

潍柴动力 (000338.SZ) 汽车零配件行业

评级：增持 维持评级

## 业绩点评

市价(人民币): 19.88元

业绩降幅有所加大，明年有望改善

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)	397.46
年内股价最高最低(元)	32.05/16.91
沪深 300 指数	2247.91
深证成指	8414.85



### 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	1.459	1.859	2.128
每股净资产(元)	11.11	13.75	12.79	14.52	16.51
每股经营性现金流(元)	5.22	3.57	2.52	2.84	3.10
市盈率(倍)	4.88	5.92	13.63	10.70	9.34
行业优化市盈率(倍)	25.99	9.71	9.12	9.12	9.12
净利润增长率(%)	99.04%	-17.48%	-47.89%	27.42%	14.50%
净资产收益率(%)	36.63%	24.44%	11.40%	12.80%	12.89%
总股本(百万股)	1,666.09	1,666.09	1,999.31	1,999.31	1,999.31

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 前三季度，潍柴动力营收 362.7 亿元，同比下滑 23.13%；归属母公司股东净利润 24.09 亿元，同比下滑 47.42%，对应摊薄后 EPS 为 1.20 元。第三季度，公司营收同比下滑 12.74%，归属母公司股东净利润下滑 52.62%，EPS 为 0.26 元。

## 经营分析

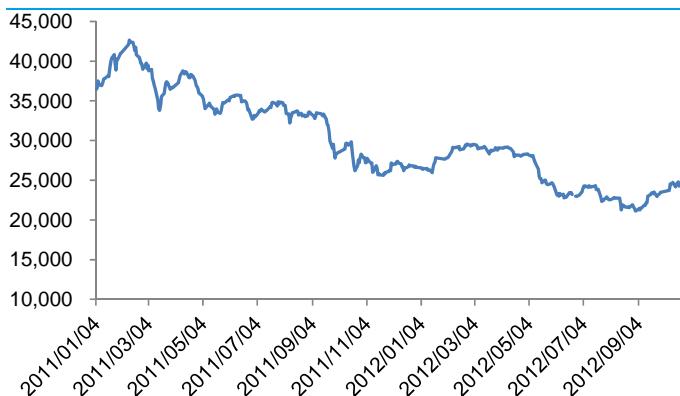
- **行业低迷拖累本部发动机业务:** 前三季度,重卡行业销量49.1万辆,同比下滑31.1%;按中汽协统计口径,公司本部前三季度发动机销量仅19.29万台,同比下滑31.9%。第三季度,重卡行业销量同比下滑28.8%,公司本部发动机销量同比下滑13.9%;当季度,母公司营收31.81亿元,同比与环比分别下滑26.2%与28.3%;当季母公司扣除投资收益后的经营净利润为4.13亿元,同比与环比分别下滑42.3%与46.6%,业绩依旧低迷。
  - **转让股权使当季投资收益达1.4亿元:** 第三季度,公司当季投资收益达1.4亿元,同比增加58.0%,公司公告为转让股权收益的增加所致。公司曾在中报中披露,已于5月11日与东风集团签署股权转让协议,以2.7亿元的对价向其转让东风越野车有限公司60%股权,但截至第二季度末该项转让仍未确认,故我们预计此增加的投资收益为此项转让结算所致。前三季度,公司投资为2.15亿元,同比累计增长33.1%。
  - **毛利率环比有所企稳,费率提升致净利率继续下滑:** 第三季度,因钢材与橡胶价环比分别下滑13.9%与11.8%,公司毛利率环比提升0.14个百分点至18.88%;与此同时,母公司毛利率环比提升1.63个百分点至32.05%,均有所企稳。同比看,极低的行业景气度与产能利用率,仍使合并报表当季毛利同比下滑3.4个百分点。净利率方面,虽然三项费用绝对值环比与同比均有所下滑,但受营收大幅下滑影响,当期三项费率同比与环比仍均增加1.6个百分点;公司第三季度净利率为5.67%,同比与环比分别下滑5.1与1.2个百分点。第四季度,预计重卡行业景气度仍难有大幅改善,而钢材与橡胶等原材料价格已企稳回升,预计公司盈利能力将面临一定压力。

