1,067	704	78	-88.9	142	81.7	403	183.8
税项	(259)	(154)	(126)	(190)	(141)	(16)	-88.9	(28)	81.7	(81)	183.8
税后利润	929	619	578	876	563	62	-88.9	114	81.7	322	183.8
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(212)	(146)	(150)	(204)	(200)	(16)	-91.8	(30)	81.7	(85)	183.8
净利润 (本地会计准则)	717	473	428	334	362	46	-87.3	84	81.7	238	183.8
净利润 (UBS)	717	473	428	334	362	46	-87.3	84	81.7	238	183.8
税率 (%)	22	20	18	18	20	20	-0.1	20	0.0	20	0.0
不计非正常项目税率 (%)	22	20	18	18	20	20	-0.1	20	0.0	20	0.0
每股 (Rmb)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
每股收益 (本地会计准则)	1.71	1.13	1.02	0.80	0.86	0.11	-87.3	0.20	81.7	0.57	183.8
每股收益 (UBS)	1.71	1.13	1.02	0.80	0.86	0.11	-87.3	0.20	81.7	0.57	183.8
每股股息净值	0.00	0.15	0.10	0.25	0.17	0.02	-87.7	0.07	231.1	0.12	67.7
每股现金收益	1.98	1.46	1.45	1.54	1.52	0.97	-36.0	1.14	17.6	1.58	38.2
每股账面净值	4.81	5.94	6.81	8.31	8.93	8.87	-0.7	9.07	2.3	9.63	6.3
资产负债表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
有形固定资产净值	912	1,064	2,013	2,175	2,169	2,252	3.8	2,230	-1.0	2,142	-3.9
无形固定资产净值	224	210	350	465	445	409	-8.1	373	-8.8	337	-9.7
净营运资本 (包括其他资产)	724	1,614	683	4,157	5,044	5,280	4.7	5,521	4.6	6,275	13.7
其他负债	(44)	(45)	(442)	(633)	(624)	(624)	0.0	(624)	0.0	(624)	0.0
运营投入资本	1,816	2,842	2,604	6,164	7,033	7,317	4.0	7,499	2.5	8,129	8.4
投资	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	1,816	2,842	2,604	6,164	7,033	7,317	4.0	7,499	2.5	8,129	8.4
股东权益	2,018	2,491	2,856	3,486	3,744	3,719	-0.7	3,803	2.3	4,040	6.3
少数股东权益	529	425	308	512	536	552	3.1	582	5.4	666	14.5
总股东权益	2,547	2,915	3,163	3,998	4,280	4,271	-0.2	4,384	2.7	4,707	7.4
净债务 / (现金)	(730)	(73)	(560)	2,166	2,753	3,046	10.6	3,115	2.2	3,423	9.9
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	1,816	2,842	2,604	6,164	7,033	7,317	4.0	7,499	2.5	8,129	8.4
现金流量表 (Rmb 百万)	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	1,311	772	743	1,236	1,036	410	-60.5	476	16.3	738	54.9
折旧	115	140	180	310	274	361	31.9	395	9.4	424	7.3
营运资本变动净值	(2,269)	(953)	(582)	(1,339)	(872)	(160)	-81.7	(321)	101.1	(808)	151.6
其他 (经营性)	1,398	252	303	665	376	309	-17.9	313	1.4	268	-14.3
经营性现金流 (税前/息前)	555	211	645	871	814	920	13.0	864	-6.1	623	-27.9
收到 / (支付) 利息净值	(128)	(24)	(56)	(198)	(336)	(332)	-1.2	(334)	0.9	(335)	0.2
已付股息	(122)	(156)	(224)	(933)	(496)	(71)	-85.64	0	-	0	-
已缴付税项	(259)	(154)	(126)	(190)	(141)	(16)	-88.9	(28)	81.7	(81)	183.8
资本支出	(372)	(756)	(517)	(491)	(434)	(479)	10.5	(265)	-44.8	(265)	0.0
并购/处置净值	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	1,123	0	313	48	(98)	(331)	239.2	(334)	0.9	(335)	0.2
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	797	(880)	35	(892)	(493)	(293)	-40.6	(68)	-76.6	(308)	350.0
外汇/非现金项目	610	223	451	(1,834)	(94)	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	1,407	(657)	486	(2,726)	(587)	(293)	-50.1	(68)	-76.6	(308)	350.0
核心息税折旧摊销前利润	1,426	912	923	1,546	1,310	771	-41.2	872	13.1	1,162	33.3
维护资本支出	(101)	(126)	(163)	(293)	(254)	(325)	28.0	(359)	10.4	(388)	8.1
维护营运资本净支出	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	1,325	786	760	1,252	1,056	446	-57.8	512	15.0	774	51.1

