

汽车零部件**署名人:** 张镭

S0960511020006

0755-8202605

zanglei@cjis.cn

参与人: 邢卫军

S0960111080510

0755-82026562

xingweijun@china-invs.cn

6-12个月目标价: 25.00元

当前股价: 19.88元

评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2066.21
总股本(百万)	1261
流通股本(百万)	723
流通市值(亿)	172
EPS	3.36
每股净资产(元)	13.75
资产负债率	53.04%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
潍柴动力	7.60	2.11	-27.43
交运设备	1.70	-2.93	-20.45
沪深300指数	1.71	-4.75	-14.40

**相关报告****潍柴动力****000338****强烈推荐****盈利触底，行业转好渐近——三季报点评**

公司29日公布三季报：1-9月实现收入362.68亿，同比-23.1%，净利润24.09亿，同比-47.42%，EPS1.2元；3季度实现收入92.08亿（同比-12.7%，环比-31.9%），净利润5.12亿（同比-52.6%，环比-41.4%）。

我们认为，公司在重卡动力总成独立供货商领域接近垄断，随着政府对高铁、基建等大型固定资产投资项目审批加快。目前新建工程投资增速已触底回升，预计重卡需求随重点项目陆续开工将在4季度回暖，公司盈利也将随之改善。建议投资者提前布局，强烈推荐。

投资要点：

- **重卡行业持续低迷，公司盈利底部徘徊。**因投资下降、信贷收缩、地产调控等因素打击终端需求，重卡消费延续11年下半年低迷情形，月均销售6-7万辆，面对11年高基数下滑30%左右，使旺季不旺。公司作为行业龙头，产品销量随行业低迷下滑明显，盈利持续底部徘徊。
- **基建、地产开工恢复，重卡需求有望回暖。**新增固定资产投资增速企稳，信贷逐渐放松，基建开工量将恢复；房地产领先指标销售面积增速向好，预计新开工面积将逐渐恢复增长。下游需求向好拉动重卡销量恢复。
- **公司定位重型车动力总成供应商，技术、规模优势显著。**公司拥有重卡发动机+变速器+车桥黄金产业链，是国内技术实力最强的重型车动力总成供应商。重卡发动机配套份额近40%，变速箱配套80%，规模优势领先。未来公司将持续发挥重卡黄金产业链的集成优势，提升核心竞争力。
- **多元化战略已成，成长空间广阔。**公司在柴油发动机领域优势明显，WP10、WP12用户认可度高，市场地位稳固。公司产品拓展性强，积极向大中客、工程机械领域渗透；收购博杜安，进军16L-33L大排量领域，开拓船舶、军用市场。多元化战略使公司产品线扩展至2L-33L，发展空间大幅拓宽。
- 我们认为行业回暖利好公司业绩改善，多元化战略拓展成长空间，预计公司12-14年实现收入503亿元、562亿元和629亿元，归属母公司利润31.5亿元、48.2亿元和59.2亿元，EPS为1.57、2.41和2.96元，对应PE为13、8和7倍，未来6-12个月目标价25元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：

- 基建投资放缓、房地产新开工延后、原材料价格大幅上升

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	60019	50326	56245	62881
收入同比(%)	-5%	-16%	12%	12%
归属母公司净利润	5597	3146	4823	5921
净利润同比(%)	-17%	-44%	53%	23%
毛利率(%)	22.0%	19.2%	20.2%	20.9%
ROE(%)	24.4%	12.2%	15.8%	16.2%
每股收益(元)	2.80	1.57	2.41	2.96
P/E	7.10	12.64	8.24	6.71
P/B	1.74	1.55	1.30	1.09
EV/EBITDA	4	7	5	4

资料来源：中投证券研究所

公司 12 年 1-9 月实现收入 362.68 亿，同比下降 23.1%，归属于母公司净利润 24.09 亿，同比下降 47.42%，EPS 1.2 元；3 季度实现收入 92.08 亿，同比下降 12.7%，环比下降 31.9%，净利润 5.12 亿，同比下降 52.6%，环比下降 41.4%。公司在重卡动力总成独立供货商领域接近垄断，随重卡行业整体低迷，单季毛利率同比下滑 3.4 个百分点，环比上升 0.2 个百分点，盈利能力处于低谷。

