

# 潍柴动力 (000338.SZ) 汽车零配件行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

市价（人民币）：34.00元

## 一季度为年内低点，后续有望逐季回升

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)	56,647.11
年内股价最高最低(元)	52.08/30.15
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17
人民币(元)	成交金额(百万元)
	1,000
50.15	800
45.15	600
40.15	400
35.15	200
30.15	0



### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	4.071	3.359	3.865	4.324	4.828
每股净资产(元)	11.11	13.75	17.49	21.68	26.38
每股经营性现金流(元)	5.22	3.57	5.34	5.99	6.49
市盈率(倍)	12.87	9.38	8.27	7.39	6.62
行业优化市盈率(倍)	55.41	45.65	45.65	45.65	45.65
净利润增长率(%)	99.04%	-17.48%	15.05%	11.89%	11.63%
净资产收益率(%)	36.63%	24.44%	22.10%	19.94%	18.30%
总股本(百万股)	1,666.09	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

- 2012年第一季度，潍柴动力营收135.4亿元，同比下滑26.65%；归属母公司股东净利润10.25亿元，同比下滑44.57%，对应EPS为0.615元。

### 经营分析

- **下游行业需求低迷是公司业绩大幅下滑主因。**一季度，重卡行业销量下滑30.1%，装载机销量下滑27.2%，公司收入下滑幅度约为27%，与下游行业下滑幅度较为吻合。但行业需求的大幅下滑也必然带来盈利能力的下降，由此公司净利润增速为-44.6%，下滑幅度超过收入降幅。
- **陕西重汽市场份额继续提升：**一季度，陕西重汽重卡销量为26,766辆，同比下滑19.5%，好于重卡行业30.1%的下滑幅度；公司一季度市场份额达13.2%，较去年同期与去年全年分别提升1.8与1.4个百分点。依靠地缘优势，陕西重汽是西部大开发的直接受益对象，且公司出口业务行业领先，出口量连续多年位居行业第一，我们预计公司重卡销量增速仍将超越行业整体水平。
- **本部发动机产量大幅下降，扬柴产量高速增长：**根据中汽协数据，公司一季度发动机产量为11.49万台，较去年同期下滑32.6%，下滑幅度略大于下游行业。分公司看，本部产量大幅下滑68.8%，但潍柴扬州产量大幅增长107.2%，使本部产量占比仅36.7%，较去年同期与第四季度的79.4%与70.4%均有明显下滑，从而使公司轻柴占比明显提升。
- **盈利能力明显下滑：**一季度公司毛利率仅19.61%，同比与环比分别下滑3.4与3.5个百分点。一季度公司净利率为8.53%，比去年全年水平下降2个百分点，但与去年第四季度持平。我们认为，行业需求仍大幅下滑是公司盈利能力继续下滑的主要原因。由于管理费用具有一定刚性，在收入大幅下降的情况下，管理费率必然提高，这自然也将导致公司综合盈利能力的下降。一季度，尽管公司收入下27%，但公司管理费用仍增长3.16%。此外，钢材等原材料价格的下降传导至公司生产成本的下降存在一定时滞，这或许也是公司毛利率尚未回升的主要原因。

### 相关报告

1. 《2012年业绩有望明显改善》，2012.3.30
2. 《三季度业绩大幅下滑，但盈利能力有所回升》，2011.10.30

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

- 一季度为公司业绩最低点，后续有望逐渐改善。一季度是重卡需求淡季，加上今年以来货币政策放松、重大工程建设陆续复工等传导至公司产品需求回升均需一定时间，因此一季度已注定是公司年内业绩最低点。我们判断，最迟5月份起重卡销量增速将逐渐回升，且后续有望逐季走高，在行业需求不再严重下滑的情况下，原材料价格的下降也将可转变为公司盈利能力的回升，由此公司业绩也将逐季改善。

