

潍柴动力 (000338.SZ) 汽车零部件行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

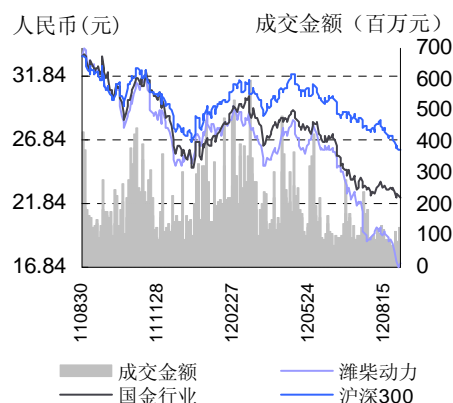
市价(人民币): 17.10 元

行业低迷, 市场份额有所下滑

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)	829.33
流通港股(百万股)	485.76
总市值(百万元)	341.88
年内股价最高最低(元)	34.10/16.84
沪深 300 指数	2211.37
深证成指	8220.08



相关报告

1. 《动力总成份额稳固, 重卡需求有望逐渐改善》, 2012.6.18
2. 《一季度为年内低点, 后续有望逐季回升》, 2012.4.23
3. 《2012 年业绩有望明显改善》, 2012.3.30

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

厉叶淼 联系人
(8621)61038244
liym@gjzq.com.cn

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	2.262	2.603	3.010
每股净资产(元)	11.11	13.75	15.89	18.36	21.23
每股经营性现金流(元)	5.22	3.57	3.59	3.82	4.20
市盈率(倍)	4.20	5.09	7.56	6.57	5.68
行业优化市盈率(倍)	55.41	0.01	0.01	0.01	0.01
净利润增长率(%)	99.04%	-17.48%	-32.66%	15.09%	15.63%
净资产收益率(%)	36.63%	24.44%	14.24%	14.18%	14.18%
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

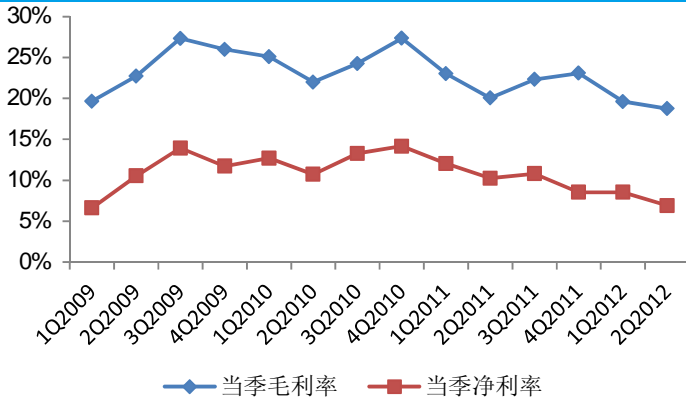
- 上半年, 潍柴动力营收 270.6 亿元, 同比下滑 26.12%; 归属母公司股东净利润 18.97 亿元, 同比下滑 45.82%, 对应 EPS 为 1.14 元。第二季度, 公司营收下滑 25.58%, 归属母公司股东净利润下滑 47.21%, EPS 为 0.52。

