

潍柴重机 (000880.SZ)

内燃机行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

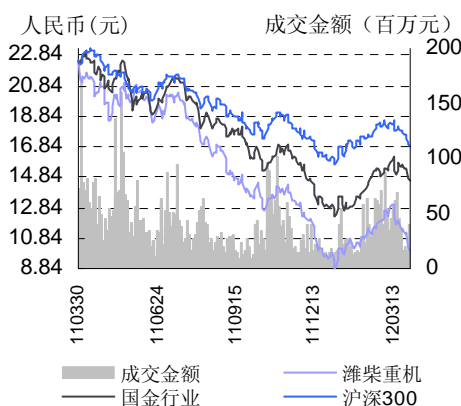
市价(人民币): 9.98元

等待内河船舶市场好转

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)	135.13
总市值(百万元)	2,755.48
年内股价最高最低(元)	21.77/8.84
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.789	0.687	0.654	0.787	0.924
每股净资产(元)	3.31	4.00	4.60	5.20	6.13
每股经营性现金流(元)	2.02	0.91	1.05	1.84	2.11
市盈率(倍)	22.37	14.36	15.26	12.68	10.81
行业优化市盈率(倍)	54.17	44.25	44.25	44.25	44.25
净利润增长率(%)	21.75%	-12.84%	-4.83%	20.32%	17.34%
净资产收益率(%)	23.82%	17.19%	14.21%	15.13%	15.07%
总股本(百万股)	276.10	276.10	276.10	276.10	276.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2011 年共实现营业收入 2,382 百万元, 同比减少 10.50%; 归属母公司股东的净利润 190 百万元, 同比减少 12.84%, EPS 为 0.69 元。公司业绩略高于我们预期 (EPS 0.62 元), 这主要是公司所得税费用根据以前年度股权投资损失税前扣除, 调整后 2011 年实际所得税税率仅为 2.3%。公司的股利分配预案为每 10 股派发现金红利 0.5 元。

经营分析

- **内河投资保持增长, 内河航运景气偏低:** 2011 年 1~11 月, 我国内河建设完成投资 335 亿元, 同比增长 19.3%, 高于 2010 年同期 15.1% 的增速, 显示内河投资依旧保持快速增长。2011 年 1~11 月, 我国内河主要港口实现货物吞吐量 26.8 亿吨, 同比增长 13.1%, 增速与沿海港口货物吞吐量增速基本持平, 但较 2010 年同期下降了 4.8 个百分点。2011 年, 长江内河航运运价持续走低, 年内长江干散货运价综合指数下跌 14.8%, 长江煤炭运价指数降幅为 27.3%。
- **内河船舶市场:** 2011 年以来, 由于信贷紧缩的影响, 加上钢价高企、运价低迷, 内河船舶市场有所下滑, 公司营业收入同比下降 10.5%, 而行业的平均降幅要更大一些。我们认为, 内河航运的增长相对平稳, 随着国内信贷环境的改善、钢材成本下降 (以及对钢材高度敏感的内河船舶的船价下降), 2012 年内河船舶订造需求或将逐渐转暖, 但其持续性仍取决于内河航运增长的势头、内河投资的力度。
- **业务和产品结构:** 2011 年, 公司大功率中速机项目正式投产, 并成功交付了首台 32/40 系列大功率柴油机; 而批量接单、生产的实现仍需要磨合时间。发电设备业务通过积极拓展陆用发电业务, 以抵消船用发电业务下滑态势, 全年仍实现了 10.9% 的收入增长。
- **利润率与费用水平:** 公司 2011 年综合毛利率为 14.27%, 较 2010 年下降 1.1 个百分点。这主要是发电机组业务的收入占比提高, 而该业务受竞争激烈影响和陆用比例提高, 毛利率下降了 2.6 个百分点。在销售收入减少的情况下, 公司 2011 年的管理费用和销售费用均较 2010 年有所减少, 显示费用控制情况良好。

相关报告

1. 《内河船舶市场景气低迷》, 2011.10.27
2. 《内河船舶市场景气下滑》, 2011.8.29
3. 《柴油机产品结构调整中》, 2011.4.22

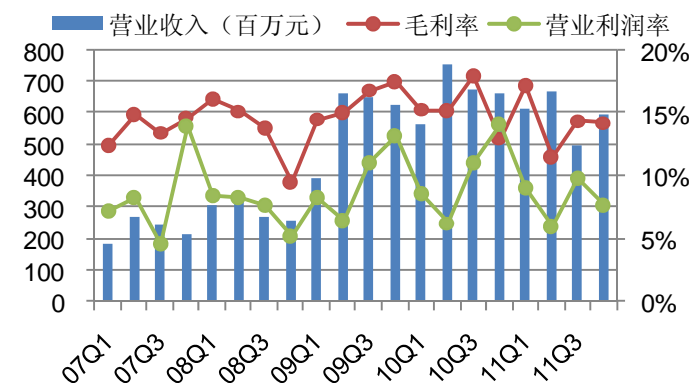
罗立波 分析师 SAC 执业编号: S1130512010004
 (8621)61038326
 luolib@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