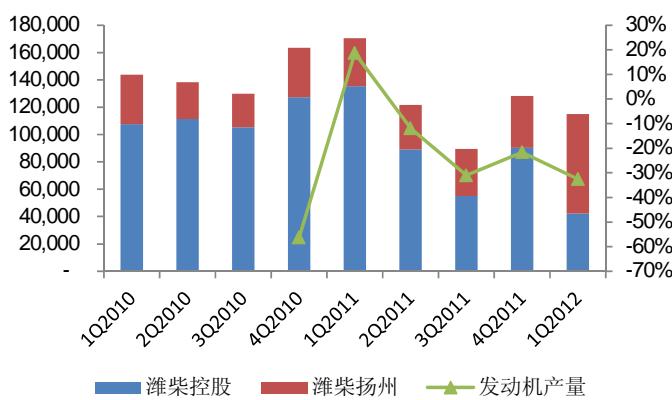
### 盈利预测

- 我们预计公司2012-2014可实现归属母公司净利润为64.39、72.05、80.43亿元，同比增长15.1%、11.9%与11.6%，对应的EPS分别为3.87、4.32、4.83元。

### 投资建议

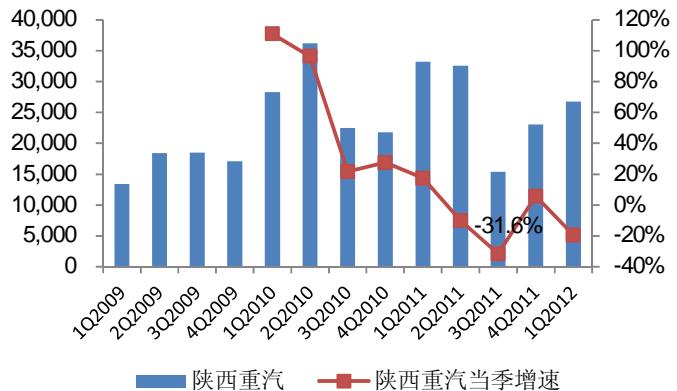
- 公司是在行业内具有一定垄断地位的核心动力总成供应商，在重卡行业的复苏过程中受益将非常确定，且纵使重卡行业回升程度较弱，公司业绩风险也相对较小，我们将其列为重卡板块的首选推荐标的。公司当前股价为34.0元，对应2012年PE为8.8倍PE，估值水平仍明显偏低，维持公司“买入”评级。

图表1：公司分公司发动机季度产量及总增速(台)



来源：公司资料、国金证券研究所

图表2：陕西重汽分季度重卡销量及增速(辆)