经营分析

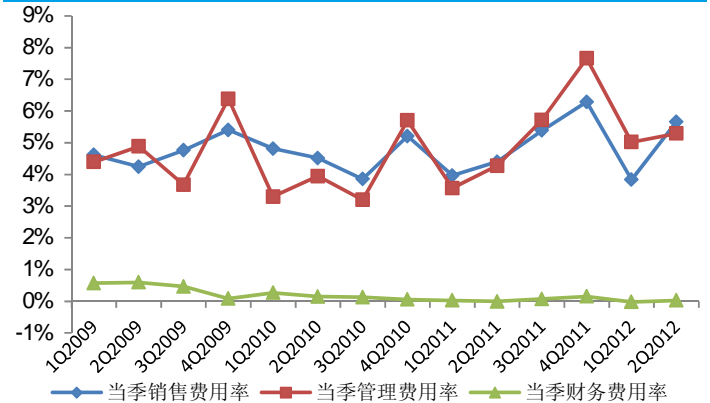
- 下游低迷拖累发动机销量, 市场份额有所下滑: 上半年, 重卡行业销量 37.1 万辆, 同比下滑 31.8%; 公司重卡发动机销量仅 12.63 万台, 同比下滑 39.9%, 市场份额从 38.4% 下滑至 34.0%。上半年, 5 吨装载机销量为 6.3 万台, 同比下滑 33.3%; 公司 5 吨装载机发动机销量 3.96 万台, 同比下滑 47.6%, 市场份额从去年同期的 80.5% 下滑至 62.9%。综合来看, 公司上半年发动机总销量约 17 万台, 同比下滑约 43%。销量下滑与产能利用率下降, 是公司业绩下滑的主要原因。从目前看, 重卡行业仍未有复苏迹象, 预计公司三季度业绩仍将较为低迷。
- 陕汽销量增速有望持续领跑行业: 根据中汽协数据, 陕汽上半年销售重卡 5.3 万辆, 同比下滑 23.5%; 同期行业销量下滑 31.8%, 公司份额从同期的 12.1% 提升至 13.6%。上半年, 陕汽出口重卡 8,626 辆, 同比增长 124.8%, 远超行业 24.3% 的整体增速, 是公司领跑行业的重要原因。我们认为, 依靠身处中西部的地缘特点, 以及在出口、天然气重卡等方面积累的优势, 公司销量增速有望持续超过行业, 市场份额亦有望继续提升。上半年, 陕汽净利润为 1.18 亿元, 单车净利润为 2,229 元, 较 2011 年的 3,549 元有所下滑, ROE 亦从 9.5% 下滑至 3.0%。
- 法士特销量与盈利能力双双下滑: 上半年, 法士特变速箱销量仅 26.0 万台, 同比下滑 41.0%, 市场份额从 81.1% 下滑至 70.1%。上半年, 法士特净利润为 2.66 亿元 (2011 年为 11.41 亿元), 单品净利润从 1,627 元下滑至 1,022 元, ROE 从 15.6% 下滑至 3.5%, 净利润与盈利能力均显著下滑。法士特与卡特彼勒合资的西安双特智能传动 (法士特持股 51%), 规划产能 12 万台, 一期有望在 2013 年投产。

- **盈利能力大幅下滑：**第二季度，虽然钢材与橡胶价格同比分别下滑 16.2% 与 34.5%，但低迷的行业景气度与大幅下滑的产能利用率，拖累公司盈利能力。第二季度，公司毛利率为 18.74%，同比与环比分别下滑 1.3 与 0.9 个百分点；虽然销售与管理费用有所下滑，但营收下滑更快，致当期三项费率同比与环比分别增加 2.3 与 2.1 个百分点；第二季度公司净利率为 6.91%，同比与环比分别下滑 3.3 与 1.6 个百分点。下半年，重卡行业景气度仍未有改善迹象，预计公司第三季度产能利用率同比与环比仍将下滑，盈利能力仍将有较大的下行压力。

图表1：公司分季度毛利率与净利率



图表2：公司分季度三费比率



来源：公司公告、国金证券研究所

- **重卡行业依旧低迷：**宏观经济的持续低迷，是重卡销量持续下行的根本原因；汇丰制造业 PMI 8 月预览值下滑至 47.8，表明经济仍未有企稳迹象。当前基建投资仍未有显著提高，而油价又将面临三连降后的第二次上调，7 月份重卡销量低于预期，表明行业需求依旧低迷。在国家不出台重大刺激政策的前提下，我们预计全年重卡销量将下滑约 20%，预计下半年仍将下滑约 5%-10%。对潍柴动力而言，重卡销量的持续低迷，将使公司全产品线的销量与产能利用率均出现下滑，我们预计公司下半年业绩仍将有所下滑。

