

潍柴动力 (000338.SZ) 汽车零部件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

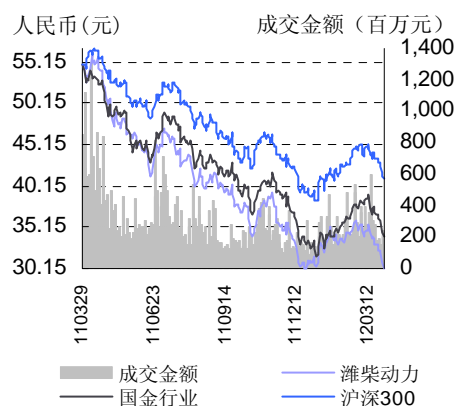
市价(人民币): 30.15 元

2012 年业绩有望明显改善

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	691.11
流通港股(百万股)	404.80
总市值(百万元)	50,232.65
年内股价最高最低(元)	55.95/30.15
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

1. 《三季度业绩大幅下滑,但盈利能力有所回升》, 2011.10.30
2. 《一季度业绩差强人意》, 2011.4.22

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	8.141	3.359	3.831	4.270	4.764
每股净资产(元)	11.11	13.75	17.46	21.59	26.22
每股经营性现金流(元)	5.22	3.57	5.31	5.90	6.39
市盈率(倍)	3.70	8.98	7.87	7.06	6.33
行业优化市盈率(倍)	15.18	16.40	12.36	10.05	8.35
净利润增长率(%)	99.04%	-17.48%	14.05%	11.46%	11.55%
净资产收益率(%)	36.63%	24.44%	21.95%	19.78%	18.16%
总股本(百万股)	833.05	1,666.09	1,666.09	1,666.09	1,666.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

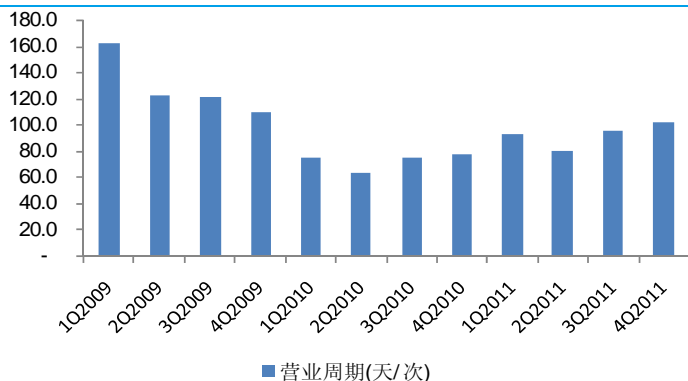
- 2011 年, 潍柴动力营收 600.2 亿元, 同比下滑 5.15%; 归属母公司股东净利润 55.97 亿元, 同比下滑 17.48%, 对应 EPS 为 3.36 元; 第四季度, 公司营收下滑 21.5%, 归属母公司股东净利润下滑 48.7%, 对应 EPS 为 0.61 元。