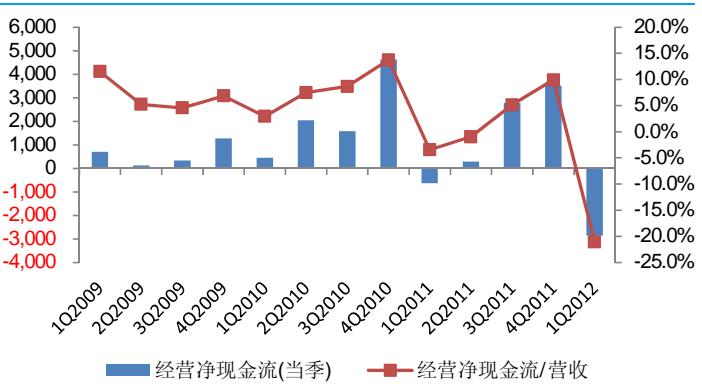


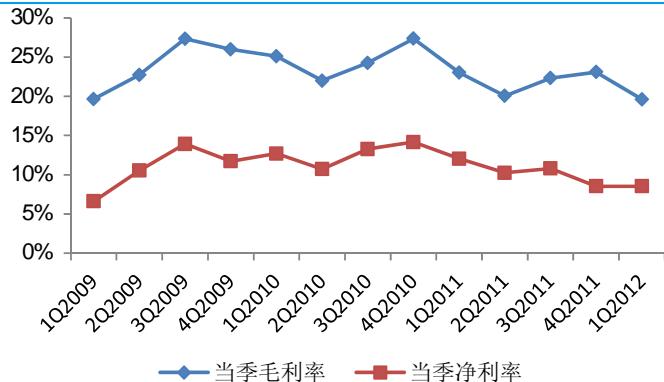
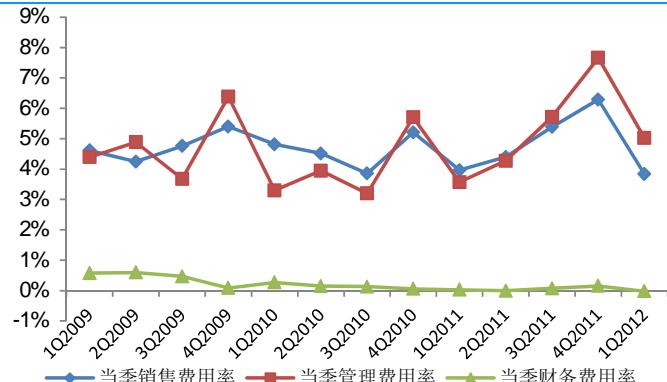
图表3：潍柴动力“存货/当季营收”指标季度走势



来源：公司资料、国金证券研究所

图表4：潍柴动力经营净现金流及其营收占比



**图表5：公司分季度毛利率与净利率**

**图表6：公司分季度三费比率**


来源：公司资料、国金证券研究所

**图表7：潍柴动力分业务收入与毛利预测**

项目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>整车及关键零部件</b>						
销售收入（百万元）	17,286	53,196	49,021	54,054	61,332	69,315
增长率 (YOY)	-3.11%	207.74%	-7.85%	10.27%	13.47%	13.02%
毛利率	21.40%	26.38%	23.58%	24.44%	24.19%	23.99%
销售成本（百万元）	13,588	39,165	37,462	40,845	46,498	52,688
增长率 (YOY)	-6.50%	188.24%	-4.35%	9.03%	13.84%	13.31%
毛利（百万元）	3,698	14,031	11,559	13,209	14,834	16,628
增长率 (YOY)	11.78%	279.37%	-17.62%	14.28%	12.30%	12.09%
占总销售额比重	48.66%	84.07%	81.68%	81.89%	82.50%	83.00%
占主营业务利润比重	42.72%	90.08%	87.48%	88.07%	88.49%	88.85%
<b>其他零部件</b>						
销售收入（百万元）	3,851.6	6,592.6	6,962.2	7,310.3	7,675.8	8,059.6
增长率 (YOY)	-0.48%	71.17%	5.61%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	17.01%	17.23%	17.48%	17.50%	17.50%	17.50%
销售成本（百万元）	3,197	5,456	5,745	6,031	6,333	6,649
增长率 (YOY)	3.60%	70.70%	5.30%	4.97%	5.00%	5.00%
毛利（百万元）	655	1,136	1,217	1,279	1,343	1,410
增长率 (YOY)	-16.52%	73.46%	7.10%	5.13%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	10.84%	10.42%	11.60%	11.08%	10.32%	9.65%
占主营业务利润比重	7.57%	7.29%	9.21%	8.53%	8.01%	7.54%
<b>其他</b>						
销售收入（百万元）	2,029	3,491	4,036	4,642	5,338	6,139
增长率 (YOY)	1.33%	72.05%	15.62%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	12.41%	11.71%	10.82%	11.00%	11.00%	11.00%
销售成本（百万元）	1,777	3,082	3,599.45	4,131.07	4,750.73	5,463.34
增长率 (YOY)	-1.81%	73.43%	16.78%	14.77%	15.00%	15.00%
毛利（百万元）	252	409	437	511	587	675
增长率 (YOY)	30.87%	62.29%	6.86%	16.90%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	5.71%	5.52%	6.72%	7.03%	7.18%	7.35%
占主营业务利润比重	2.91%	2.62%	3.31%	3.40%	3.50%	3.61%
销售总收入（百万元）	35,525	63,280	60,019	66,006	74,346	83,513
销售总成本（百万元）	26,867	47,704	46,807	51,007	57,582	64,800
毛利（百万元）	8,658	15,576	13,213	14,999	16,765	18,713
平均毛利率	24.37%	24.61%	22.01%	22.72%	22.55%	22.41%