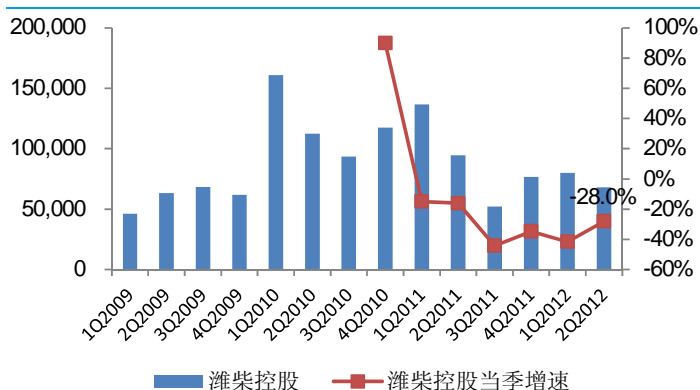
盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 可实现归属母公司净利润 37.69、43.38、50.15 亿元，同比分别下滑 32.7%、增长 15.1%与 15.6%，对应的 EPS 分别为 2.26、2.60、3.01 元。

投资建议

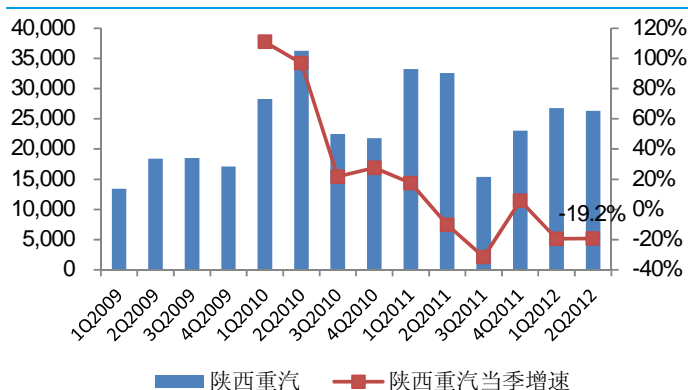
- 公司当前股价为 17.1 元，对应 2012-2014 年分别为 7.6、6.6、5.7 倍 PE，我们维持公司“增持”评级。

图表3: 本部发动机当季销量与增速 (台)

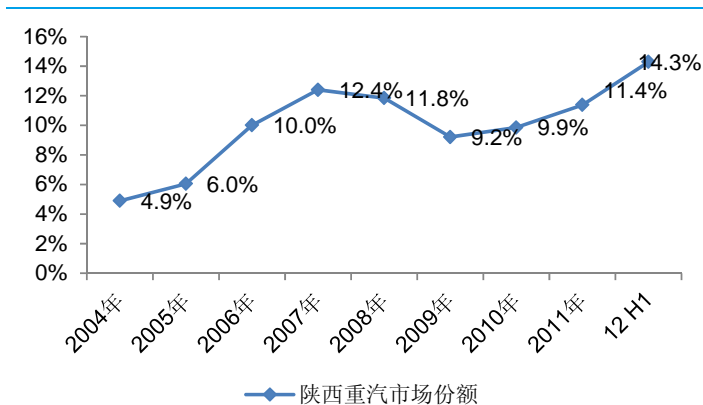


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表4: 陕西重汽当季销量与增速 (台)

