



出口和LNG重卡快速增长引领公司走出低谷

2012年7月31日

强烈推荐/维持

潍柴动力

调研快报

——潍柴动力（000338）调研快报

王明德	执业证书编号：S1480511100001
张洪磊	zhanghl@dxzq.net.cn 010-66554014

事件：

我于7月26日调研了潍柴动力，与公司管理人员进行了交流。

1. 公司加强成本控制、加快新产品开发应对行业低迷。

为了应对重卡行业景气的持续低迷，公司采取了压缩成本和加快开发新产品的策略。今年以来，公司管理人员和工人的平均工资下降了20%左右，人工成本和管理费用率将有所下降。另外，公司新开发了5升和7升排量的发动机（原有产品都是10升和12升排量），可装配于中型卡车、客车和挖掘机，进一步开拓了产品的市场空间。子公司陕汽推出了M3000系列，全面提升了产品的配置，竞争力进一步得到提升。子公司陕西法士特也正在积极研发乘用车变速器，以拓展市场空间。

2. 出口和LNG重卡、发动机成为主要成长动力。

公司已经制定了全球化的战略方针，积极开拓海外市场，今年以来在俄罗斯和中东市场销量均有较大幅度增长。同时公司重点推动LNG重卡及其发动机的销售，今年以来陕汽LNG重卡销量已突破3,000辆，超过了去年全年的销量，LNG发动机实现销售8,000多台。虽然LNG发动机单价超过10万元，LNG重卡的价格也比普通重卡贵近10万元，但由于重卡的年行驶里程大都在20万公里以上，且百公里油耗都在30升以上，半年节省出来的油费就可以弥补多付出的购置费用，市场前景广阔。公司新近研发了LNG发动机的缸内直喷技术解决了原有LNG发动机功率输出偏低的问题，进一步提升了LNG重卡的性价比。随着国内充气站的不断增多，LNG重卡销量有望持续高速增长。

3. 公司加大研发投入并加强技术合作，提升创新能力。

虽然公司目前面临一定业绩压力，但公司仍将继续加大研发、提升自主创新能力，在未来2-3年时间里将研发费用的收入占比提升到5-6%（行业水平只有3%左右）。另外，公司通过合作开发新产品的方式引入外资（奥地利）合作伙伴，同时准备积极向上下游延伸，在欧美寻找兼并收购的标的，以进一步提升整体技术和产品实力。

结论：

短期来看，重卡和发动机销量增速有望逐渐反弹，下半年公司业绩降幅将不断收窄。中长期来看，公司在国内10升和12升重型发动机和变速器领域拥有垄断地位，议价能力强，并且出口和LNG重卡销量增长有较大空间，业绩增长仍有较大空间。预计公司2012-2014年EPS分别为2.39、2.92和3.66元，对应PE分别为10、8和6倍，维持公司“强烈推荐”评级。

表：盈利预测及相关指标

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	63,279.56	60,019.27	52,426.46	60,011.11	72,301.65
营业收入增长率	78.13%	-5.15%	-12.65%	14.47%	20.48%
营业成本	47,704.05	46,806.61	42,019.81	47,858.86	57,588.26
营业费用	2,925.23	2,906.86	2,437.83	2,760.51	3,253.57
管理费用	2,584.26	3,022.28	2,726.18	3,000.56	3,470.48
财务费用	95.08	30.78	26.21	30.01	36.15
资产减值损失	505.74	18.60	55.80	117.18	175.76
营业利润	9,245.18	7,169.91	5,114.33	6,198.59	7,705.45
EBITDA	10551.80	8579.04	6581.63	7548.18	9619.28
归属母公司净利润	6,782.15	5,596.93	3,983.43	4,859.56	6,090.18
净利润增长率	99.04%	-17.48%	-28.83%	21.99%	25.32%
EPS (元)	4.07	3.36	2.39	2.92	3.66
资产负债表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	11,158.57	16,612.74	18,087.13	20,642.80	24,582.56
应收账款	4,577.51	4,737.51	5,745.37	5,754.49	6,536.86
预付款项	1,637.74	431.54	851.74	1,330.32	1,906.21
存货	8,793.35	10,357.55	11,512.28	11,800.82	12,622.09
非流动资产	14,471.04	18,835.80	19,328.70	19,480.03	19,074.70
资产总计	52,159.85	61,544.55	66,494.94	71,505.46	79,295.84
应付账款	13,137.58	13,078.98	13,814.73	15,078.82	15,777.61
预收款项	1,166.05	882.76	751.70	601.67	420.92
流动负债	25,359.02	29,413.34	30,428.01	30,739.40	32,768.10
非流动负债	3,430.70	3,228.45	3,355.23	3,503.90	3,664.34
少数股东权益	4,855.21	5,999.32	6,601.88	7,264.69	7,993.78
母公司股东权益	23,370.13	28,902.76	32,724.99	37,275.45	42,876.68
ROIC	42.34%	27.99%	17.88%	20.18%	22.56%
现金流量表（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	7,999.10	6,320.00	4,585.99	5,522.37	6,819.27
折旧摊销	1,211.54	1,378.35	1,441.09	1,319.58	1,877.67
经营活动产生现金流	9,404.77	5,948.08	4,623.08	5,852.30	6,144.71
投资活动产生现金流	-2,643.33	-3,640.32	-1,981.89	-1,456.89	-1,499.45
融资活动产生现金流	-1,525.28	1,916.1	-1,166.80	-1,839.74	-705.50
现金净增（减）	5,236.16	4,223.89	1,474.39	2,555.67	3,939.76

资料来源：东兴证券

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

张洪磊

对外经贸大学金融学硕士，工学学士，具有四年汽车行业从业经验，2012 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

- 看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；
- 中性： 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；
- 看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。