

**潍柴重机 (000880.SZ)****内燃机行业**

评级：持有 下调评级

业绩点评

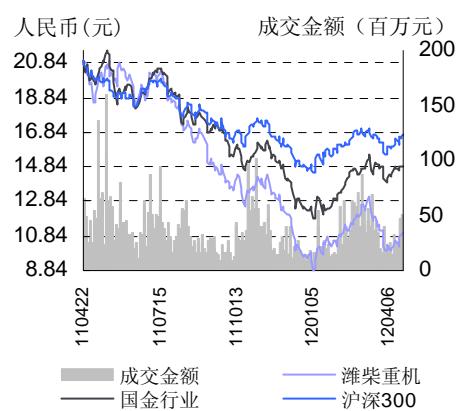
市价（人民币）：11.00元

**需求低迷仍是主要问题**

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)	3,037.11
年内股价最高最低(元)	21.00/8.84
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	0.466	0.574	0.695
每股净资产(元)	3.31	4.00	4.41	5.00	5.69
每股经营性现金流(元)	2.02	0.91	-0.08	1.53	1.70
市盈率(倍)	22.37	14.36	23.63	19.16	15.83
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%	-32.27%	23.31%	21.03%
净资产收益率(%)	23.82%	17.19%	10.55%	11.48%	12.20%
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1季度共实现营业收入494百万元，同比减少19.53%；归属母公司股东的净利润29百万元，同比减少39.70%，EPS为0.10元。

**经营分析**

- **内河投资力度加大，但航运持续低迷：**今年1季度，我国内河建设固定资产投资为84亿元，同比增长43.67%，增速较去年同期提高了26个百分点，也高于去年全年19.3%的平均增速，显示内河投资增长速度出现进一步的提高。12年1季度，我国内河港口实现货物吞吐量6.6亿吨，同比增长3.1%，增速较去年同期下降了12.6个百分点，由于国内经济增长放慢，加上前期运力投放较多，内河航运依然持续低景气度。
- **需求有变化，但整体仍继续下滑：**今年2-3月以来，由于国内信贷环境趋于宽松，加上钢材价格下跌导致造船成本下降，部分对船价高度敏感的用户如渔船船主，采取“逢低订造”的策略，因此公司中小型（如160、170系列）柴油机的需求较为坚挺，而以CW200为代表的偏向大型的柴油机受制于内河航运景气低迷的程度要更高。
- **毛利率下滑：**公司1季度的综合毛利率为12.16%，同比下降了5个百分点，也低于去年全年14.27%的平均水平。这应与收入下降导致固定成本摊销压力增大，包括大功率中速机项目部分达产导致固定资产从11年1季度末的284百万元增加至12年1季度末的679百万元，从而使折旧费用增加明显。
- **利润率和费用水平：**公司在销售收入同比下滑19.53%的情况下合理控制费用，1季度管理费用率和销售费用率均较去年同期有所减少，但由于毛利率下滑，公司利润率为6.7%，仍较去年同期减少了2.3个百分点。
- **现金流状况：**公司1季度经营现金流为净流出65百万元，较去年同期净流入164百万元差距较大。这主要是因为去年初公司对营销体系进行改革，向经销商收取了较多的预收款/保证金所致。

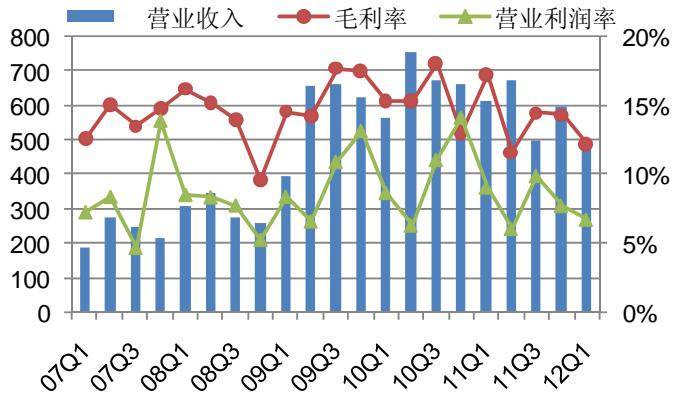
**相关报告**

1. 《等待内河船舶市场好转》，2012.3.30
2. 《内河船舶市场景气低迷》，2011.10.27
3. 《内河船舶市场景气下滑》，2011.8.29

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

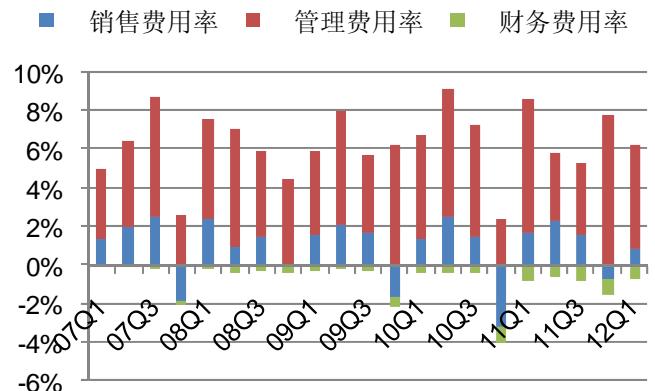
**董亚光** 分析师SAC执业编号：S1130511030005  
(8621)61038289  
dongyaguang@gjzq.com.cn