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

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

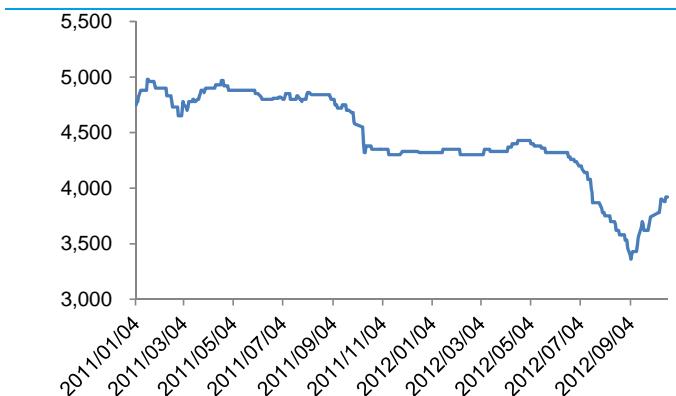
- **陕西重汽市场份额持续提升：**根据中汽协数据，陕西重汽前三季度销售重卡 6.5 万辆，同比下滑 20.0%；同期重卡行业销量下滑 31.1%，公司市场份额从同期的 11.4% 提升至 13.2%，与上半年基本持平。前三季度，陕汽出口重卡 12,397 辆，同比增长 101.0%，而同期行业出口增速约 29%；与此同时，公司前三季度重卡销量已超 4,000 辆，亦助其持续跑赢行业。我们认为，依靠身处中西部的地缘特点，以及在出口、天然气重卡等方面积累的优势，公司销量增速有望持续超过行业，市场份额亦有望继续提升。
- **预计 2013 年重卡销量提升 10%-15%，公司业绩有望明显改善：**根据当前宏观经济与重卡销量走势，我们预计 2012 年重卡销量约为 60-65 万辆，同比下滑 26%-32%；展望明年，我们认为宏观经济增速持续下滑的趋势有望改善，基建、地产等项目的投资增速有望回升，预计 2013 年重卡销量增速约为 10%-15%，全年销量约为 70 万辆。公司作为重卡核心动力总成的龙头企业，同时旗下陕西重汽也是重卡整车领先企业之一，公司明年业绩有望充分受益行业增速的回升。