刘芷君 联系人
 (8687)21485949
 liuzj@gjzq.com.cn

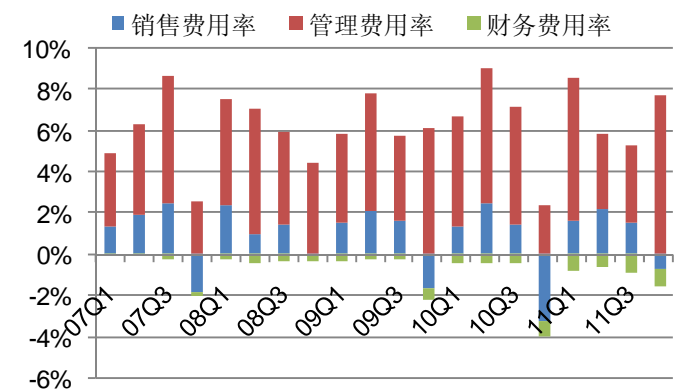
- **现金流和资产状况：**公司 2011 年经营活动现金流量净额为 252 百万元，虽然比 2010 年同期有所减少，仍高于净利润水平。2011 年末，公司固定资产达 695 百万元，值较年初增加 458 百万元，增长 109%；在建工程达 498 百万元，同比增加 21.76%；这主要是因为大功率中速机项目实现了部分完工转固，而在建工程也主要是该项目和技改工程构成。

图表1：公司各季度的销售收入和利润率

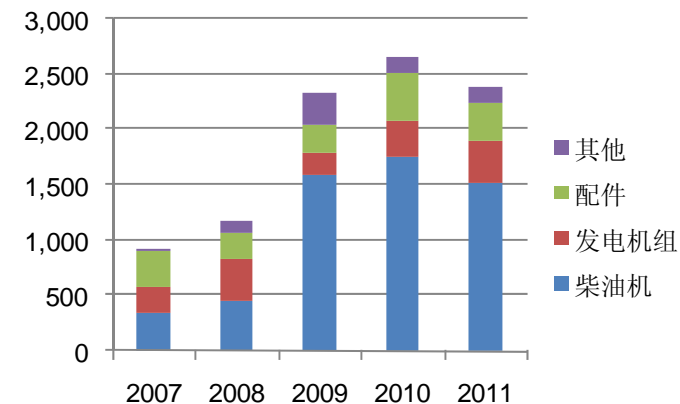


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司分项业务销售收入（百万元）

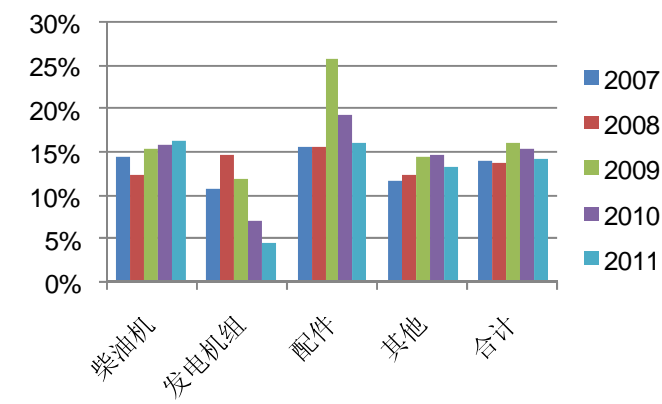


图表3：公司分项业务的销售收入（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表4：公司分项业务的毛利率



盈利预测和投资建议

- 根据目前内河造船市场的需求形势，我们调整了公司的盈利预测，2012-2014 年营业收入分别为 2,601, 3,014 和 3,494 百万元，净利润分别为 181, 217 和 255 百万元；EPS 分别为 0.654, 0.787 和 0.924 元。当前股价对应 2012 年 15.3 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 内河船舶市场持续低迷的风险。内河船舶柴油发动机占公司现有柴油机销售比例较大，而内河船舶市场受到信贷环境、内河航运、内河投资等宏观经济环境，以及钢价、船价等因素的影响。