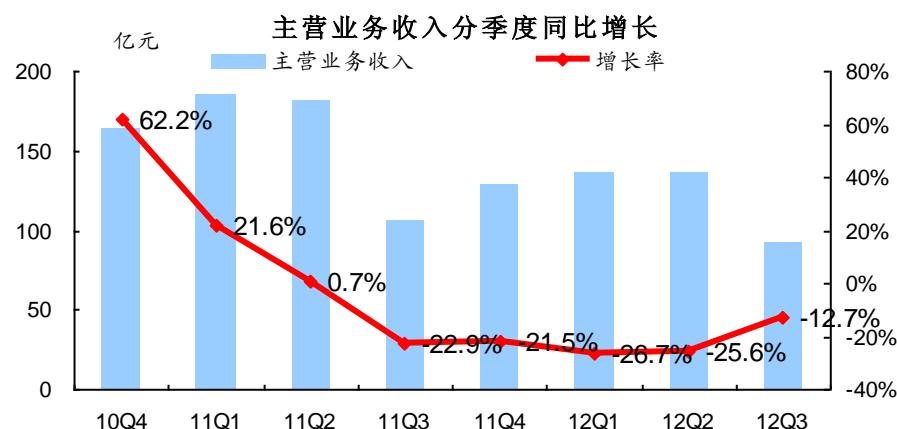
中投观点：公司是重卡动力总成龙头，在该领域独立供货商中接近垄断，随行业景气波动明显。12 年投资下降、信贷收缩、运价低迷等因素打击重卡终端消费需求情绪，使重卡行业需求持续低迷，前三季度重卡销售下滑明显。随着我国经济数据的继续下滑，政府对高铁、基建等大型固定资产投资项目审批加快。目前新建工程投资增速已触底回升，预计重卡需求随重点项目陆续开工将在 4 季度回暖，公司盈利也将随之改善。

表 1 潍柴动力的季度盈利性数据（10Q4-12Q3）

财务指标(百万)	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	环比	同比
营业收入	16364.2	18454.8	18172.6	10553.0	12838.9	13535.8	13523.9	9208.2	-31.9%	-12.7%
营业成本	11889.0	14205.5	14527.4	8198.3	9875.5	10880.9	10989.3	7469.8	-32.0%	-8.9%
营业费用	852.4	731.6	799.5	568.5	807.3	519.3	765.2	463.2	-39.5%	-18.5%
管理费用	933.4	658.4	776.9	603.4	983.6	679.2	715.6	709.4	-0.9%	17.6%
财务费用	9.4	4.8	(1.4)	7.7	19.6	(3.0)	3.5	(15.0)	-526.2%	-293.3%
营业利润	2682.5	2596.4	2136.4	1221.0	1216.1	1317.4	1082.0	645.3	-40.4%	-47.2%
利润总额	2737.8	2616.3	2225.5	1269.1	1307.7	1384.5	1123.6	669.8	-40.4%	-47.2%
所得税	421.8	393.0	363.6	129.6	212.4	230.4	188.9	147.3	-22.0%	13.7%
净利润	1981.2	1849.5	1652.3	1079.7	1015.6	1025.1	872.2	511.5	-41.4%	-52.6%
EPS	1.19	1.11	0.99	0.65	0.61	0.62	0.52	0.26	-50.0%	-60.0%
毛利率	27.3%	23.0%	20.1%	22.3%	23.1%	19.6%	18.7%	18.9%	0.7%	-15.4%
营业费用率	5.2%	4.0%	4.4%	5.4%	6.3%	3.8%	5.7%	5.0%	-11.1%	-6.6%
管理费用率	5.7%	3.6%	4.3%	5.7%	7.7%	5.0%	5.3%	7.7%	45.6%	34.7%
营业利润率	16.4%	14.1%	11.8%	11.6%	9.5%	9.7%	8.0%	7.0%	-12.4%	-39.4%
实际所得税率	15.4%	15.0%	16.3%	10.2%	16.2%	16.6%	16.8%	22.0%	30.8%	115.4%

