

## 公司研究

## 公司点评

首次评级：短期\_推荐，长期\_A

**进军高端液压市场，培养新的利润增长极**

——潍柴动力(000338)公司点评

**核心观点****事件：**

公司发布公告，与全球第二大叉车制造商凯傲公司达成一项战略联盟，双方将在液压泵、液压马达、液压阀门、齿轮及其它零部件的供应等领域建立战略产业合作关系，并达成一份总额高达7.38亿欧元的框架协议。其中，4.67亿欧元用来认购凯傲公司新增发的25%的股权，另外2.71亿欧元用来收购林德液压有限合伙企业70%的股权。

**点评：**

**凯傲公司叉车业务领先全球，林德液压面向高端市场。**凯傲公司及其子公司（统称“凯傲集团”）是欧洲领先、全球第二的叉车制造商，也是中国叉车市场领先的国际制造商，旗下拥有林德（Linde）、施蒂尔（STILL）、芬威克（Fenwick）、欧模施蒂尔（OMSTILL）、宝骊（Baoli）、沃尔塔斯（Voltas）六个品牌系列。林德物料搬运公司是凯傲公司通过子公司凯傲集团持有并控制的全资子公司，林德液压则是林德物料搬运公司的液压业务部门，主要从事液压泵、液压马达、液压阀门、齿轮和齿轮传动装置、液压元件附属铸件和铸造品的开发、制造、生产、销售市场开发和服务。

**进军高端液压市场，培养新的利润增长极。**凯傲投资和林德液压投资互为条件，共同构成此次收购的一部分。从会计处理上来看，凯傲对公司的业绩贡献将体现在投资收益中，而林德液压将计入合并财务表，直接提升公司的收入规模。从控制权方面来看，收购完成后，公司对凯傲公司持股25%（未来有可能增加到30%），无实际控制权，主要出于整体战略考虑，而公司对林德液压的控制权达到70%，还有可能继续提升股权比例的相关期权安排，公司对林德液压的日常运营管理拥有实际控制权。从发展战略来看，国内工程机械高端液压元件长期依赖进口，收购林德液压后，公司将成为高压液压产品领域的领先企业，不仅享有国内巨大的进口替代市场，而且通过凯傲原有渠道直接面对国际市场，综合竞争力得到提升。另外，林德液压和凯傲公司的林德叉车业务部门达成一项独家的购买和供货协议，业绩的平稳性有保障。

**短期业绩贡献有限。**根据公告，凯傲公司2011年净利润亏损9300万欧元，今年上半年盈利2600万欧元，预计全年扭亏为盈。按照25%的股权比例计算，凯傲公司投资收益贡献相对潍柴动力2011年近60亿

**财务数据与估值**

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万)	60019	43742	50894	57240
同比增速(%)	-5.15%	-27.12%	16.35%	12.47%
净利润(百万)	5597	3099	3722	4409
同比增速(%)	-17.48%	-44.63%	20.10%	18.47%
EPS(元)	3.36	1.86	2.23	2.65
P/E	5.09	9.19	7.65	6.46

**股价走势图****基础数据**

总股本(万股)	199930.96
流通A股(万股)	82932.81
52周内股价区间(元)	16.5-40.9
总市值(亿元)	341.88
总资产(亿元)	615.45
每股净资产(元)	13.75
目标价	6个月 12个月

**相关报告**

- 《国都证券-公司研究-调研简报-潍柴动力(000338):下游需求旺盛，销量超预期增长》 2011-03-01
- 《国都证券-公司研究-公司点评-潍柴动力(000338):重卡行业景气度高点，低估值具有安全边际》 2010-04-29