经营分析

- **陕西重汽市场份额略有提升:** 陕西重汽 2011 年重卡销量为 10.03 万辆, 较 2010 下滑 0.3%, 而同期重卡行业销量下滑 13.1%, 公司市场份额也从 9.9% 提升至 11.4%。依靠地缘优势, 陕西重汽是西部大开发的直接受益对象, 我们预计公司未来数年重卡销量增速仍将超越行业整体水平。
- **发动机市场份额有所下滑:** 公司 2011 年发动机销量为 47.3 万台, 同比下滑 14.7%。其中, 重卡发动机销量为 31.84 万台, 同比下滑 23.09%, 逊于行业整体表现, 市场份额从 40.8% 下滑至 36.1%, 但仍保持行业龙头地位; 工程机械发动机销量为 13.91 万台, 同比下滑 1.61%, 同期装载机销量增速达 14.0%, 公司市场份额亦有所下滑。目前, 公司高毛利率的 WP 12 二期生产线装配已在 2011 年启动, 有望助潍柴拓展重型柴油机空间; 与此同时, 公司 5-7 升发动机已在客车与小挖等市场取得突破, 未来亦有望带来较为可观的增量。
- **法士特份额略有下滑, 但龙头地位仍稳固:** 法士特 2011 年销售变速箱 70.12 万套, 同比下滑 17.7%, 下滑幅度大于重卡行业的 13.1%, 市场份额虽略有下滑, 但龙头地位仍十分稳固。公司目前变速箱均为手动变速箱, 与卡特彼勒合资 12 万套的液力自动变速器产能已经开工, 预计 2013 年底即可投产, 未来有望继续引领国内重卡变速器市场。
- **资产周转速度放缓, 现金流状况改善明显:** 2011 年, 公司应收账款周转天数从 22.5 上升到 28.0, 存货周转天数从 61.9 上升到 73.0, 营业周期从 77.0 天上升到 101 天, 资产周转速度放缓较为明显。公司 2011 年经营活动现金流净额为 59.5 亿元, 虽较 2010 年的 87.0 亿元有较大下滑, 但季度改善趋势明显, 其“经营净现金流/当期营收”已从一季度末的 -3.4% 升至年末的 9.9%; 虽然 2011 年投资现金流较 2010 年多支出 8.5 亿元, 但筹资现金流同比增加 34.5, 且资产负债率从 55.2% 下滑至 53.0%。

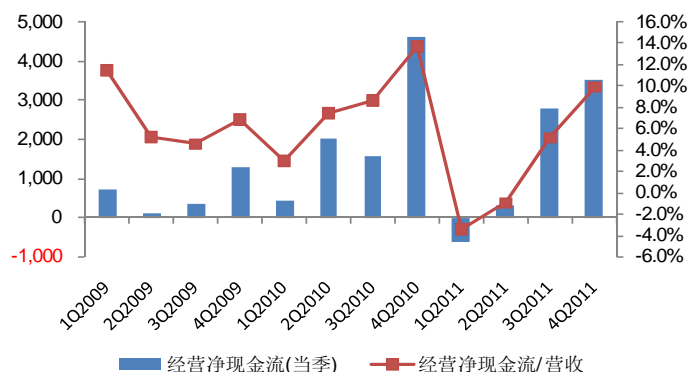
吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006
(8621)61038231
wuwz@gjzq.com.cn

