

潍柴重机 (000880.SZ) 内燃机行业

评级：中性 维持评级

业绩点评

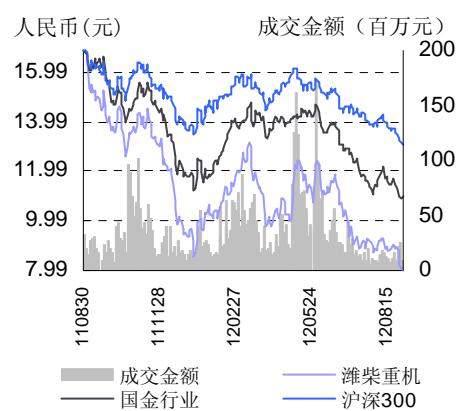
市价（人民币）：7.99元

业绩受制于需求低迷，财务状况保持良好

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)	22.06
年内股价最高最低(元)	16.83/7.99
沪深 300 指数	2211.37
深证成指	8220.08



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	0.381	0.432	0.502
每股净资产(元)	3.31	4.00	4.33	4.77	5.27
每股经营性现金流(元)	2.02	0.91	-0.18	1.19	1.30
市盈率(倍)	22.37	14.36	20.99	18.50	15.91
行业优化市盈率(倍)	57.80	47.02	39.05	39.05	39.05
净利润增长率(%)	21.75%	-12.84%	-44.62%	13.45%	16.26%
净资产收益率(%)	23.82%	17.19%	8.79%	9.05%	9.52%
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

- 潍柴重机上半年实现营业收入 1,108 百万元，同比减少 13.86%；归属母公司股东的净利润 54 百万元，同比减少 35.71%，EPS 为 0.19 元。据此测算，2 季度的收入同比减少 8.68%，净利润同比减少 30.33%，EPS 为 0.09 元。公司同时发布董事会决议，聘任马玉先为公司 CEO 兼总经理，顾文海为公司执行总经理，对于部分副总经理等职位也进行了一定调整。

经营分析

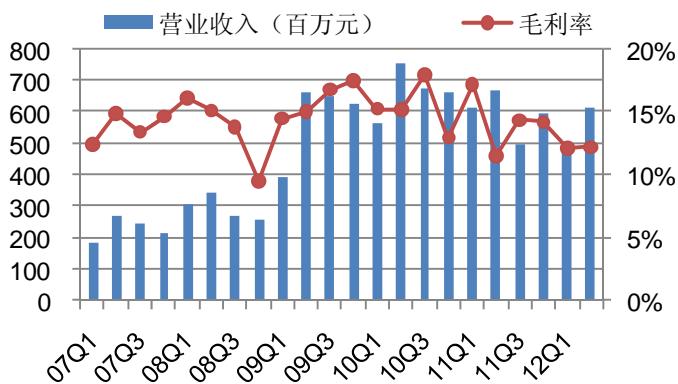
- **航运低迷：**今年 1-6 月，我国内河港口实现货物吞吐量 14.7 亿吨，同比增长 4.6%，增速较去年同期下降了 9.4 个百分点。由于国内经济增速下滑拖累物流需求，加上前期运力投放较多，内河航运依然持续低景气度。
- **需求结构：**上半年，公司中小型柴油机（如 160、170 系列）要好于大中型产品（如 CW200 系列），这主要是部分对船价较为敏感的小船东（如渔船船主）采取“逢低订造”做法，而大中型产品受航运市场的景气影响更为明显。由于沿海、远洋航运更为低迷，大功率中速机产品（MAN 系列）需求稀少，预计公司大机项目主要以政府相关的订单为主。
- **毛利率下降，费用控制出色：**公司上半年的综合毛利率为 12.21%，同比下降了 2.0 个百分点，这应与收入下降导致固定成本摊销压力增大有关。分产品看，柴油机、发电机组、配件等上半年毛利率均较去年同期下降了 2-3 个百分点。公司从年初开始就非常注重控制费用成本，上半年销售费用同比下降 44.36%，管理费用同比下降 0.4%。
- **现金流状况：**公司上半年经营现金流净额为 56 百万元，较去年同期净流入 206 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。公司的经营活动现金流净额与净利润水平相当，显示现金流管理良好。上半年末，公司的应收账款为 27 百万元，货币资金为 736 百万元，仍然保持良好的财务状况。