图表1：公司各季度的营业收入（百万元）和利润率



来源：公司公报，国金证券研究所

图表2：公司各季度的三项费用率



### 盈利预测和投资建议

- 根据内河船舶柴油机需求形势，我们调整公司盈利预测为：2012~2014年营业收入分别为2,087、2,455和2,849百万元，净利润分别为129、159和192百万元；EPS分别为0.466元、0.574元和0.695元。
- 当前股价对应2012年23.63倍PE估值，考虑到行业景气程度，以及公司大功率中速机对业绩的贡献尚待时日，我们下调公司评级为“持有”。

### 风险提示

- 公司面临的主要风险为内河船舶市场持续低迷导致需求持续下滑。

图表3：分项业务预测

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>柴油机</b>						
销售收入(百万元)	1,585.89	1,746.00	1,522.75	1,248.65	1,498.38	1,768.09
增长率(VOY)	247.14%	10.10%	-12.79%	-18.00%	20.00%	18.00%
毛利率	15.44%	16.01%	16.30%	15.30%	15.50%	15.60%
销售成本(百万元)	1,341.02	1,466.40	1,274.59	1,057.61	1,266.13	1,492.27
增长率(VOY)	235.62%	9.35%	-13.08%	-17.02%	19.72%	17.86%
毛利(百万元)	244.87	279.61	248.15	191.04	232.25	275.82
增长率(VOY)	327.50%	14.19%	-11.25%	-23.01%	21.57%	18.76%
占总销售额比重	67.85%	65.60%	63.93%	59.84%	61.04%	62.07%
占主营业务利润比重	65.05%	68.28%	73.01%	68.53%	69.48%	70.23%
<b>发电机组</b>						
销售收入(百万元)	204.74	335.89	372.49	372.49	428.37	492.62
增长率(VOY)	-45.90%	64.06%	10.90%	0.00%	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	353.12	404.38	463.07
增长率(VOY)	-44.03%	72.71%	14.00%	-0.58%	14.51%	14.51%
毛利(百万元)	24.34	24.32	17.30	19.37	23.99	29.56
增长率(VOY)	-56.64%	-0.07%	-28.88%	11.98%	23.85%	23.21%
占总销售额比重	8.76%	12.62%	15.64%	17.85%	17.45%	17.29%
占主营业务利润比重	6.47%	5.94%	5.09%	6.95%	7.18%	7.53%
<b>配件</b>						
销售收入(百万元)	250.21	435.64	349.02	314.12	361.24	404.59
增长率(VOY)	5.94%	74.11%	-19.88%	-10.00%	15.00%	12.00%
毛利率	25.75%	19.38%	16.04%	15.50%	15.60%	15.70%
销售成本(百万元)	185.77	351.20	293.03	265.43	304.89	341.07
增长率(VOY)	-6.69%	89.05%	-16.56%	-9.42%	14.86%	11.87%
毛利(百万元)	64.44	84.44	55.99	48.69	56.35	63.52
增长率(VOY)	73.74%	31.04%	-33.69%	-13.05%	15.74%	12.72%
占总销售额比重	10.71%	16.37%	14.65%	15.05%	14.72%	14.20%
占主营业务利润比重	17.12%	20.62%	16.47%	17.46%	16.86%	16.17%
<b>材料及其他</b>						
销售收入(百万元)	296.38	143.86	137.66	151.43	166.57	183.23
增长率(VOY)	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(VOY)	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(VOY)	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%	7.26%	6.79%	6.43%
占主营业务利润比重	11.36%	5.15%	5.42%	7.06%	6.48%	6.07%
销售总收入(百万元)	2337.22	2661.39	2381.93	2086.70	2454.57	2848.54
销售总成本(百万元)	1960.81	2251.92	2042.05	1807.91	2120.32	2455.82
毛利(百万元)	376.41	409.47	339.88	278.79	334.25	392.72
平均毛利率	16.11%	15.39%	14.27%	13.36%	13.62%	13.79%