图表1: 潍柴动力分季度营业周期



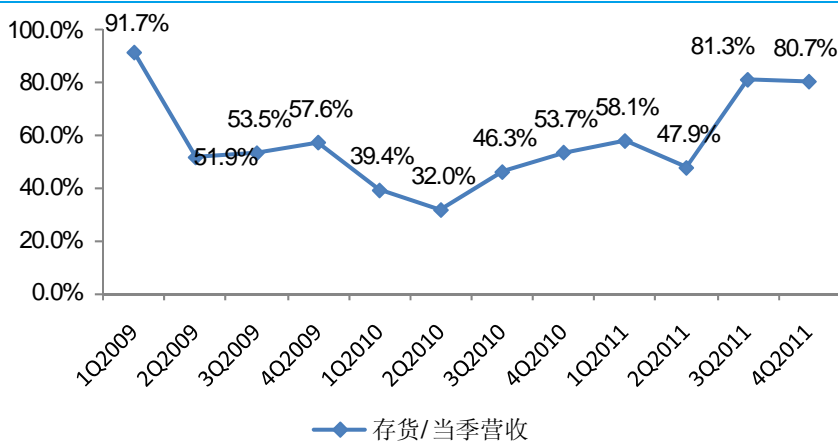
来源: 公司资料、国金证券研究所

图表2: 潍柴动力经营净现金流及其营收占比



- **库存压力仍处较高水平:** 从 2010 年第三季度开始, 随着重卡行业销量增速的下行, 公司“期末存货/当季营收”指标便呈逐步上行趋势, 2010 年末已达 53.7%, 库存压力已有所体现。2011 年, 公司库存压力继续上行, 到第三季度末达到上述指标已达 81.3%; 第四季度虽有所回落, 当仍处于 80.7% 的高位。2011 年末, 公司“产成品/当季营收”指标值已从年初的 42.5% 升至 61.2%, 为近 3 年来的最高水平; 即公司现有产成品, 需要 1.84 个月方能消化, 库存压力较大。从绝对值看, 公司目前的存货金额为 103.59 亿元, 较年初与第三季度末分别增加 17.8% 与 20.7%, 表明库存压力的提高既有销售收入下滑因素, 又有存货价值升高因素。

图表3: 潍柴动力“存货/当季营收”指标季度走势

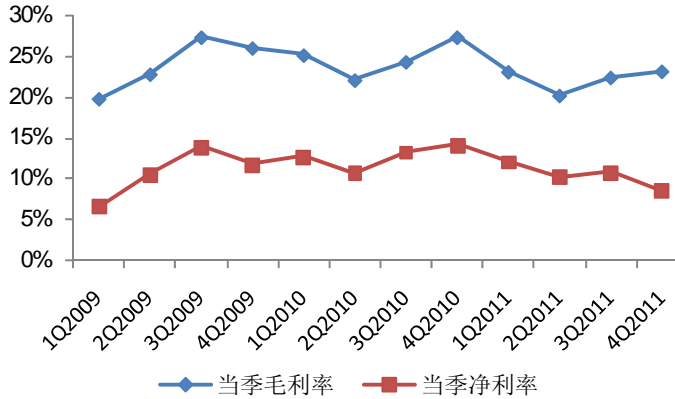


来源: 公司资料、国金证券研究所

- **盈利能力同比显著下滑, 但环比改善在继续:** 2011 年, 国内橡胶价格较 2010 年上涨约 30%, 钢材价格亦上涨约 10%; 与此同时, 重卡行业景气度下滑, 潍柴作为重卡产业链的核心产品供应企业, 亦受到较大影响, 二者合计使公司盈利能力下滑较为明显。2011 年, 潍柴毛利率为 22.01%, 同比下滑 2.6 个百分点; 公司净利率为 10.53%, 同比下滑 2.1 个百分点。值得欣慰的是, 受原材料价格回落的带动, 公司盈利能力环比仍在继续回升; 公司第四季度毛利率为 23.08%, 继第三季度环比提升 2.3 个百分点后, 当季度环比再次提升 0.8 个百分点, 表明盈利能力正在改善; 但三费比率的提高, 导致当季度净利率环比下滑 2.3 个百分点。2012 年, 钢材与

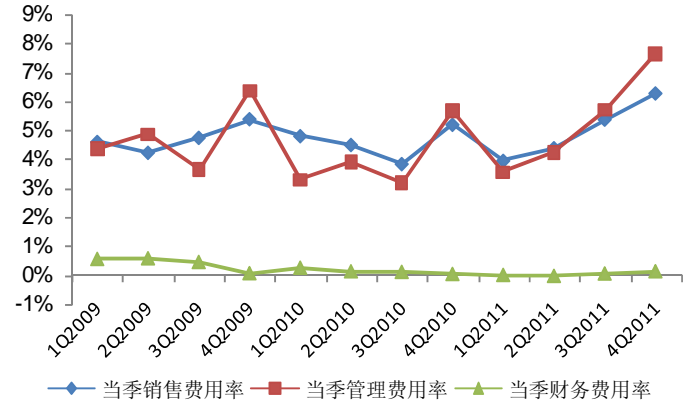
橡胶价格有望继续处于低位，重卡行业景气度也将有所改善，公司毛利率亦有望延续自 2011 年第二季度以来的回升势头，预计 2012 年毛利率较 2011 年将有所回升。