相关报告

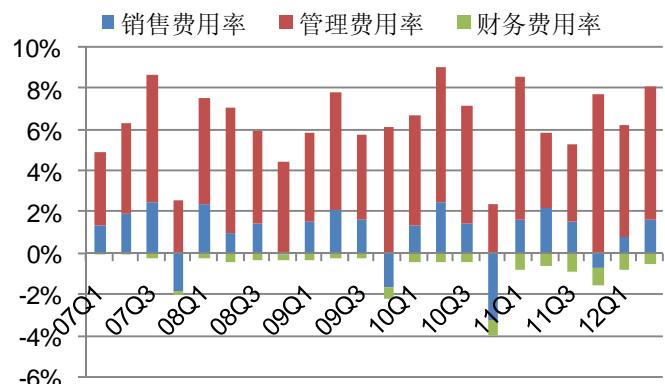
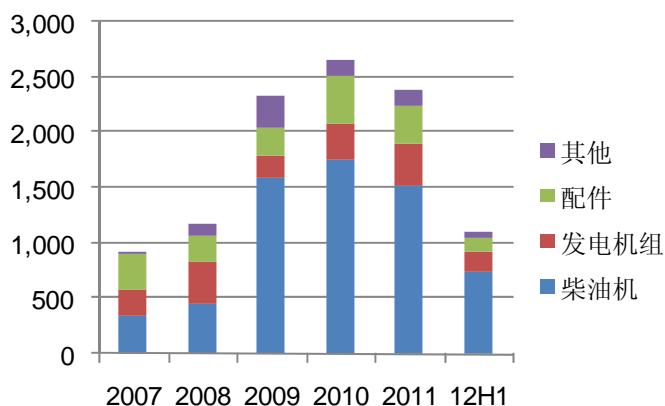
1. 《需求低迷仍是主要问题》，2012.4.23
2. 《等待内河船舶市场好转》，2012.3.30
3. 《内河船舶市场景气低迷》，2011.10.27

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

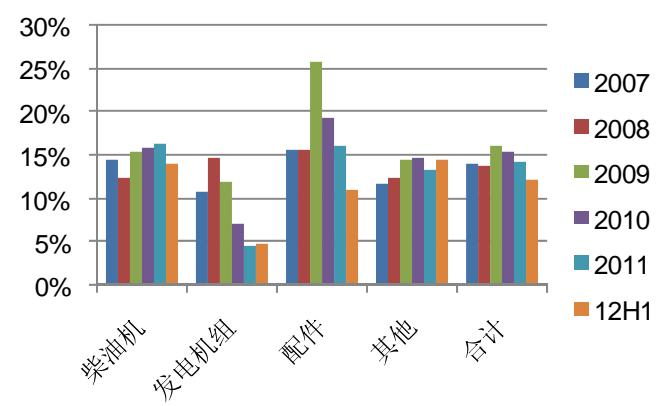
董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130511030005
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

图表1：公司各季度的营业收入和毛利率


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

图表3：公司分项业务的销售收入（百万元）


来源：公司公报，国金证券研究所

图表4：公司分项业务的毛利率


- 公司同时发布董事会决议，聘任马玉先为公司 CEO 兼总经理，顾文海为公司执行总经理。马玉先曾担任潍柴动力西港新能源发动机有限公司的总经理、董事长，以及潍柴动力股份有限公司总裁助理等，而西港新能源主要生产天然气发动机，是潍柴动力旗下发展迅速、成绩卓著的业务板块。顾文海曾担任中高柴油机重工有限公司总经理，而中高柴油机重工是国内成功引进 MAN 系列中速机生产许可证，并在较短时间内快速成长的民营企业。我们认为，从兄弟企业和国内同行引进人才，有利于潍柴重机在经营管理、新产品推广等的前进步伐。

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 2,056、2,318 和 2,605 百万元，净利润分别为 105、119 和 139 百万元；EPS 分别为 0.381 元、0.432 元和 0.502 元，下调幅度分别为 18.2%、24.8% 和 27.7%。当前股价对应 2012 年 20.99 倍 PE 估值，我们维持“中性”的投资评级不变。