来源：国金证券研究所

图表4：三张报表摘要

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	2,337	2,661	2,382	2,087	2,455	2,849		货币资金	1,082	1,226	982	851	1,249	1,632
增长率	13.9%	-10.5%	-12.4%	17.6%	16.1%		应收账款	2	12	12	7	6	7	
主营业务成本	-1,961	-2,252	-2,042	-1,808	-2,120	-2,456	存货	113	166	212	198	232	269	
%销售收入	83.9%	84.6%	85.7%	86.6%	86.4%	86.2%	其他流动资产	11	55	20	20	23	27	
毛利	376	409	340	279	334	393	流动资产	1,207	1,459	1,226	1,076	1,511	1,935	
%销售收入	16.1%	15.4%	14.3%	13.4%	13.6%	13.8%	%总资产	63.3%	58.2%	44.3%	42.3%	51.8%	57.8%	
营业税金及附加	-11	-9	-7	-7	-9	-10	长期投资	0	180	180	181	180	180	
%销售收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	582	701	1,193	1,142	1,075	1,079	
营业费用	-20	-15	-28	-23	-25	-28	%总资产	30.5%	28.0%	43.1%	44.9%	36.9%	32.2%	
%销售收入	0.9%	0.5%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	无形资产	94	136	133	140	147	154	
管理费用	-121	-135	-132	-125	-142	-162	非流动资产	699	1,046	1,544	1,465	1,404	1,415	
%销售收入	5.2%	5.1%	5.5%	6.0%	5.8%	5.7%	%总资产	36.7%	41.8%	55.7%	57.7%	48.2%	42.2%	
息税前利润(EBIT)	225	251	173	123	159	192	<b>资产总计</b>	<b>1,906</b>	<b>2,505</b>	<b>2,770</b>	<b>2,541</b>	<b>2,915</b>	<b>3,350</b>	
%销售收入	9.6%	9.4%	7.2%	5.9%	6.5%	6.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0	
财务费用	8	14	19	19	17	20	应付款项	1,170	1,442	1,500	1,229	1,441	1,669	
%销售收入	-0.4%	-0.5%	-0.8%	-0.9%	-0.7%	-0.7%	其他流动负债	39	106	81	94	94	109	
资产减值损失	-2	-1	0	0	0	0	流动负债	1,209	1,548	1,582	1,323	1,535	1,778	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	7	9	12	其他长期负债	0	43	85	0	0	0	
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	4.8%	5.3%	<b>负债</b>	<b>1,209</b>	<b>1,591</b>	<b>1,666</b>	<b>1,323</b>	<b>1,535</b>	<b>1,778</b>	
营业利润	230	265	191	149	184	224	<b>普通股股东权益</b>	<b>696</b>	<b>914</b>	<b>1,104</b>	<b>1,219</b>	<b>1,380</b>	<b>1,572</b>	
营业利润率	9.9%	9.9%	8.0%	7.2%	7.5%	7.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	0	1	3	2	2	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,906</b>	<b>2,505</b>	<b>2,770</b>	<b>2,541</b>	<b>2,915</b>	<b>3,350</b>	
税前利润	231	266	194	151	186	226								
利润率	9.9%	10.0%	8.2%	7.2%	7.6%	7.9%								
所得税	-52	-48	-5	-23	-28	-34								
所得税率	22.5%	18.0%	2.3%	15.0%	15.0%	15.0%								
净利润	179	218	190	129	159	192								
少数股东损益	0	0	0	0	0	0								
归属于母公司的净；	179	218	190	129	159	192								
净利润	7.7%	8.2%	8.0%	6.2%	6.5%	6.7%								
现金流量表（人民币百万元）							比率分析							
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	179	218	190	129	159	192	<b>每股指标</b>							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.648	0.789	0.687	0.466	0.574	0.695	
非现金支出	33	58	60	74	81	79	每股净资产	2.523	3.311	3.999	4.414	4.999	5.694	
非经营收益	34	-6	-10	28	-6	-4	每股经营现金净流	2.799	2.016	0.913	-0.077	1.529	1.698	
营运资金变动	527	287	12	-253	189	202	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.050	0.000	0.000	
经营活动现金净流	773	557	252	-21	422	469	<b>回报率</b>							
资本开支	-219	-289	-403	-31	-17	-88	净资产收益率	25.68%	23.82%	17.19%	10.55%	11.48%	12.20%	
投资	0	-180	0	-1	0	0	总资产收益率	9.39%	8.69%	6.85%	5.06%	5.44%	5.73%	
其他	0	0	0	7	9	12	投入资本收益率	25.00%	22.54%	15.27%	8.60%	9.78%	10.38%	
投资活动现金净流	-219	-469	-403	-25	-8	-76	<b>增长率</b>							
股权投资	0	0	0	0	3	0	主营业务收入增长率	97.89%	13.87%	-10.50%	-12.39%	17.63%	16.05%	
债权募资	0	0	0	-85	0	0	EBIT增长率	164.23%	11.93%	-31.32%	-28.55%	28.72%	20.89%	
其他	0	0	0	0	-19	-10	净利润增长率	158.48%	21.75%	-12.84%	-32.27%	23.31%	21.03%	
筹资活动现金净流	0	0	0	-85	-16	-10	总资产增长率	89.92%	31.44%	10.60%	-8.26%	14.69%	14.92%	
现金净流量	554	87	-151	-131	398	383	<b>资产管理能力</b>							
							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	144.0	133.2	115.3	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	#####	-134.08%	-88.91%	-69.82%	-90.51%	-103.81%	
							EBIT利息保障倍数	-27.4	-17.4	-9.2	-6.5	-9.5	-9.7	
							资产负债率	63.45%	63.50%	60.15%	52.04%	52.65%	53.07%	

来源：国金证券研究所

**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	1	1	1	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>2.00</b>	<b>1.86</b>

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
8 2012-03-30	买入	10.01	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形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靠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