图表4：公司分季度毛利率与净利率



来源：公司公告、国金证券研究所

图表5：公司分季度三费比率



- **2012 年重卡行业销量增速有望回升，公司业绩有望显著改善：**我们发现 M2 是判断重卡需求变化的较为可靠领先指标。今年 2 月份我国 M2 增速已开始拐头向上，我们预计 5 月份起重卡需求也有望逐渐回升。此外，工程类重卡与物流类重卡的保有量，分别与工程类固定资产投资（交通运输行业投资+房地产开发投资+水利行业投资）与公路货运量紧密相关，根据我们的综合判断，我们认为 2012 年重卡销量有望达 95 万辆，同比增加约 8%。与此同时，第四季度以来钢材、橡胶等主要原材料的价格已有大幅下滑，全年亦有望维持较低水平，重卡类企业盈利能力将有明显好转。基于这一行业判断，我们认为公司今年业绩将有显著改善。

盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 可实现归属母公司净利润 63.83、71.15、79.37 亿元，同比增加 14.0%、11.5%与 11.6%，对应的 EPS 分别为 3.83、4.27、4.76 元。

投资建议

- 公司当前股价为 37.05 元，对应 2012 年 PE 为 7.9 倍 PE，估值水平偏低，维持公司“买入”评级。

图表6：潍柴动力分业务收入与毛利预测

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
整车及发动机							
销售收入（百万元）	27,255	29,645	53,196	49,021	54,489	59,887	65,833
增长率（YOY）	N/A	8.77%	79.45%	-7.85%	11.15%	9.91%	9.93%
毛利率	20.99%	26.15%	26.38%	23.58%	24.08%	24.23%	24.33%
销售成本（百万元）	21,534	21,894	39,165	37,462	41,370	45,374	49,816
增长率（YOY）	N/A	1.67%	78.89%	-4.35%	10.43%	9.68%	9.79%
毛利（百万元）	5,722	7,751	14,031	11,559	13,119	14,514	16,017
增长率（YOY）	N/A	35.47%	81.02%	-17.62%	13.50%	10.63%	10.36%
占总销售额比重	82.27%	83.45%	84.07%	81.68%	81.74%	81.32%	80.87%
占主营业务利润比重	85.41%	89.53%	90.08%	87.48%	87.26%	86.91%	86.58%
变速箱							
平均售价（元/件）	8,332	7,239	7,738	9,929	9,730	9,828	9,926
增长率（YOY）	N/A	-13.11%	6.89%	28.32%	-2.00%	1.00%	1.00%
销售数量（辆）	464,515	532,049	852,000	701,200	757,296	817,880	883,310
增长率（YOY）	N/A	14.54%	60.14%	-13.00%	8.00%	8.00%	8.00%
销售收入（百万元）	3,870	3,852	6,593	6,962	7,369	8,038	8,768
增长率（YOY）	N/A	-0.48%	71.17%	5.61%	5.84%	9.08%	9.08%
毛利率	20.27%	17.01%	17.23%	17.48%	18.50%	18.80%	19.00%
销售成本（百万元）	3,085	3,197	5,456	5,745	6,006	6,527	7,102
增长率（YOY）	N/A	3.60%	70.70%	5.30%	4.53%	8.68%	8.81%
毛利（百万元）	785	655	1,136	1,217	1,363	1,511	1,666
增长率（YOY）	N/A	-16.52%	73.46%	7.10%	12.03%	10.85%	10.24%
占总销售额比重	11.68%	10.84%	10.42%	11.60%	11.05%	10.91%	10.77%
占主营业务利润比重	11.71%	7.57%	7.29%	9.21%	9.07%	9.05%	9.01%
其他							
销售收入（百万元）	2,002	2,029	3,491	4,036	4,803	5,716	6,802
增长率（YOY）	N/A	1.33%	72.05%	15.62%	19.00%	19.00%	19.00%
毛利率	9.61%	12.41%	11.71%	10.82%	11.50%	11.80%	12.00%
销售成本（百万元）	1,810	1,777	3,082	3,599.45	4,250.75	5,041.24	5,985.47
增长率（YOY）	N/A	-1.81%	73.43%	16.78%	18.09%	18.60%	18.73%
毛利（百万元）	192	252	409	437	552	674	816
增长率（YOY）	N/A	30.87%	62.29%	6.86%	26.46%	22.10%	21.02%
占总销售额比重	6.04%	5.71%	5.52%	6.72%	7.21%	7.76%	8.36%
占主营业务利润比重	2.87%	2.91%	2.62%	3.31%	3.67%	4.04%	4.41%
销售总收入（百万元）	33,128	35,525	63,280	60,019	66,660	73,641	81,402
销售总成本（百万元）	26,429	26,867	47,704	46,807	51,626	56,942	62,903
毛利（百万元）	6,699	8,658	15,576	13,213	15,035	16,699	18,499
平均毛利率	20.22%	24.37%	24.61%	22.01%	22.55%	22.68%	22.73%