**研究员：肖世俊**

电话：010-84183131

Email：xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号：S0940510120011

**联系人：丰亮**

电话：010-84183271

Email：fengliang@guodu.com

**独立性申明：**本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

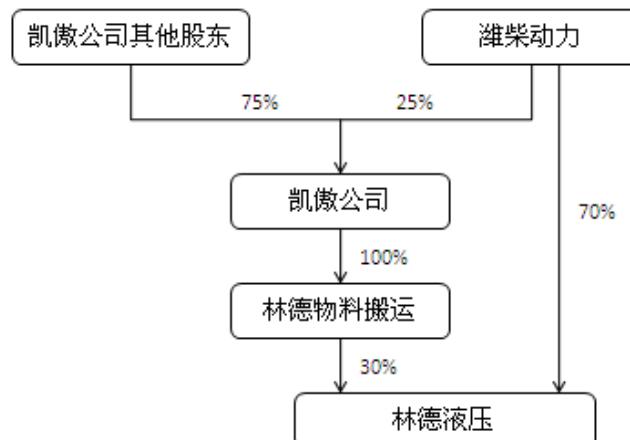
的净利润规模十分有限。另外，林德液压 2011 年收入规模为 2.76 亿欧元，合并报表后对公司收入提振作用小于 5%，影响同样有限。林德液压处于管理层变更和业务重新布局的过渡时期，业绩贡献是一个缓慢释放的过程，考虑到巨大的进口替代市场和欧洲经济复苏带来需求的逐渐回暖，以及高端液压市场的高毛利水平，林德液压有望成长为公司新的利润增长极。

**上半年利润下滑 45.8%。**受宏观经济不景气带来的固定资产投资增速放缓影响，公司发动机，变速器，车桥和其他关键零部件均出现明显下滑，导致收入同比下滑 26.1%至 270.6 亿元。产能利用率下降侵蚀盈利能力，上半年公司综合毛利率为 19.2%，较上年同期下跌 2.4 个百分点，同时净利率下跌 3.4 个百分点至 7.72%，净利润下滑 45.8%。下半年宏观经济持续低迷走势的概率较大，公司短期承压，业绩改善还需要宏观经济的整体改善。

**给予“推荐\_A”的评级。**不考虑收购行为的影响，预计公司今年收入为 437.4 亿元，同比下降 27.1%，净利润为 31.0 亿元，同比下滑 44.6%，2012~2014 年 EPS 分别为 1.86 元，2.23 元和 2.65 元，对应动态 PE 分别为 9.2X，7.7X 和 6.5X，我们认为公司收购行为短期内对业绩的影响十分有限，而重卡仍然处于最坏的时期，宏观经济企稳，但向上改善还需要等待，公司估值跌破十倍，进一步回落的风险较小，经济复苏后业绩向上的弹性较大，给予“推荐\_A”的评级。

**风险提示：**宏观经济继续恶化，原材料价格再次进入上涨通道，此次收购行为审批不通过。

图 1：收购完成后的股权结构



数据来源：公司公告、国都证券

表 1：凯傲公司基本财务信息

项目	2011 年度（欧元）	2012 年截止至 6 月 30 日（未经审计，以欧元为单位）
总资产	6066286000	6037599000
总负债	6553873000	6569904000
净资产	-487587000	-532305000
总收入	4368395000	2310546000
净利润/亏损	-92926000	25741000
经营活动产生的现金流	386810000	68660000

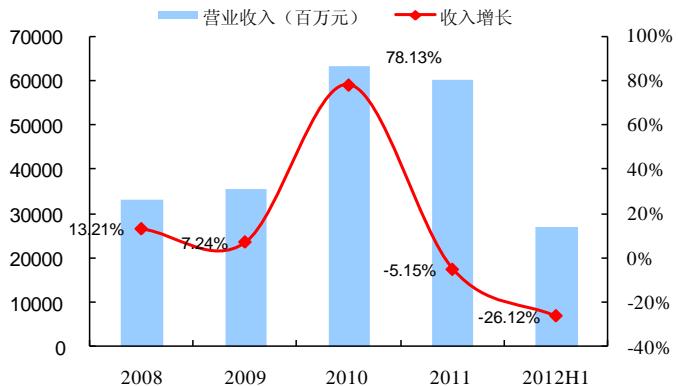
资料来源：公司公告，国都证券

表2：林德液压基本财务信息

项目	2011年度（未经审计，以欧元为单位）
总资产	129000000
总负债	70500000
净资产	58500000
总收入	275600000
净利润/亏损	不适用
运营活动产生的现金流	22000000