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言, 所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

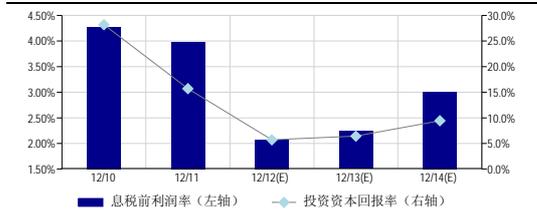
公司概况

中国重汽集团济南卡车股份有限公司（中国重汽）64%的股权由中国重汽集团有限公司（中国重汽集团）持有。中国重汽集团是国内领先的重卡制造商之一。除了持股中国重汽，中国重汽集团还在 20 多家车辆/发动机生产企业持有股份，其中包括与沃尔沃组建的双方各占一半股权的合资公司济南华沃。

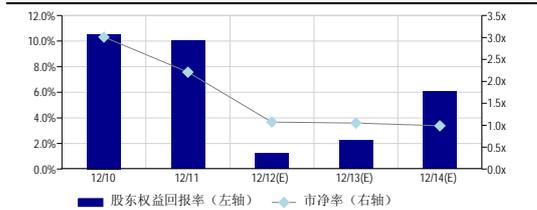
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



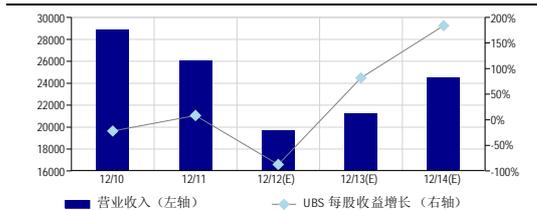
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
市盈率（本地会计准则）	24.2	31.4	22.8	NM	48.3	17.0
市盈率（UBS）	24.2	31.4	22.8	87.8	48.3	17.0
股价/每股现金收益	16.3	16.3	13.0	9.9	8.4	6.1
净股息收益率（%）	0.6	1.0	0.9	0.2	0.7	1.2
市净率	4.1	3.0	2.2	1.1	1.1	1.0
企业价值/营业收入（核心）	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	9.9	8.5	8.8	9.9	8.9	7.0
企业价值/息税前利润（核心）	11.9	10.7	11.2	18.7	16.3	11.0
企业价值/经营性自由现金流（核心）	11.7	10.5	10.9	17.2	15.1	10.5
企业价值/运营投入资本	3.4	3.0	1.8	1.1	1.0	1.0

企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
平均市值	10,487	8,270	4,047	4,047	4,047
+ 少数股东权益	512	536	552	582	666
+ 平均净债务（现金）	2,166	2,753	3,046	3,115	3,423
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	0	0	0	0	0
核心企业价值	13,165	11,559	7,646	7,744	8,137

增长率（%）	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	10.7	42.0	-9.8	-24.5	8.1	15.4
息税折旧摊销前利润（UBS）	-2.1	67.4	-15.2	-41.2	13.1	33.3
息税前利润（UBS）	-5.7	66.2	-16.1	-60.5	16.3	54.9
每股收益（UBS）	-15.7	-21.9	8.4	-87.3	81.7	183.8
每股现金收益	-6.5	6.0	-1.2	-36.0	17.6	38.2
每股股息净值	-	150.0	-32.0	-87.7	NM	67.7
每股账面净值	16.7	22.1	7.4	-0.7	2.3	6.3

利润率（%）	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税折旧摊销前利润/营业收入	5.6	5.3	5.0	3.9	4.1	4.7
息税前利润/营业收入	4.7	4.3	4.0	2.1	2.2	3.0
净利润（UBS）/营业收入	2.3	1.2	1.4	0.2	0.4	1.0