来源：公司资料、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	35,525	63,280	60,019	66,660	73,641	81,402	货币资金	6,578	11,159	16,613	23,137	33,203	43,119
增长率		78.1%	-5.2%	11.1%	10.5%	10.5%	应收款项	11,847	16,088	14,530	16,301	17,978	19,841
主营业务成本	-26,867	-47,704	-46,807	-51,626	-56,942	-62,903	存货	5,807	8,793	10,358	10,749	11,856	13,098
%销售收入	75.6%	75.4%	78.0%	77.4%	77.3%	77.3%	其他流动资产	891	1,649	1,209	1,294	1,347	1,406
毛利	8,658	15,576	13,213	15,035	16,699	18,499	流动资产	25,123	37,689	42,709	51,480	64,385	77,464
%销售收入	24.4%	24.6%	22.0%	22.6%	22.7%	22.7%	%总资产	69.4%	72.3%	69.4%	74.3%	80.1%	83.7%
营业税金及附加	-157	-295	-222	-267	-295	-326	长期投资	793	1,743	1,468	1,469	1,508	1,558
%销售收入	0.4%	0.5%	0.37%	0.40%	0.40%	0.40%	固定资产	8,226	10,264	14,770	14,197	12,282	11,174
营业费用	-1,697	-2,925	-2,907	-3,266	-3,645	-4,029	%总资产	22.7%	19.7%	24.0%	20.5%	15.3%	12.1%
%销售收入	4.8%	4.6%	4.8%	4.90%	4.95%	4.95%	无形资产	1,638	1,625	1,857	1,274	1,385	1,488
管理费用	-1,740	-2,584	-3,022	-3,333	-3,682	-4,070	非流动资产	11,095	14,471	18,836	17,763	15,993	15,070
%销售收入	4.9%	4.1%	5.0%	5.00%	5.00%	5.00%	%总资产	30.6%	27.7%	30.6%	25.7%	19.9%	16.3%
息税前利润 (EBIT)	5,064	9,771	7,062	8,169	9,077	10,074	资产总计	36,218	52,160	61,545	69,243	80,378	92,533
%销售收入	14.3%	15.4%	11.8%	12.3%	12.3%	12.4%	短期借款	1,516	577	2,241	0	0	0
财务费用	-147	-95	-31	36	59	76	应付款项	14,453	21,622	22,918	25,091	27,679	30,578
%销售收入	0.4%	0.2%	0.05%	-0.05%	-0.08%	-0.09%	其他流动负债	2,185	4,120	4,254	4,775	5,256	5,474
资产减值损失	-430	-506	-19	-26	-32	-39	流动负债	18,154	26,320	29,413	29,866	32,935	36,052
公允价值变动收益	0	4	0	0	0	0	长期贷款	942	955	352	352	352	352
投资收益	40	71	158	197	247	308	其他长期负债	1,461	1,515	2,876	2,941	2,962	2,987
%税前利润	0.9%	0.8%	2.1%	2.3%	2.5%	2.8%	负债	20,557	28,790	32,642	33,160	36,250	39,392
营业利润	4,528	9,245	7,170	8,376	9,351	10,419	普通股股东权益	11,755	18,515	22,903	29,084	35,979	43,692
营业利润率	12.7%	14.6%	11.9%	12.6%	12.7%	12.8%	少数股东权益	3,907	4,855	5,999	6,999	8,149	9,449
营业外收支	152	151	249	311	373	447	负债股东权益合计	36,218	52,160	61,545	69,243	80,378	92,533
税前利润	4,680	9,397	7,419	8,686	9,723	10,866	比率分析						