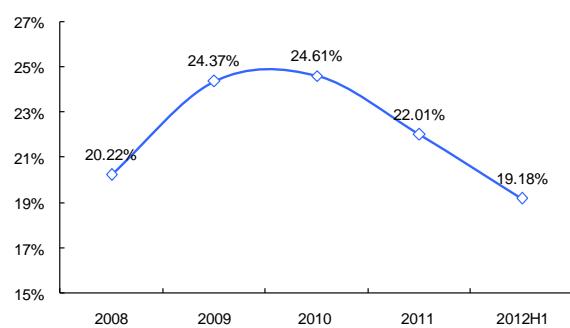
资料来源：公司公告，国都证券

图2：公司营业收入及同比增长率走势



资料来源：WIND，国都证券

图3：盈利能力遭到侵蚀



资料来源：WIND，国都证券

表3：利润表简表（分季度，单位：百万元）

项目	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
营业收入	18051.0	13691.0	16364.2	18454.8	18172.6	10553.0	12838.9	13535.8	13523.9
营业成本	14082.3	10369.0	11889.0	14205.5	14527.3	8198.3	9875.5	10880.9	10989.3
销售费用	814.5	527.7	852.4	731.6	799.5	568.5	807.3	519.3	765.2
管理费用	711.8	438.2	933.4	658.4	776.9	603.4	983.6	679.2	715.6
财务费用	26.8	17.9	9.4	4.8	-1.3	7.7	19.6	-3.0	3.5
净利润	1615.3	1566.3	1981.2	1849.5	1652.3	1079.6	1015.6	1025.1	872.2
EPS (元)	1.94	1.88	1.19	1.11	0.99	0.65	0.61	0.62	0.52

资料来源：WIND，国都证券

表4：关键财务指标（分季度）

项目	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2
毛利率	22.0%	24.3%	27.3%	23.0%	20.1%	22.3%	23.1%	19.6%	18.7%
销售费用率	4.5%	3.9%	5.2%	4.0%	4.4%	5.4%	6.3%	3.8%	5.7%
管理费用率	3.9%	3.2%	5.7%	3.6%	4.3%	5.7%	7.7%	5.0%	5.3%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%
费用率合计	8.6%	7.2%	11.0%	7.6%	8.7%	11.2%	14.1%	8.8%	11.0%
税率	14.9%	14.2%	15.4%	15.0%	16.3%	10.2%	16.2%	16.6%	16.8%
净利率	10.7%	13.3%	14.2%	12.0%	10.2%	10.8%	8.5%	8.5%	6.9%

资料来源：WIND，国都证券

表 5: 潍柴动力 (000338) 盈利预测表

利润表		单位: 百万元				
会计年度		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>		63280	60019	43742	50894	57240
	YOY%	78.13%	-5.15%	-27.12%	16.35%	12.47%
<b>营业成本</b>		47704	46807	35212	40715	45506
<b>营业税金及附加</b>		295	222	179	214	240
<b>营业费用</b>		2925	2907	2121	2468	2776
<b>管理费用</b>		2584	3022	2275	2646	2976
<b>财务费用</b>		95	31	22	41	57
<b>资产减值损失</b>		505.74	18.60	87.48	152.68	171.72
<b>公允价值变动收益</b>		3.67	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>投资净收益</b>		71.36	157.77	173.55	190.90	209.99
<b>营业利润</b>		9245	7170	4018	4848	5722
	YOY%	104.17%	-22.45%	-43.95%	20.64%	18.04%
<b>营业外收入</b>		189	289	221	233	248
<b>营业外支出</b>		37	40	37	38	39
<b>利润总额</b>		9397	7419	4202	5042	5931
<b>所得税</b>		1398	1099	622	746	878
<b>净利润</b>		7999	6320	3580	4296	5053
<b>少数股东损益</b>		1217	723	481	574	644
<b>归属母公司净利润</b>		6782.15	5596.93	3099.02	3721.84	4409.09
	YOY%	99.04%	-17.48%	-44.63%	20.10%	18.47%
<b>EBITDA</b>		10541	8668	4976	5776	6694
<b>EPS (元/股)</b>		4.07	3.36	1.86	2.23	2.65

资料来源：公司公告、国都证券

## 国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面差，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			