来源：公司资料、国金证券研究所

**图表8：潍柴动力三张报表预测摘要**

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
<b>主营业务收入</b>	<b>35,525</b>	<b>63,280</b>	<b>60,019</b>	<b>66,006</b>	<b>74,346</b>	<b>83,513</b>							
增长率		78.1%	-5.2%	10.0%	12.6%	12.3%							
<b>主营业务成本</b>	<b>-26,867</b>	<b>-47,704</b>	<b>-46,807</b>	<b>-51,007</b>	<b>-57,582</b>	<b>-64,800</b>							
%销售收入	75.6%	75.4%	78.0%	77.3%	77.5%	77.6%							
<b>毛利</b>	<b>8,658</b>	<b>15,576</b>	<b>13,213</b>	<b>14,999</b>	<b>16,765</b>	<b>18,713</b>							
%销售收入	24.4%	24.6%	22.0%	22.7%	22.5%	22.4%							
<b>营业税金及附加</b>	<b>-157</b>	<b>-295</b>	<b>-222</b>	<b>-264</b>	<b>-297</b>	<b>-334</b>							
%销售收入	0.4%	0.5%	0.37%	0.40%	0.40%	0.40%							
<b>营业费用</b>	<b>-1,697</b>	<b>-2,925</b>	<b>-2,907</b>	<b>-3,201</b>	<b>-3,569</b>	<b>-4,009</b>							
%销售收入	4.8%	4.6%	4.8%	4.85%	4.80%	4.80%							
<b>管理费用</b>	<b>-1,740</b>	<b>-2,584</b>	<b>-3,022</b>	<b>-3,300</b>	<b>-3,717</b>	<b>-4,176</b>							
%销售收入	4.9%	4.1%	5.0%	5.00%	5.00%	5.00%							
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>5,064</b>	<b>9,771</b>	<b>7,062</b>	<b>8,233</b>	<b>9,181</b>	<b>10,195</b>							
%销售收入	14.3%	15.4%	11.8%	12.5%	12.3%	12.2%							
<b>财务费用</b>	<b>-147</b>	<b>-95</b>	<b>-31</b>	<b>37</b>	<b>61</b>	<b>82</b>							
%销售收入	0.4%	0.2%	0.05%	-0.06%	-0.08%	-0.10%							
<b>资产减值损失</b>	<b>-430</b>	<b>-506</b>	<b>-19</b>	<b>-26</b>	<b>-33</b>	<b>-40</b>							
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							
<b>投资收益</b>	<b>40</b>	<b>71</b>	<b>158</b>	<b>197</b>	<b>247</b>	<b>308</b>							
%税前利润	0.9%	0.8%	2.1%	2.3%	2.5%	2.8%							
<b>营业利润</b>	<b>4,528</b>	<b>9,245</b>	<b>7,170</b>	<b>8,441</b>	<b>9,456</b>	<b>10,544</b>							
<b>营业利润率</b>	<b>12.7%</b>	<b>14.6%</b>	<b>11.9%</b>	<b>12.8%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.6%</b>							
<b>营业外收支</b>	<b>152</b>	<b>151</b>	<b>249</b>	<b>311</b>	<b>373</b>	<b>447</b>							
<b>税前利润</b>	<b>4,680</b>	<b>9,397</b>	<b>7,419</b>	<b>8,752</b>	<b>9,829</b>	<b>10,992</b>							
<b>利润率</b>	<b>13.2%</b>	<b>14.8%</b>	<b>12.4%</b>	<b>13.3%</b>	<b>13.2%</b>	<b>13.2%</b>							
<b>所得税</b>	<b>-732</b>	<b>-1,398</b>	<b>-1,099</b>	<b>-1,313</b>	<b>-1,474</b>	<b>-1,649</b>							
所得税率	15.6%	14.9%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%							
<b>净利润</b>	<b>3,948</b>	<b>7,999</b>	<b>6,320</b>	<b>7,439</b>	<b>8,355</b>	<b>9,343</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>540</b>	<b>1,217</b>	<b>723</b>	<b>1,000</b>	<b>1,150</b>	<b>1,300</b>							