资本回报率（%）	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润的投资资本回报率（UBS）	28.2	28.2	15.7	5.7	6.4	9.4
税后投资资本回报率	-	23.2	12.6	4.6	5.1	7.6
净股东权益回报率	20.1	10.5	10.0	1.2	2.2	6.1

偿付比率	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润/净利息	13.0	6.2	3.1	1.2	1.4	2.2
股息保障倍数（UBS 每股收益）	-	3.2	5.1	5.3	2.9	4.9
股息支付率（%，UBS 每股收益）	-	31.4	19.7	19.0	34.6	20.5
净债务/息税折旧摊销前利润	0.6	1.4	2.1	4.0	3.6	2.9

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入/运营投入资本	6.2	6.6	3.9	2.7	2.9	3.1
营业收入/固定资产	12.0	11.6	9.9	7.5	8.1	9.7
营业收入/净营运资本	14.2	13.9	6.3	4.3	4.4	4.6

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
经营性自由现金流/息税前利润	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.0
资本支出/营业收入（%）	2.3	1.7	1.7	2.4	1.2	1.1
资本支出/折旧	2.5	1.6	1.6	1.3	0.7	0.6

资本结构（%）	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净债务/总权益	24.4	62.1	73.5	81.9	81.9	84.7
净债务/（净债务 + 权益）	19.6	38.3	42.4	45.0	45.0	45.9
净债务（核心）/企业价值	5.9	16.5	23.8	39.8	40.2	42.1

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据2012年09月06日16时34分的股价（Rmb9.65）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

陈实

分析师
S1460511070002
shi.chen@ubssecurities.com
+86-213-866 8854

邹天龙

分析师
S1460512070001
tianlong.zou@ubssecurities.com
+8610-5832 8775

■ 风险声明

行业层面：中国宏观经济出现继续下滑，基建和房地产开发活动继续恶化，大幅负面影响工程类重卡需求；海外经济持续低迷，进出口贸易大幅萎缩，从而大幅负面影响物流类重卡需求。公司层面：在基建下滑的背景下，中国重汽工程类重卡的销量有可能继续大幅下滑；潍柴动力的风险在于扩张太快、涉及领域过广：即收购意大利游艇制造商后，近期公司又收购一家德国液压生产厂商。如果公司业务拓展战线拉得过长，我们担心会出现财务和业务上的双重压力。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	55%	33%
中性	持有/中性	37%	31%
卖出	卖出	8%	16%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	0%
卖出	卖出	低于1%	0%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2012年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR) : 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE) : 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 陈实; 邹天龙。

涉及报告中提及的公司的披露

公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
中国重汽	000951.SZ	未予评级	不适用	Rmb9.51	2012年09月05日
潍柴动力A ¹⁶	000338.SZ	未予评级	不适用	Rmb17.85	2012年09月05日

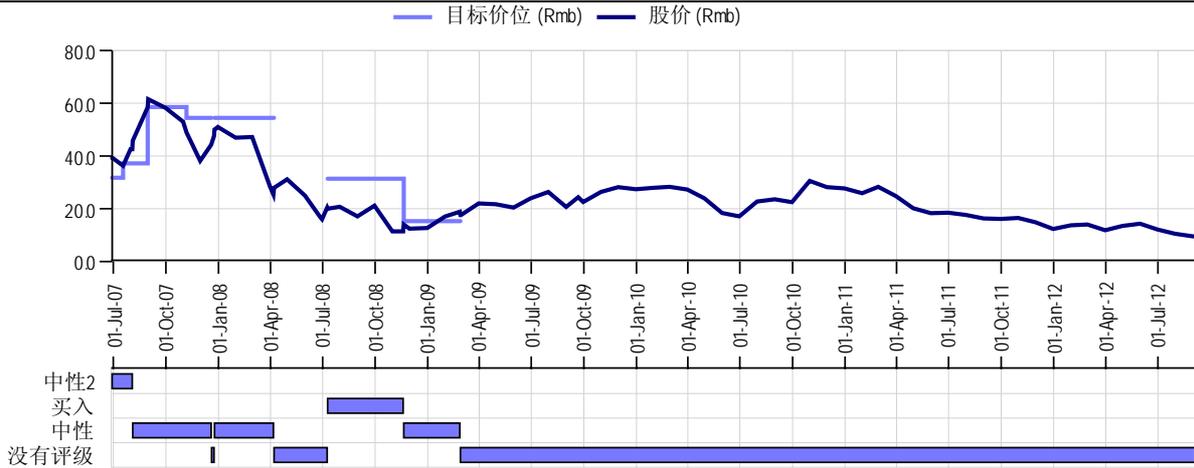
资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