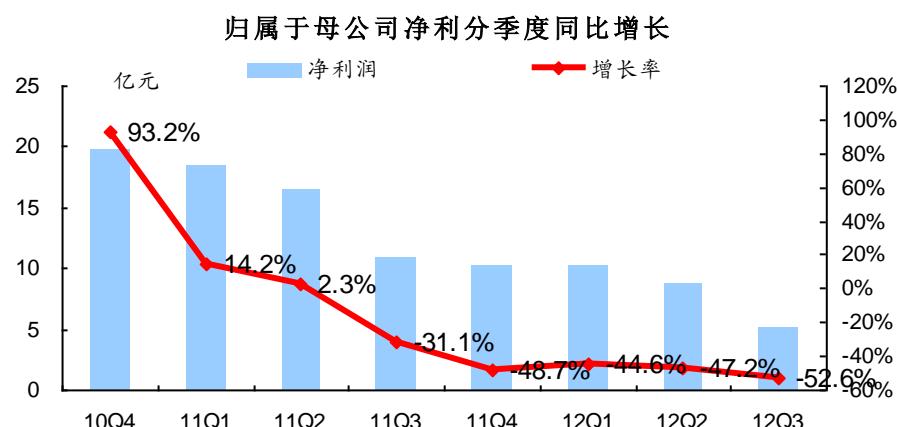
资料来源：公司资料，中投证券研究所

图 1 潍柴动力营业收入分季度数据



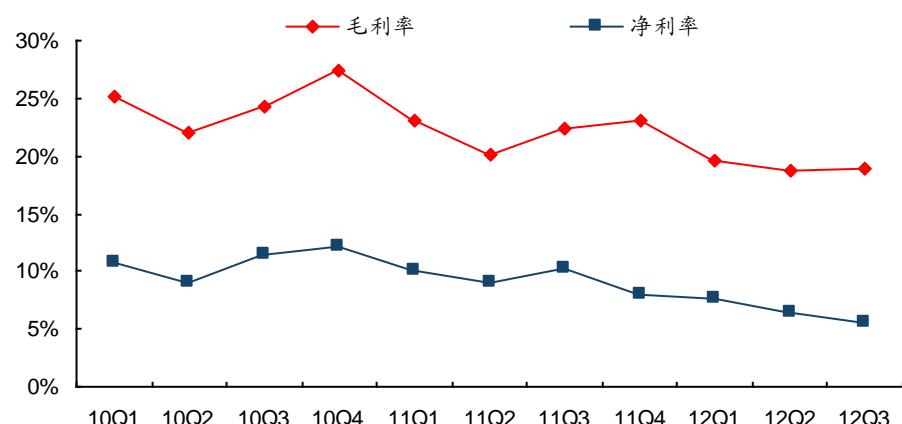
资料来源：潍柴动力历年报表、中投证券研究所

图 2 潍柴动力净利润分季度数据



资料来源：潍柴动力历年报表、中投证券研究所

图 3 潍柴动力毛利率和净利率分季度数据



资料来源：潍柴动力历年报表、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产				
现金	42709	41105	48752	57396
应收账款	16613	18410	23967	29776
其他应收款	4738	4011	4412	4964
预付账款	241	277	266	306
存货	432	442	463	522
其他流动资产	10358	8481	9335	10439
非流动资产				
长期投资	10329	9483	10309	11389
固定资产	956	777	836	845
无形资产	1155	1353	1551	1748
其他非流动资产	7072	4444	3089	2348
资产总计	61545	59297	66475	74540
流动负债				
短期借款	29413	25213	27151	29194
应付账款	1541	1126	1168	1216
其他流动负债	13079	10945	12148	13633
非流动负债				
长期借款	14793	13142	13835	14345
其他非流动负债	3228	1876	1616	843
负债合计	32642	27089	28767	30036
少数股东权益	5999	6483	7164	8037
股本	1666	1999	1999	1999
资本公积	1521	1521	1521	1521
留存收益	19749	22229	27052	32972
归属母公司股东权益	22903	25725	30543	36466
负债和股东权益	61545	59297	66475	74540

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流				
净利润	5953	4094	5623	6100
折旧摊销	6320	3629	5504	6794
财务费用	1456	675	767	817
投资损失	31	-279	-407	-568
营运资金变动	-158	-115	-136	-125
其他经营现金流	-811	227	-195	-935
投资活动现金流				
资本支出	-3640	-172	-235	-179
长期投资	3421	-3	0	0
其他投资现金流	-139	-36	51	-18
筹资活动现金流				
短期借款	-358	-211	-184	-197
长期借款	1916	-2126	169	-111
普通股增加	996	-415	42	48
资本公积增加	602	-602	-602	-602
其他筹资现金流	0	333	0	0
现金净增加额	4215	1797	5557	5809

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	60019	50326	56245	62881
营业成本	46807	40676	44861	49720
营业税金及附加	222	186	208	233
营业费用	2907	2516	2531	2830
管理费用	3022	3020	2812	2830
财务费用	31	-279	-407	-568
资产减值损失	19	262	140	201
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	158	115	136	125
营业利润	7170	4058	6236	7762
营业外收入	289	239	264	251
营业外支出	40	37	38	39
利润总额	7419	4260	6461	7974
所得税	1099	631	957	1181
净利润	6320	3629	5504	6794
少数股东损益	723	483	682	873
归属母公司净利润	5597	3146	4823	5921
EBITDA	8657	4455	6595	8010
EPS (元)	3.36	1.57	2.41	2.96

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	-5.2%	-16.2%	11.8%	11.8%
营业利润	-22.4%	-43.4%	53.7%	24.5%
归属于母公司净利润	-17.5%	-43.8%	53.3%	22.8%
盈利能力				
毛利率	22.0%	19.2%	20.2%	20.9%
净利率	9.3%	6.3%	8.6%	9.4%
ROE	24.4%	12.2%	15.8%	16.2%
ROIC	39.3%	21.6%	34.4%	41.8%
偿债能力				
资产负债率	53.0%	45.7%	43.3%	40.3%
净负债比率	7.95%	4.56%	2.23%	0.46%
流动比率	1.45	1.63	1.80	1.97
速动比率	1.09	1.28	1.44	1.59
营运能力				
总资产周转率	1.05	0.83	0.89	0.89
应收账款周转率	11	10	12	12
应付账款周转率	3.57	3.39	3.89	3.86
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.80	1.57	2.41	2.96
每股经营现金流(最新摊薄)	2.98	2.05	2.81	3.05
每股净资产(最新摊薄)	11.46	12.87	15.28	18.24
估值比率				
P/E	7.10	12.64	8.24	6.71
P/B	1.74	1.55	1.30	1.09
EV/EBITDA	4	7	5	4

相关报告

报告日期 报告标题

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内

回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。

邢卫军，中投证券研究所汽车行业分析师，2011 年获得中国科学院电工研究所博士学位，2006 年获得清华大学汽车工程系学士学位。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434