<b>归属于母公司的净</b>	<b>3,407</b>	<b>6,782</b>	<b>5,597</b>	<b>6,439</b>	<b>7,205</b>	<b>8,043</b>							
<b>净利率</b>	<b>9.6%</b>	<b>10.7%</b>	<b>9.3%</b>	<b>9.8%</b>	<b>9.7%</b>	<b>9.6%</b>							
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>2,441</b>	<b>8,702</b>	<b>5,954</b>	<b>8,901</b>	<b>9,987</b>	<b>10,819</b>							
资本开支	-1,335	-1,772	-3,379	-177	274	-753	<b>每股指标</b>						
投资	-7	-343	-279	0	-40	-50	每股收益	4.090	4.071	3.359	3.865	4.324	4.828
其他	1	108	18	197	247	308	每股净资产	14.110	11.113	13.747	17.490	21.682	26.376
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,340</b>	<b>-2,007</b>	<b>-3,640</b>	<b>21</b>	<b>480</b>	<b>-494</b>	每股经营现金流净流	2.928	5.223	3.573	5.343	5.994	6.493
股权投资	78	90	638	0	0	0	每股股利	0.480	0.430	0.000	0.130	0.130	0.130
债权募资	-154	-855	2,406	-2,227	8	10	<b>回报率</b>						
其他	-510	-696	-1,142	-120	-245	-247	净资产收益率	28.99%	36.63%	24.44%	22.10%	19.94%	18.30%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-586</b>	<b>-1,462</b>	<b>1,902</b>	<b>-2,347</b>	<b>-237</b>	<b>-237</b>	总资产收益率	9.41%	13.00%	9.09%	9.34%	8.91%	8.57%
<b>现金净流量</b>	<b>514</b>	<b>5,233</b>	<b>4,216</b>	<b>6,575</b>	<b>10,230</b>	<b>10,087</b>	投入资本收益率	21.93%	31.65%	17.57%	17.82%	16.45%	15.32%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	7.24%	78.13%	-5.15%	9.97%	12.64%	12.33%
							EBIT增长率	53.03%	92.94%	-27.73%	16.60%	11.51%	11.04%
							净利润增长率	76.43%	99.04%	-17.48%	15.05%	11.89%	11.63%
							总资产增长率	23.75%	44.02%	17.99%	12.05%	17.26%	16.00%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	32.1	22.8	28.3	29.0	29.0	29.0
							存货周转天数	79.2	55.9	74.7	76.0	76.0	76.0
							应付账款周转天数	100.7	82.3	102.2	100.0	100.0	100.0
							固定资产周转天数	72.1	45.2	58.7	53.0	47.5	41.8
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-18.13%	-35.71%	-39.21%	-55.75%	-68.61%	-75.79%
							EBIT利息保障倍数	34.6	102.8	229.4	-223.2	-149.4	-124.7
							资产负债率	56.76%	55.20%	53.04%	47.60%	45.25%	43.08%

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	2	2	2	10
买入	0	8	9	10	15
持有	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>0</b>	<b>1.91</b>	<b>1.91</b>	<b>1.92</b>	<b>1.83</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 2011-04-22	买入	52.92	N/A
2 2011-10-30	买入	37.05	N/A
3 2012-03-30	买入	30.16	N/A

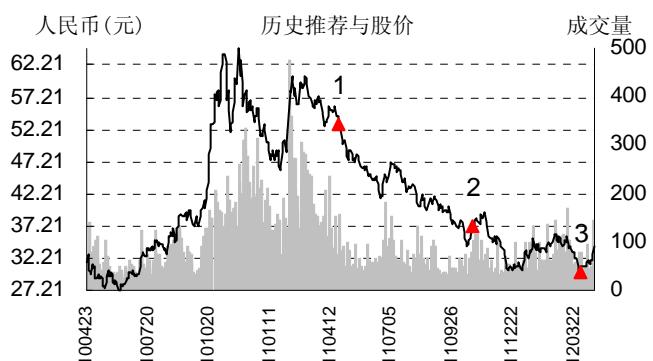
来源：国金证券研究所

**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