图表1：国内天然橡胶价格走势（元/吨）

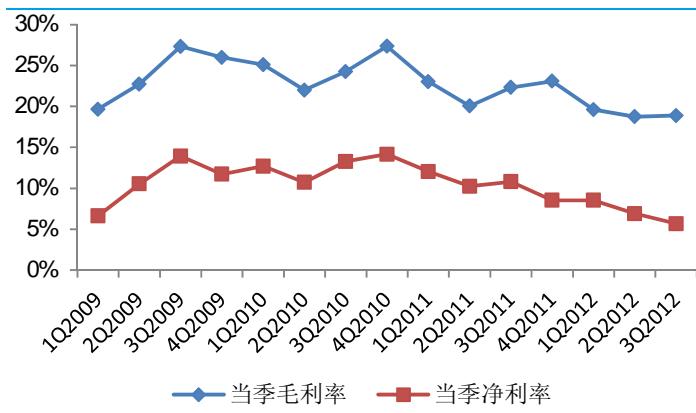


来源：WIND、国金证券研究所

图表2：国内钢材价格走势（元/吨）

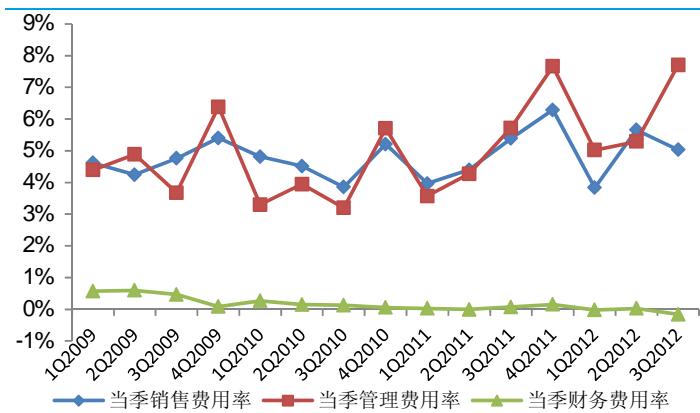


图表3：公司分季度毛利率与净利率



来源：公司公告、国金证券研究所

图表4：公司分季度三费比率



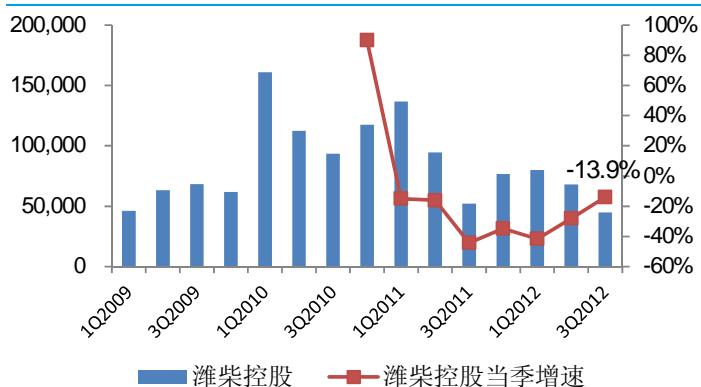
## 盈利预测

- 我们预测公司 2012-2014 可实现归属母公司净利润 29.17、37.16、42.55 亿元，同比增速分别为下滑 47.89%、增长 27.42%与 14.5%，对应摊薄后 EPS 分别为 1.46、1.86、2.13 元。

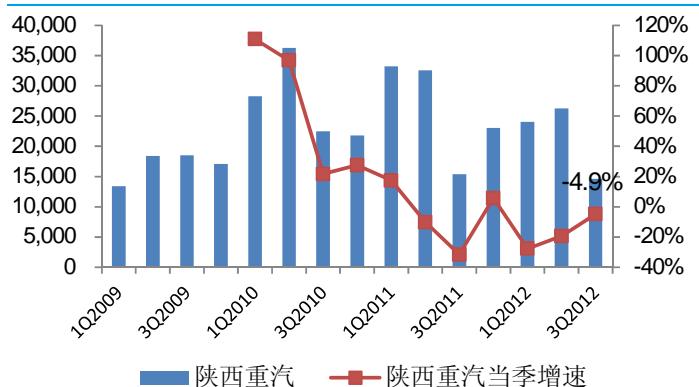
### 投资建议

- 公司当前股价为 19.88 元，对应 2012-2014 年分别为 13.6、10.7、9.3 倍 PE，当前估值水平较为合理，我们维持公司“增持”评级。

图表5：本部发动机当季销量与增速（台）



图表6：陕西重汽当季销量与增速（台）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表7：潍柴动力分业务收入与毛利预测

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>整车-陕汽</b>					
平均售价 (元/件)	210,000	210,000	207,900	209,979	212,079
增长率 (YOY)	7.69%	0.00%	-1.00%	1.00%	1.00%
销售数量 (辆)	100,000	100,300	80,240	92,276	103,349
增长率 (YOY)	70.95%	0.30%	-20.00%	15.00%	12.00%
销售收入 (百万元)	21,000	21,063	16,682	19,376	21,918
增长率 (YOY)	84.10%	0.30%	-20.80%	16.15%	13.12%
毛利率	13.00%	11.00%	9.00%	9.50%	9.50%
毛利 (百万元)	2,730	2,317	1,501	1,841	2,082
<b>变速箱</b>					
平均售价 (元/件)	11,100	11,500	11,270	11,495	11,725
增长率 (YOY)	0.45%	3.60%	-2.00%	2.00%	2.00%
销售数量 (辆)	852,000	701,200	490,840	554,649	610,114
增长率 (YOY)	60.14%	-17.70%	-30.00%	13.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	9,457	8,064	5,532	6,376	7,154