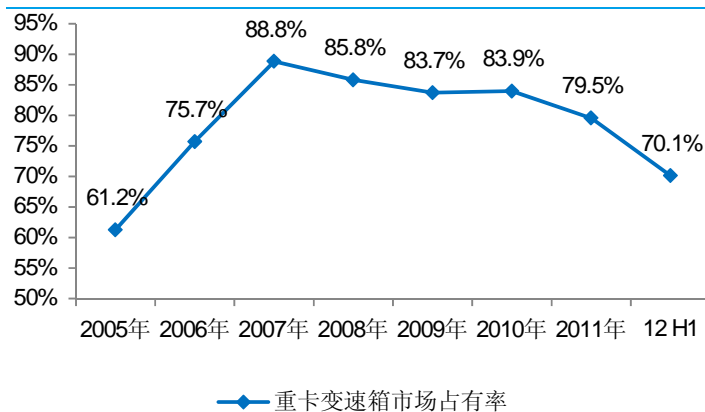


图表5: 陕西重汽近年重卡市场占有率

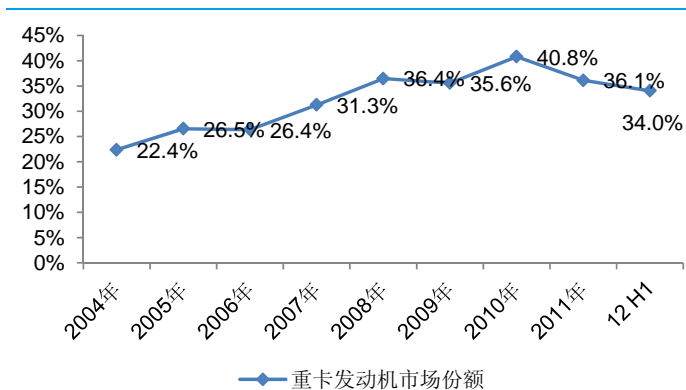


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表6: 公司近年重卡变速箱市场占有率

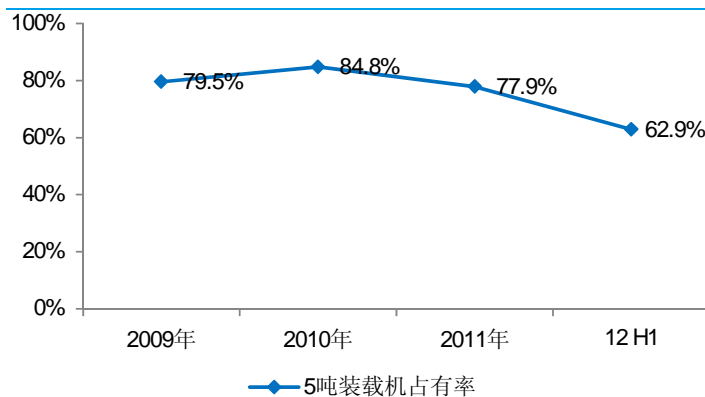


图表7: 公司近年重卡发动机市场占有率



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表8: 公司近年5吨转载机发动机市场占有率



图表9：潍柴动力分业务收入与毛利预测

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
整车及关键零部件						
销售收入（百万元）	17,286	53,196	49,021	39,643	43,311	47,562
增长率（YOY）	-3.11%	207.74%	-7.85%	-19.13%	9.25%	9.81%
毛利率	21.40%	26.38%	23.58%	21.67%	22.27%	22.84%
销售成本（百万元）	13,588	39,165	37,462	31,053	33,666	36,699
增长率（YOY）	-6.50%	188.24%	-4.35%	-17.11%	8.42%	9.01%
毛利（百万元）	3,698	14,031	11,559	8,590	9,645	10,863
增长率（YOY）	11.78%	279.37%	-17.62%	-25.68%	12.28%	12.63%
占总销售额比重	48.66%	84.07%	81.68%	76.84%	76.90%	77.01%
占主营业务利润比重	42.72%	90.08%	87.48%	87.66%	87.18%	87.25%
其他零部件						
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%	14.00%	15.00%	15.50%
销售成本（百万元）	3,197	5,456	5,745	6,287	6,524	6,810
增长率（YOY）	3.60%	70.70%	5.30%	9.43%	3.78%	4.38%
毛利（百万元）	655	1,136	1,217	1,023	1,151	1,249
增长率（YOY）	-16.52%	73.46%	7.10%	-15.89%	12.50%	8.50%
占总销售额比重	10.84%	10.42%	11.60%	14.17%	13.63%	13.05%
占主营业务利润比重	7.57%	7.29%	9.21%	10.44%	10.41%	10.03%
其他						
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%	4.00%	5.00%	5.50%
销售成本（百万元）	1,777	3,082	3,599.45	4,455.99	5,071.01	5,800.96
增长率（YOY）	-1.81%	73.43%	16.78%	23.80%	13.80%	14.39%
毛利（百万元）	252	409	437	186	267	338
增长率（YOY）	30.87%	62.29%	6.86%	-57.49%	43.75%	26.50%
占总销售额比重	5.71%	5.52%	6.72%	9.00%	9.48%	9.94%
占主营业务利润比重	2.91%	2.62%	3.31%	1.89%	2.41%	2.71%
销售总收入（百万元）	35,525	63,280	60,019	51,595	56,325	61,760
销售总成本（百万元）	26,867	47,704	46,807	41,796	45,262	49,310
毛利（百万元）	8,658	15,576	13,213	9,799	11,063	12,450
平均毛利率	24.37%	24.61%	22.01%	18.99%	19.64%	20.16%