16. UBS Securities LLC为该公司证券和/或存托证券提供做市服务。

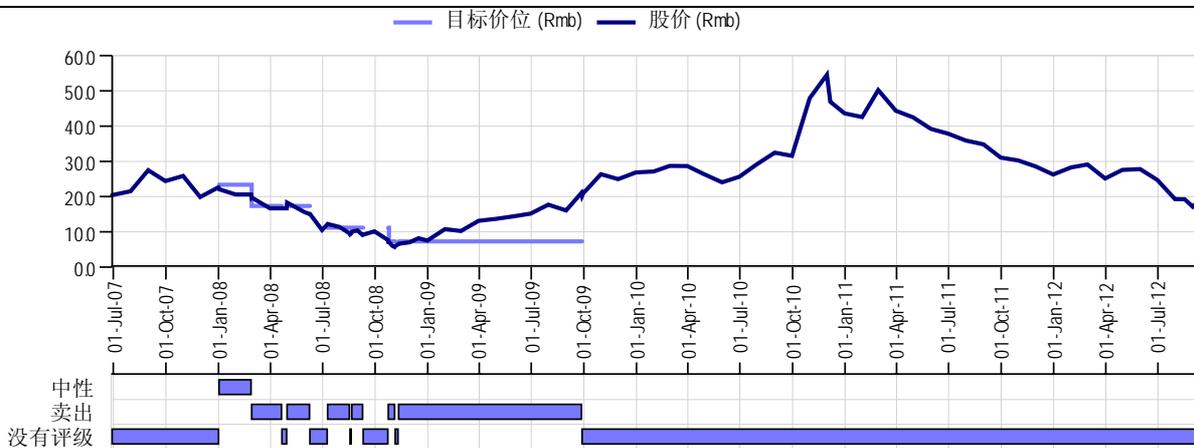
除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

中国重汽 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2012年9月5日

潍柴动力A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2012年9月5日

注: 2007年8月4日, UBS(瑞银)对其评级系统进行了修正(相关细节见‘瑞银投资研究: 全球股票评级定义’)。2006年9月9日至2007年8月3日期间, UBS(瑞银)评级及其定义如下: 买入1级=股票预期回报超出市场回报假设6%以上, 可预测性较高; 买入2级=股票预期回报超出市场回报假设6%以上, 可预测性较低; 中性1级=股票预期回报在市场回报假设的±6%的范围内, 可预测性较高; 中性2级=股票预期回报在市场回报假设的±6%的范围内, 可预测性较低; 减持1级=股票预期回报低于市场回报假设6%以上, 可预测性较高; 减持2级=股票预期回报低于市场回报假设6%以上, 可预测性较低。可预测程度代表分析员对股票预期回报的确信度。可预测程度“1”意味着分析师对股票预期回报的估计处于一个相对小而狭窄的可能性范围内; 可预测程度“2”意味着分析师对股票预期回报的估计处于一个相对大而宽泛的可能性范围内。2003年10月13日至2006年9月8日期间, 评级系统中所使用的百分比范围标准为10%。

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押贷款支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区: 除非在此特别申明,本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 受金融服务管理局(FSA)监管。**法国:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由 UBS Menkul Degerler AS 代表 UBS Limited 编制。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:2499)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯:** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利:** 由 UBS Limited 编制, UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非:** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列:** UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《投资顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列证券法》所定义的“富有经验的投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。虽然 UBS Limited 为其业务活动购买了保险,但这些保险并不同于《投资顾问法》相关条款所要求的针对投资顾问或投资营销者的保险。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家外资封闭式股份公司,商业注册号 1010257812,注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号 08113-37。**美国:** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc., 而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd (micra (p) 016/11/2011 和 Co. Reg. No.: 198500648C) 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜, 请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制,则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:** 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号: 231087) 和/或 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231098) 分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:** 由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的或元素。© UBS 2012 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