增长率 (YOY)	60.86%	-14.73%	-31.40%	15.26%	12.20%
毛利率	38.00%	36.00%	34.00%	35.00%	35.00%
毛利 (百万元)	3,594	2,903	1,881	2,232	2,504
<b>发动机</b>					
平均售价 (元/件)	39,477	40,934	40,116	40,517	40,922
增长率 (YOY)	2.99%	3.69%	-2.00%	1.00%	1.00%
销售数量 (辆)	576,000	486,000	340,200	384,426	422,869
增长率 (YOY)	78.66%	-15.63%	-30.00%	13.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	22,739	19,894	13,647	15,576	17,305
增长率 (YOY)	83.99%	-12.51%	-31.40%	14.13%	11.10%
毛利率	33.89%	31.86%	31.00%	32.00%	32.00%
毛利 (百万元)	7,707	6,339	4,231	4,984	5,537
<b>整车及关键零部件</b>					
销售收入 (百万元)	53,196	49,021	35,861	41,328	46,377
增长率 (YOY)	207.74%	-7.85%	-26.85%	15.24%	12.22%
毛利率	26.38%	23.58%	21.23%	21.91%	21.83%
毛利 (百万元)	14,031	11,559	7,613	9,057	10,124
<b>其他零部件</b>					
销售收入 (百万元)	6,592.6	6,962.2	6,962.2	6,962.2	6,962.2
增长率 (YOY)	71.17%	5.61%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	17.23%	17.48%	15.00%	15.50%	16.00%
毛利 (百万元)	1,136	1,217	1,044	1,079	1,114
<b>其他</b>					
销售收入 (百万元)	3,491	4,036	4,440	4,884	5,372
增长率 (YOY)	72.05%	15.62%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	11.71%	10.82%	4.00%	5.00%	5.50%
毛利 (百万元)	409	437	178	244	295
销售收入 (百万元)	63,280	60,019	47,263	53,174	58,711
销售总成本 (百万元)	47,704	46,807	38,428	42,794	47,178
毛利 (百万元)	15,576	13,213	8,835	10,380	11,533
平均毛利率	24.61%	22.01%	18.69%	19.52%	19.64%