利润率	13.2%	14.8%	12.4%	13.0%	13.2%	13.3%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-732	-1,398	-1,099	-1,303	-1,459	-1,630	每股指标						
所得税率	15.6%	14.9%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	4.090	8.141	3.359	3.831	4.270	4.764
净利润	3,948	7,999	6,320	7,383	8,265	9,237	每股净资产	14.110	11.113	13.747	17.457	21.595	26.225
少数股东损益	540	1,217	723	1,000	1,150	1,300	每股经营现金净流	2.928	5.223	3.573	5.312	5.896	6.390
归属于母公司的净利润	3,407	6,782	5,597	6,383	7,115	7,937	每股股利	0.130	0.480	0.430	0.130	0.130	0.130
净利率	9.6%	10.7%	9.3%	9.6%	9.7%	9.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.99%	36.63%	24.44%	21.95%	19.78%	18.16%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	9.41%	13.00%	9.09%	9.22%	8.85%	8.58%
净利润	3,948	7,999	6,320	7,383	8,265	9,237	投入资本收益率	21.93%	31.65%	17.57%	17.70%	16.32%	15.21%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,368	1,806	1,475	1,669	1,937	2,243	主营业务收入增长率	7.24%	78.13%	-5.15%	11.07%	10.47%	10.54%
非经营收益	64	-299	216	-464	-578	-747	EBIT增长率	53.03%	92.94%	-27.73%	15.68%	11.13%	10.98%
营运资金变动	-2,939	-804	-1,981	262	199	-86	净利润增长率	76.43%	99.04%	-17.48%	14.05%	11.46%	11.55%
经营活动现金净流	2,441	8,702	6,030	8,851	9,823	10,647	总资产增长率	23.75%	44.02%	17.99%	12.51%	16.08%	15.12%
资本开支	-1,335	-1,772	-3,379	-177	274	-753	资产管理能力						
投资	-7	-343	-554	0	-40	-50	应收账款周转天数	32.1	22.8	28.3	29.0	29.0	29.0
其他	1	108	18	197	247	308	存货周转天数	79.2	55.9	74.7	76.0	76.0	76.0
投资活动现金净流	-1,340	-2,007	-3,915	21	480	-494	应付账款周转天数	100.7	82.3	102.2	100.0	100.0	100.0
股权募资	78	90	638	0	0	0	固定资产周转天数	72.1	45.2	58.7	52.5	48.0	42.9
债权募资	-154	-855	2,406	-2,227	8	10	偿债能力						
其他	-510	-696	-1,142	-120	-245	-247	净负债/股东权益	-18.13%	-35.71%	-39.21%	-55.70%	-68.35%	-75.42%
筹资活动现金净流	-586	-1,462	1,902	-2,347	-237	-237	EBIT利息保障倍数	34.6	102.8	229.4	-224.6	-154.6	-133.4
现金净流量	514	5,233	4,018	6,524	10,067	9,915	资产负债率	56.76%	55.20%	53.04%	47.89%	45.10%	42.57%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	1	8
买入	1	1	3	3	8
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	1.89	1.69

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-22	买入	52.92	N/A
2 2011-10-30	买入	37.05	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B