图表5：分项业务预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
柴油机						
销售收入（百万元）	1,585.89	1,746.00	1,522.75	1,644.57	1,940.59	2,289.89
增长率（YOY）	247.14%	10.10%	-12.79%	8.00%	18.00%	18.00%
毛利率	15.44%	16.01%	16.30%	16.10%	16.20%	16.20%
销售成本（百万元）	1,341.02	1,466.40	1,274.59	1,379.79	1,626.21	1,918.93
增长率（YOY）	235.62%	9.35%	-13.08%	8.25%	17.86%	18.00%
毛利（百万元）	244.87	279.61	248.15	264.78	314.38	370.96
增长率（YOY）	327.50%	14.19%	-11.25%	6.70%	18.73%	18.00%
占总销售额比重	67.85%	65.60%	63.93%	63.23%	64.40%	65.53%
占主营业务利润比重	65.05%	68.28%	73.01%	71.99%	72.99%	73.82%
发电机组						
销售收入（百万元）	204.74	335.89	372.49	420.92	484.06	556.66
增长率（YOY）	-45.90%	64.06%	10.90%	13.00%	15.00%	15.00%
毛利率	11.89%	7.24%	4.64%	5.20%	5.60%	6.00%
销售成本（百万元）	180.40	311.57	355.20	399.03	456.95	523.26
增长率（YOY）	-44.03%	72.71%	14.00%	12.34%	14.51%	14.51%
毛利（百万元）	24.34	24.32	17.30	21.89	27.11	33.40
增长率（YOY）	-56.64%	-0.07%	-28.88%	26.54%	23.85%	23.21%
占总销售额比重	8.76%	12.62%	15.64%	16.18%	16.06%	15.93%
占主营业务利润比重	6.47%	5.94%	5.09%	5.95%	6.29%	6.65%
配件						
销售收入（百万元）	250.21	435.64	349.02	383.93	422.32	464.55
增长率（YOY）	5.94%	74.11%	-19.88%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	25.75%	19.38%	16.04%	16.00%	16.00%	16.00%
销售成本（百万元）	185.77	351.20	293.03	322.50	354.75	390.22
增长率（YOY）	-6.69%	89.05%	-16.56%	10.06%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	64.44	84.44	55.99	61.43	67.57	74.33
增长率（YOY）	73.74%	31.04%	-33.69%	9.70%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	10.71%	16.37%	14.65%	14.76%	14.01%	13.29%
占主营业务利润比重	17.12%	20.62%	16.47%	16.70%	15.69%	14.79%
材料及其他						
销售收入（百万元）	296.38	143.86	137.66	151.43	166.57	183.23
增长率（YOY）	170.35%	-51.46%	-4.31%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	14.43%	14.67%	13.39%	13.00%	13.00%	13.00%
销售成本（百万元）	253.62	122.76	119.23	131.75	144.92	159.41
增长率（YOY）	164.44%	-51.60%	-2.87%	10.50%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	42.76	21.10	18.43	19.69	21.65	23.82
增长率（YOY）	211.66%	-50.65%	-12.64%	6.79%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	12.68%	5.41%	5.78%	5.82%	5.53%	5.24%
占主营业务利润比重	11.36%	5.15%	5.42%	5.35%	5.03%	4.74%
销售总收入（百万元）	2337.22	2661.39	2381.93	2600.84	3013.54	3494.34
销售总成本（百万元）	1960.81	2251.92	2042.05	2233.07	2582.83	2991.83
毛利（百万元）	376.41	409.47	339.88	367.78	430.71	502.51
平均毛利率	16.11%	15.39%	14.27%	14.14%	14.29%	14.38%

来源：国金证券研究所

图表6：三张报表摘要
损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	2,337	2,661	2,382	2,601	3,014	3,494
增长率		13.9%	-10.5%	9.2%	15.9%	16.0%
主营业务成本	-1,961	-2,252	-2,042	-2,233	-2,583	-2,992
%销售收入	83.9%	84.6%	85.7%	85.9%	85.7%	85.6%
毛利	376	409	340	368	431	503
%销售收入	16.1%	15.4%	14.3%	14.1%	14.3%	14.4%
营业税金及附加	-11	-9	-7	-9	-11	-12
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-20	-15	-28	-29	-30	-35
%销售收入	0.9%	0.5%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%
管理费用	-121	-135	-132	-146	-166	-192
%销售收入	5.2%	5.1%	5.5%	5.6%	5.5%	5.5%
息税前利润（EBIT）	225	251	173	184	224	263
%销售收入	9.6%	9.4%	7.2%	7.1%	7.4%	7.5%
财务费用	8	14	19	22	23	28
%销售收入	-0.4%	-0.5%	-0.8%	-0.9%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	-2	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	4	6	7
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	2.3%	2.3%
营业利润	230	265	191	211	254	298
营业利润率	9.9%	9.9%	8.0%	8.1%	8.4%	8.5%
营业外收支	0	1	3	2	2	2
税前利润	231	266	194	213	256	300
利润率	9.9%	10.0%	8.2%	8.2%	8.5%	8.6%
所得税	-52	-48	-5	-32	-38	-45
所得税率	22.5%	18.0%	2.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	179	218	190	181	217	255
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	179	218	190	181	217	255
净利率	7.7%	8.2%	8.0%	6.9%	7.2%	7.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	179	218	0	181	217	255
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	33	58	0	74	80	79
非经营收益	34	-6	0	31	-3	1
营运资金变动	527	287	0	3	212	246
经营活动现金净流	773	557	0	290	507	581
资本开支	-219	-289	-403	-31	-17	-88
投资	0	-180	0	-1	0	0
其他	0	0	0	4	6	7
投资活动现金净流	-219	-469	-403	-28	-11	-81
股权募资	0	0	0	0	-52	0
债权募资	0	0	0	-85	0	0
其他	0	0	0	0	-19	-10
筹资活动现金净流	0	0	0	-85	-70	-10
现金净流量	554	87	-403	177	426	490