来源：公司公告、国金证券研究所

附录：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
主营业务收入	35,525	63,280	60,019	51,595	56,325	61,760	货币资金	6,578	11,159	16,613	20,221	26,759	32,914
增长率		78.1%	-5.2%	-14.0%	9.2%	9.6%	应收款项	11,847	16,088	14,530	12,589	13,720	15,020
主营业务成本	-26,867	-47,704	-46,807	-41,796	-45,262	-49,310	存货	5,807	8,793	10,358	8,703	9,424	10,267
%销售收入	75.6%	75.4%	78.0%	81.0%	80.4%	79.8%	其他流动资产	891	1,649	1,209	1,195	1,230	1,271
毛利	8,658	15,576	13,213	9,799	11,063	12,450	流动资产	25,123	37,689	42,709	42,707	51,134	59,472
%销售收入	24.4%	24.6%	22.0%	19.0%	19.6%	20.2%	%总资产	69.4%	72.3%	69.4%	70.6%	76.2%	79.8%
营业税金及附加	-157	-295	-222	-206	-225	-247	长期投资	793	1,743	1,468	1,469	1,508	1,558
%销售收入	0.4%	0.5%	0.37%	0.40%	0.40%	0.40%	固定资产	8,226	10,264	14,770	14,197	12,282	11,174
营业费用	-1,697	-2,925	-2,907	-2,477	-2,760	-3,026	%总资产	22.7%	19.7%	24.0%	23.5%	18.3%	15.0%
%销售收入	4.8%	4.6%	4.8%	4.80%	4.90%	4.90%	无形资产	1,638	1,625	1,857	1,274	1,385	1,488
管理费用	-1,740	-2,584	-3,022	-2,657	-2,929	-3,212	非流动资产	11,095	14,471	18,836	17,763	15,993	15,070
%销售收入	4.9%	4.1%	5.0%	5.15%	5.20%	5.20%	%总资产	30.6%	27.7%	30.6%	29.4%	23.8%	20.2%
息税前利润 (EBIT)	5,064	9,771	7,062	4,459	5,149	5,965	资产总计	36,218	52,160	61,545	60,470	67,127	74,541
%销售收入	14.3%	15.4%	11.8%	8.6%	9.1%	9.7%	短期借款	1,516	577	2,241	0	0	0
财务费用	-147	-95	-31	6	-38	-97	应付款项	14,453	21,622	22,918	20,265	21,960	23,933
%销售收入	0.4%	0.2%	0.05%	-0.01%	0.07%	0.16%	其他流动负债	2,185	4,120	4,254	4,042	4,416	4,540
资产减值损失	-430	-506	-19	-20	-24	-29	流动负债	18,154	26,320	29,413	24,307	26,376	28,473
公允价值变动收益	0	4	0	0	0	0	长期贷款	942	955	352	352	352	352
投资收益	40	71	158	174	217	271	其他长期负债	1,461	1,515	2,876	2,941	2,962	2,987
%税前利润	0.9%	0.8%	2.1%	3.5%	3.9%	4.2%	负债	20,557	28,790	32,642	27,601	29,691	31,813
营业利润	4,528	9,245	7,170	4,619	5,304	6,111	普通股股东权益	11,755	18,515	22,903	26,470	30,587	35,379
营业利润率	12.7%	14.6%	11.9%	9.0%	9.4%	9.9%	少数股东权益	3,907	4,855	5,999	6,399	6,849	7,349
营业外收支	152	151	249	286	329	378	负债股东权益合计	36,218	52,160	61,545	60,470	67,127	74,541
税前利润	4,680	9,397	7,419	4,904	5,632	6,489	比率分析						
利润率	13.2%	14.8%	12.4%	9.5%	10.0%	10.5%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-732	-1,398	-1,099	-736	-845	-973	每股指标						