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	1,370.47	1,534.93	1,719.12
增长率 (YOY)	247.14%	10.10%	-12.79%	-10.00%	12.00%	12.00%
毛利率	15.44%	16.01%	16.30%	14.30%	14.40%	14.50%
销售成本 (百万元)	1,341.02	1,466.40	1,274.59	1,174.49	1,313.90	1,469.85
增长率 (YOY)	235.62%	9.35%	-13.08%	-7.85%	11.87%	11.87%
毛利 (百万元)	244.87	279.61	248.15	195.98	221.03	249.27
增长率 (YOY)	327.50%	14.19%	-11.25%	-21.03%	12.78%	12.78%
占总销售额比重	67.85%	65.60%	63.93%	66.64%	66.23%	66.00%
占主营业务利润比重	65.05%	68.28%	73.01%	76.81%	76.38%	76.12%
发电机组						
销售收入 (百万元)	204.74	335.89	372.49	335.24	385.53	443.36
增长率 (YOY)	-45.90%	64.06%	10.90%	-10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	11.89%	7.24%	4.64%	4.90%	5.00%	5.00%
销售成本 (百万元)	180.40	311.57	355.20	318.82	366.25	421.19
增长率 (YOY)	-44.03%	72.71%	14.00%	-10.24%	14.88%	15.00%
毛利 (百万元)	24.34	24.32	17.30	16.43	19.28	22.17
增长率 (YOY)	-56.64%	-0.07%	-28.88%	-5.03%	17.35%	15.00%
占总销售额比重	8.76%	12.62%	15.64%	16.30%	16.63%	17.02%
占主营业务利润比重	6.47%	5.94%	5.09%	6.44%	6.66%	6.77%
配件						
销售收入 (百万元)	250.21	435.64	349.02	226.87	260.90	292.20
增长率 (YOY)	5.94%	74.11%	-19.88%	-35.00%	15.00%	12.00%
毛利率	25.75%	19.38%	16.04%	11.20%	11.50%	12.00%
销售成本 (百万元)	185.77	351.20	293.03	201.46	230.89	257.14
增长率 (YOY)	-6.69%	89.05%	-16.56%	-31.25%	14.61%	11.37%
毛利 (百万元)	64.44	84.44	55.99	25.41	30.00	35.06
增长率 (YOY)	73.74%	31.04%	-33.69%	-54.62%	18.08%	16.87%
占总销售额比重	10.71%	16.37%	14.65%	11.03%	11.26%	11.22%
占主营业务利润比重	17.12%	20.62%	16.47%	9.96%	10.37%	10.71%
材料及其他						
销售收入 (百万元)	296.38	143.86	137.66	123.90	136.29	149.92
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%	14.00%	14.00%	14.00%
销售成本 (百万元)	253.62	122.76	119.23	106.55	117.21	128.93
增长率 (YOY)	164.44%	-51.60%	-2.87%	-10.63%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	42.76	21.10	18.43	17.35	19.08	20.99
增长率 (YOY)	211.66%	-50.65%	-12.64%	-5.90%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	12.68%	5.41%	5.78%	6.02%	5.88%	5.76%
占主营业务利润比重	11.36%	5.15%	5.42%	6.80%	6.59%	6.41%
销售总收入 (百万元)	2337.22	2661.39	2381.93	2056.48	2317.64	2604.60
销售总成本 (百万元)	1960.81	2251.92	2042.05	1801.32	2028.25	2277.11
毛利 (百万元)	376.41	409.47	339.88	255.16	289.39	327.49
平均毛利率	16.11%	15.39%	14.27%	12.41%	12.49%	12.57%