来源：公司公告，国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,082	1,226	982	1,159	1,585	2,075
应收款项	2	12	12	9	7	9
存货	113	166	212	245	283	328
其他流动资产	11	55	20	24	28	32
流动资产	1,207	1,459	1,226	1,437	1,903	2,443
%总资产	63.3%	58.2%	44.3%	49.5%	57.5%	63.3%
长期投资	0	180	180	181	180	180
固定资产	582	701	1,193	1,142	1,075	1,079
%总资产	30.5%	28.0%	43.1%	39.4%	32.5%	28.0%
无形资产	94	136	133	140	147	154
非流动资产	699	1,046	1,544	1,465	1,404	1,415
%总资产	36.7%	41.8%	55.7%	50.5%	42.5%	36.7%
资产总计	1,906	2,505	2,770	2,902	3,307	3,858
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1,170	1,442	1,500	1,518	1,755	2,033
其他流动负债	39	106	81	114	115	133
流动负债	1,209	1,548	1,582	1,631	1,870	2,166
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	43	85	0	0	0
负债	1,209	1,591	1,666	1,631	1,870	2,166
普通股股东权益	696	914	1,104	1,271	1,437	1,692
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,906	2,505	2,770	2,902	3,307	3,858

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.648	0.789	0.687	0.654	0.787	0.924
每股净资产	2.523	3.311	3.999	4.603	5.203	6.127
每股经营现金净流	2.799	2.016	0.913	1.049	1.836	2.105
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	25.68%	23.82%	17.19%	14.21%	15.13%	15.07%
总资产收益率	9.39%	8.69%	6.85%	6.22%	6.57%	6.61%
投入资本收益率	25.00%	22.54%	15.27%	12.33%	13.27%	13.22%
增长率						
主营业务收入增长率	97.89%	13.87%	-10.50%	9.19%	15.87%	15.95%
EBIT增长率	164.23%	11.93%	-31.32%	6.85%	21.62%	17.33%
净利润增长率	158.48%	21.75%	-12.84%	-4.83%	20.32%	17.34%
总资产增长率	89.92%	31.44%	10.60%	4.75%	13.95%	16.67%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.1	0.7	1.5	1.0	0.8	0.8
存货周转天数	27.6	22.6	33.8	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	66.1	72.5	90.6	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	50.6	40.1	106.5	115.6	108.5	94.0
偿债能力						
净负债/股东权益	#####	-134.08%	-88.91%	-91.19%	-110.29%	-122.65%
EBIT利息保障倍数	-27.4	-17.4	-9.2	-8.3	-9.6	-9.4
资产负债率	63.45%	63.50%	60.15%	56.21%	56.55%	56.15%

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	0	1
买入	0	0	0	0	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	1.67

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 2010-05-21	买入	15.31	20.00 ~ 20.00
2 2011-01-13	买入	21.07	26.55 ~ 29.73
3 2011-01-30	买入	22.13	26.55 ~ 29.73
4 2011-03-31	买入	21.20	N/A
5 2011-04-22	买入	21.01	N/A
6 2011-08-29	买入	16.80	N/A
7 2011-10-27	买入	13.46	N/A

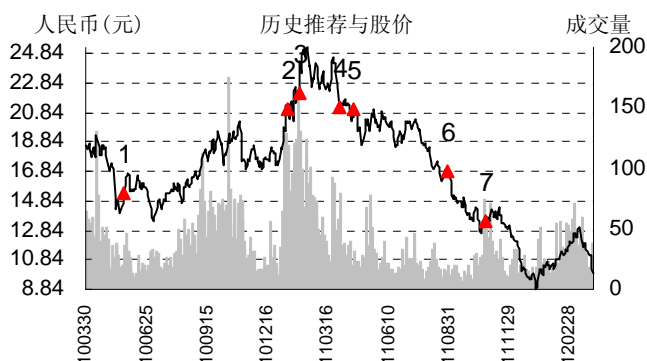
来源：国金证券研究所

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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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