所得税率	15.6%	14.9%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	4.090	4.071	3.359	2.262	2.603	3.010
净利润	3,948	7,999	6,320	4,169	4,788	5,515	每股净资产	14.110	11.113	13.747	15.887	18.358	21.235
少数股东损益	540	1,217	723	400	450	500	每股经营现金净流	2.928	5.223	3.573	3.591	3.823	4.197
归属于母公司的净利润	3,407	6,782	5,597	3,769	4,338	5,015	每股股利	0.480	0.430	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	9.6%	10.7%	9.3%	7.3%	7.7%	8.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.99%	36.63%	24.44%	14.24%	14.18%	14.18%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	9.41%	13.00%	9.09%	6.23%	6.46%	6.73%
净利润	3,948	7,999	6,320	4,169	4,788	5,515	投入资本收益率	21.93%	31.65%	17.57%	10.53%	10.78%	11.05%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1,368	1,806	1,475	1,663	1,929	2,233	主营业务收入增长率	7.24%	78.13%	-5.15%	-14.04%	9.17%	9.65%
非经营收益	64	-299	139	-415	-504	-641	EBIT增长率	53.03%	92.94%	-27.73%	-36.85%	15.47%	15.85%
营运资金变动	-2,939	-804	-1,981	567	157	-115	净利润增长率	76.43%	99.04%	-17.48%	-32.66%	15.09%	15.63%
经营活动现金净流	2,441	8,702	5,954	5,983	6,369	6,993	总资产增长率	23.75%	44.02%	17.99%	-1.75%	11.01%	11.05%
资本开支	-1,335	-1,772	-3,379	-201	230	-822	资产管理能力						
投资	-7	-343	-279	0	-40	-50	应收账款周转天数	32.1	22.8	28.3	29.0	29.0	29.0
其他	1	108	18	174	217	271	存货周转天数	79.2	55.9	74.7	76.0	76.0	76.0
投资活动现金净流	-1,340	-2,007	-3,640	-28	407	-601	应付账款周转天数	100.7	82.3	102.2	100.0	100.0	100.0
股权募资	78	90	638	0	0	0	固定资产周转天数	72.1	45.2	58.7	67.9	62.7	56.6
债权募资	-154	-855	2,406	-2,227	8	10	偿债能力						
其他	-510	-696	-1,142	-120	-245	-247	净负债/股东权益	-18.13%	-35.71%	-39.21%	-52.27%	-63.36%	-69.92%
筹资活动现金净流	-586	-1,462	1,902	-2,347	-237	-237	EBIT利息保障倍数	34.6	102.8	229.4	-721.1	134.9	61.6
现金净流量	514	5,233	4,216	3,608	6,539	6,155	资产负债率	56.76%	55.20%	53.04%	45.64%	44.23%	42.68%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	1	7
买入	1	1	1	2	15
持有	0	0	1	1	5
减持	0	0	0	1	1
卖出	2.00	1.67	1.83	2.09	2.03
评分	0	0	0	1.50	1.28

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	增持	43.08	N/A
2 2011-10-30	增持	30.30	N/A
3 2012-03-30	增持	24.80	N/A
4 2012-04-23	增持	27.87	N/A
5 2012-06-18	买入	26.23	38.30

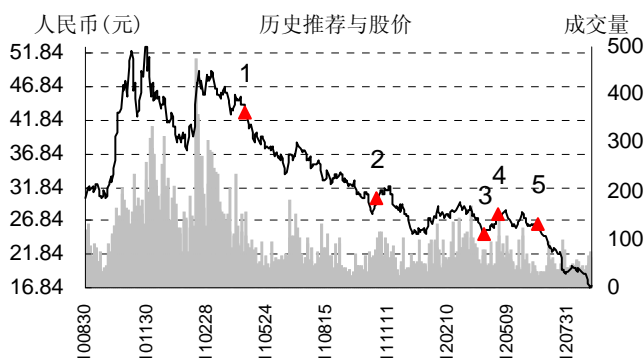
来源：国金证券研究所

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, 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