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	47,263	53,174	58,711	货币资金	6,578	11,159	16,613	18,252	24,133	29,553
增长率	78.1%	-5.2%	-21.3%	12.5%	10.4%		应收款项	11,847	16,088	14,530	11,532	12,953	14,278
主营业务成本	-26,867	-47,704	-46,807	-38,428	-42,794	-47,178	存货	5,807	8,793	10,358	8,001	8,910	9,823
%销售收入	75.6%	75.4%	78.0%	81.3%	80.5%		其他流动资产	891	1,649	1,209	1,162	1,205	1,249
毛利	8,658	15,576	13,213	8,835	10,380	11,533	流动资产	25,123	37,689	42,709	38,946	47,202	54,903
%销售收入	24.4%	24.6%	22.0%	18.7%	19.5%		%总资产	69.4%	72.3%	69.4%	67.4%	73.4%	77.3%
营业税金及附加	-157	-295	-222	-180	-202	-223	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%	0.38%	0.38%		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	-2,269	-2,499	-2,759	%总资产	22.7%	19.7%	24.0%	24.6%	19.1%	15.7%
%销售收入	4.8%	4.6%	4.8%	4.80%	4.70%		无形资产	1,638	1,625	1,857	2,355	2,466	2,569
管理费用	-1,740	-2,584	-3,022	-2,978	-3,297	-3,523	非流动资产	11,095	14,471	18,836	18,844	17,074	16,151
%销售收入	4.9%	4.1%	5.0%	6.30%	6.20%		%总资产	30.6%	27.7%	30.6%	32.6%	26.6%	22.7%
息税前利润 (EBIT)	5,064	9,771	7,062	3,409	4,382	5,028	<b>资产总计</b>	<b>36,218</b>	<b>52,160</b>	<b>61,545</b>	<b>57,790</b>	<b>64,276</b>	<b>71,054</b>
%销售收入	14.3%	15.4%	11.8%	7.2%	8.2%		短期借款	1,516	577	2,241	0	0	0
财务费用	-147	-95	-31	-14	-86	-159	应付款项	14,453	21,622	22,918	18,661	20,787	22,911
%销售收入	0.4%	0.2%	0.05%	0.03%	0.16%		其他流动负债	2,185	4,120	4,254	3,862	4,299	4,438
资产减值损失	-430	-506	-19	-19	-23	-28	流动负债	18,154	26,320	29,413	22,523	25,085	27,349
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	240	300	375	其他长期负债	1,461	1,515	2,876	2,941	2,962	2,987
%销售收入	0.9%	0.8%	2.1%	6.2%	6.1%		<b>负债</b>	<b>20,557</b>	<b>28,790</b>	<b>32,642</b>	<b>25,817</b>	<b>28,400</b>	<b>30,689</b>
税前利润	4,528	9,245	7,170	3,616	4,573	5,216	<b>普通股股东权益</b>	<b>11,755</b>	<b>18,515</b>	<b>22,903</b>	<b>25,574</b>	<b>29,026</b>	<b>33,016</b>
%税前利润	12.7%	14.6%	11.9%	7.7%	8.6%		少数股东权益	3,907	4,855	5,999	6,399	6,849	7,349
营业利润	152	151	249	286	329	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>36,218</b>	<b>52,160</b>	<b>61,545</b>	<b>57,790</b>	<b>64,276</b>	<b>71,054</b>
营业利润率	4,680	9,397	7,419	3,902	4,901	5,594							
利润率	13.2%	14.8%	12.4%	8.3%	9.2%	0							
所得税	-732	-1,398	-1,099	-585	-735	-839							
所得税率	15.6%	14.9%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	3,948	7,999	6,320	3,317	4,166	4,755							
净利润率	9.6%	10.7%	9.3%	6.2%	7.0%	7.2%							
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	3,948	7,999	6,320	3,317	4,166	4,755	<b>每股指标</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	4.090	4.071	3.359	1.459	1.859	2.128
非现金支出	1,368	1,806	1,475	1,661	1,928	2,232	每股净资产	14.110	11.113	13.747	12.791	14.518	16.514
非经营收益	64	-299	139	-482	-587	-745	每股经营现金净流	2.928	5.223	3.573	2.515	2.837	3.099
营运资金变动	-2,939	-804	-1,981	533	165	-46	每股股利	0.480	0.430	0.100	0.130	0.130	0.130
经营活动现金净流	2,441	8,702	5,954	5,029	5,672	6,196	<b>回报率</b>						
资本开支	-1,335	-1,772	-3,379	-1,282	230	-822	净资产收益率	28.99%	36.63%	24.44%	11.40%	12.80%	12.89%
投资	-7	-343	-279	0	-40	-50	总资产收益率	9.41%	13.00%	9.09%	5.05%	5.78%	5.99%
其他	1	108	18	240	300	375	投入资本收益率	21.93%	31.65%	17.57%	8.25%	9.54%	9.82%
投资活动现金净流	-1,340	-2,007	-3,640	-1,042	490	-497	<b>增长率</b>						
股权募资	78	90	638	0	0	0	主营业务收入增长率	7.24%	78.13%	-5.15%	-21.25%	12.51%	10.41%
债权募资	-154	-855	2,406	-2,227	8	10	EBIT增长率	53.03%	92.94%	-27.73%	-51.72%	28.54%	14.74%
其他	-510	-696	-1,142	-120	-288	-290	净利润增长率	76.43%	99.04%	-17.48%	-47.89%	27.42%	14.50%
筹资活动现金净流	-586	-1,462	1,902	-2,347	-280	-280	总资产增长率	23.75%	44.02%	17.99%	-6.10%	11.22%	10.55%
现金净流量	514	5,233	4,216	1,639	5,882	5,419	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	32.1	22.8	28.3	29.0	29.0	29.0
							存货周转天数	79.2	55.9	74.7	76.0	76.0	76.0
							应付账款周转天数	100.7	82.3	102.2	100.0	100.0	100.0
							固定资产周转天数	72.1	45.2	58.7	74.1	66.4	59.5
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-18.13%	-35.71%	-39.21%	-47.58%	-58.80%	-65.68%
							EBIT利息保障倍数	34.6	102.8	229.4	240.1	51.1	31.7
							资产负债率	56.76%	55.20%	53.04%	44.67%	44.18%	43.19%

**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	6	7	8
买入	0	1	26	26	28
持有	0	0	2	2	4
减持	0	0	0	0	1
卖出	0	2.00	1.89	1.87	1.90
评分	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.50</b>	<b>1.28</b>

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	43.00	N/A
2 2011-10-30	增持	30.25	N/A
3 2012-03-30	增持	24.76	N/A
4 2012-04-23	增持	27.82	N/A
5 2012-06-18	买入	26.18	38.30
6 2012-08-31	增持	17.16	N/A

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认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