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）							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	2,056	2,318	2,605		货币资金	1,082	1,226	982	800	997	1,268
增长率	13.9%	-10.5%	-13.7%	12.7%	12.4%			应收账款	2	12	12	7	6	6
主营业务成本	-1,961	-2,252	-2,042	-1,801	-2,028	-2,277		存货	113	166	212	197	222	250
%销售收入	83.9%	84.6%	85.7%	87.6%	87.5%	87.4%		其他流动资产	11	55	20	20	22	25
毛利	376	409	340	255	289	327		流动资产	1,207	1,459	1,226	1,024	1,248	1,548
%销售收入	16.1%	15.4%	14.3%	12.4%	12.5%	12.6%		%总资产	63.3%	58.2%	44.3%	39.0%	44.8%	49.9%
营业税金及附加	-11	-9	-7	-7	-8	-9		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	1,277	1,207	1,218
营业费用	-20	-15	-28	-23	-23	-26		%总资产	30.5%	28.0%	43.1%	48.7%	43.4%	39.3%
%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	-123	-137	-154		非流动资产	699	1,046	1,544	1,600	1,536	1,554
%销售收入	5.2%	5.1%	5.5%	6.0%	5.9%	5.9%		%总资产	36.7%	41.8%	55.7%	61.0%	55.2%	50.1%
息税前利润(EBIT)	225	251	173	102	121	139		资产总计	1,906	2,505	2,770	2,624	2,784	3,103
%销售收入	9.6%	9.4%	7.2%	5.0%	5.2%	5.3%		短期借款	0	0	0	112	0	0
财务费用	8	14	19	15	10	13		应付款项	1,170	1,442	1,500	1,223	1,377	1,546
%销售收入	-0.4%	-0.5%	-0.8%	-0.7%	-0.4%	-0.5%		其他流动负债	39	106	81	93	89	100
资产减值损失	-2	-1	0	0	0	0		流动负债	1,209	1,548	1,582	1,429	1,467	1,647
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	4	6	8		其他长期负债	0	43	85	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	3.2%	4.3%	4.9%		负债	1,209	1,591	1,666	1,429	1,467	1,647
营业利润	230	265	191	121	137	160		普通股股东权益	696	914	1,104	1,195	1,317	1,456
营业利润率	9.9%	9.9%	8.0%	5.9%	5.9%	6.1%		少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	1	3	3	3	3		负债股东权益合计	1,906	2,505	2,770	2,624	2,784	3,103
税前利润	231	266	194	124	140	163								
利润率	9.9%	10.0%	8.2%	6.0%	6.1%	6.3%								
所得税	-52	-48	-5	-19	-21	-24								
所得税率	22.5%	18.0%	2.3%	15.0%	15.0%	15.0%								
净利润	179	218	190	105	119	139								
少数股东损益	0	0	0	0	0	0								
归属于母公司的净；	179	218	190	105	119	139								
净利润	7.7%	8.2%	8.0%	5.1%	5.1%	5.3%								
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	105	119	139		每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0		每股收益	0.648	0.789	0.687	0.381	0.432	0.502
非现金支出	33	58	60	70	72	72		每股净资产	2.523	3.311	3.999	4.329	4.772	5.274
非经营收益	34	-6	-10	34	0	-1		每股经营现金流	2.799	2.016	0.913	-0.176	1.192	1.301
营运资金变动	527	287	12	-258	138	150		每股股利	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
经营活动现金净流	773	557	252	-49	329	359								
资本开支	-219	-289	-403	-160	-6	-87		回报率						
投资	0	-180	0	-1	0	0		净资产收益率	25.68%	23.82%	17.19%	8.79%	9.05%	9.52%
其他	0	0	0	4	6	8		总资产收益率	9.39%	8.69%	6.85%	4.01%	4.28%	4.47%
投资活动现金净流	-219	-469	-403	-157	0	-79		投入资本收益率	25.00%	22.54%	15.27%	6.63%	7.83%	8.09%
股权募资	0	0	0	0	3	0								
债权募资	0	0	0	27	-112	0		增长率						
其他	0	0	0	-4	-22	-10		主营业务收入增长率	97.89%	13.87%	-10.50%	-13.66%	12.70%	12.38%
筹资活动现金净流	0	0	0	24	-132	-10		EBIT增长率	164.23%	11.93%	-31.32%	-40.93%	19.04%	14.25%
现金净流量	554	87	-151	-182	197	270		净利润增长率	158.48%	21.75%	-12.84%	-44.62%	13.45%	16.26%
								总资产增长率	89.92%	31.44%	10.60%	-5.28%	6.09%	11.45%

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	0	2.00	2.00	2.00	1.86

来源：朝阳永续

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