

去库存周期结束，反弹力度有赖经济回暖程度

核心观点：

1. 事件：公布三季报

公司2012年前三季度实现收入363亿元，同比-23%；净利润24亿元，同比-47%；其中6-9月份实现收入92亿元，同比-13%，净利润5亿元，同比-53%；重卡行业处于低谷，业绩符合我们预期。

2. 我们的分析与判断

(1) 重卡行业去库存结束，静待进入补库存小周期

重卡行业仍处谷底，前三季度实现销量49万，同比-31%；10月份重卡销量仍未见明显好转，预计同比跌幅-30%，2012年全年重卡销量62万辆，同比-30%~25%。重卡产业链去库存基本结束，但需求不明朗，静待补库存小周期。

(2) 需求萎靡，毛利率平稳触底，研发投入推升管理费用率

公司前三季度综合毛利率18.88%，同比下滑3.43个百分点，环比提升0.14个百分点，主要是需求萎靡，产能利用率较低，但呈现平稳触底；净利率5.56%，同比下滑4.67个百分点，环比下滑0.89个百分点，研发投入有所加大。

(3) 经济触底+新政起步，2013年重卡弹性值得期待

重卡行业受投资和物流拉动，重卡消费多采用融资租赁购买，投资品属性强，波动大、弹性足；2012年经济衰退周期，重卡销量预计62万辆（同比-30%），2013年迎来新政府，经济有望企稳，此外，重卡行业国四切换预期强烈，2013年重卡行业业绩改善和弹性值得期待。

(4) 多元化切入工程机械液压市场，拓展新的成长空间

潍柴动力巩固重卡“动力系统”同时，开拓工程机械“液压系统”，实现多元扩张，围绕核心产业链，确立中国装备制造业龙头地位。液压领域公司市场空间广阔，利润空间丰厚，如果开拓顺利，将有效增厚业绩，拓展公司成长空间。

3. 投资建议

我们预测，公司12-14年EPS为1.54、2.06、2.39，对应12-14年PE为12.93、10.32、8.81倍，考虑公司处于盈利低谷和未来的盈利改善，估值合理，维持“谨慎推荐”评级。

4. 风险提示

宏观经济持续低迷将压抑重卡消费需求，海外并购存在包括资产质量、管理文化等风险。

潍柴动力 (000338.SZ)
谨慎推荐 维持评级
分析师

杨华超

☎: (8621) 2025 2681

☐: yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512050003

邓学

☎: (0755) 82837691

☐: dengxue@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512080001

市场数据 **时间 2012.10.29**

A股收盘价(元)	19.46
A股一年内最高价(元)	39.64
A股一年内最低价(元)	16.50
上证指数	2058.94
市净率	1.70
总股本(万股)	199930.96
实际流通A股(万股)	86763.66
限售的流通A股(万股)	64591.30
流通A股市值(亿元)	168.84

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

- 1、潍柴动力 (000338): 继续拓宽下游，夯实整体实力，驶向另一片蓝海 20120901
- 2、潍柴动力 (000338): 底部需求依然低迷，投资开闸预期推动交易性机会 20120907

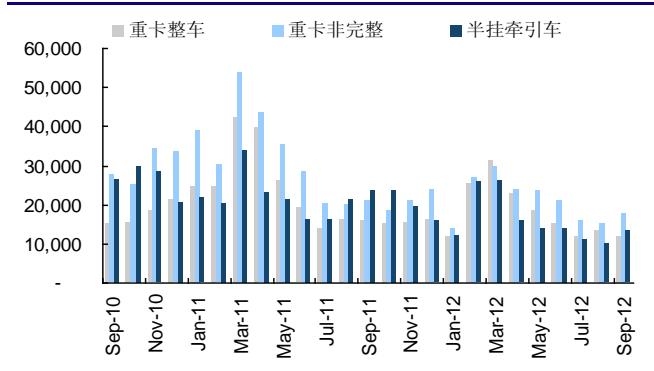
一、重卡行业去库存结束，静待进入补库存小周期

(一) 周期低点仍不明朗，明显回升仍需等待

重卡行业仍处谷底，2012年前三季度实现销量49万，同比-31%；10月份重卡销量仍未见明显好转，预计同比跌幅-30%--25%，2012年全年重卡销量62万辆左右，同比-30%。重卡产业链去库存基本结束，但需求不明朗，静待进入补库存的小周期。

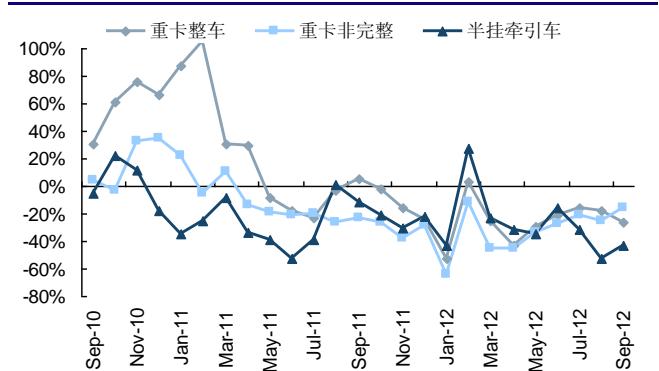
2012年1-9月份重卡整车、非完整重卡、半挂牵引的同比增速分别为-27%，-36%，-28%，受上半年固定资产投资增速下滑影响明显，工程类重卡（非完整重卡）下滑幅度较大，目前看项目新开工推动的真实需求尚未有效推动工程重卡的需求恢复；同时货运需求面对高油价、低运价、成本费用上升多方不利状况，物流重卡需求再陷萎靡。

图 1：重卡分类销量（2010.9-2012.9）



资料来源：CAAM、中国银河证券研究部

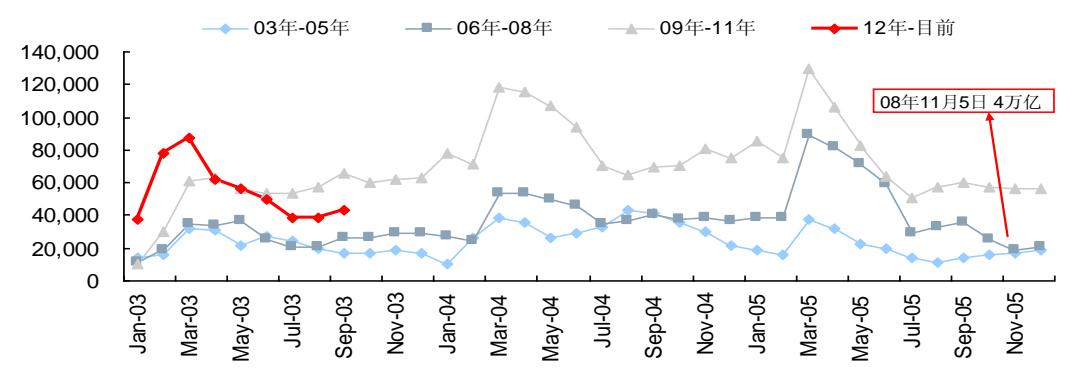
图 2：重卡分类销量同比（2010.9-2012.9）



资料来源：CAAM、中国银河证券研究部

我们对比了03年-05年、06年-08年、09年-11年、12年-目前的重卡周期趋势，行业处于经历两年去库存，经销库存处于历史低点，但是目前政策、经济和需求预期极差，重卡消费者观望情绪浓重，需求回升时点尚未明确，11月份其实环比改善持续，但是同比改善需要等待明年初。

图 3：中国重卡行业月销量的周期规律

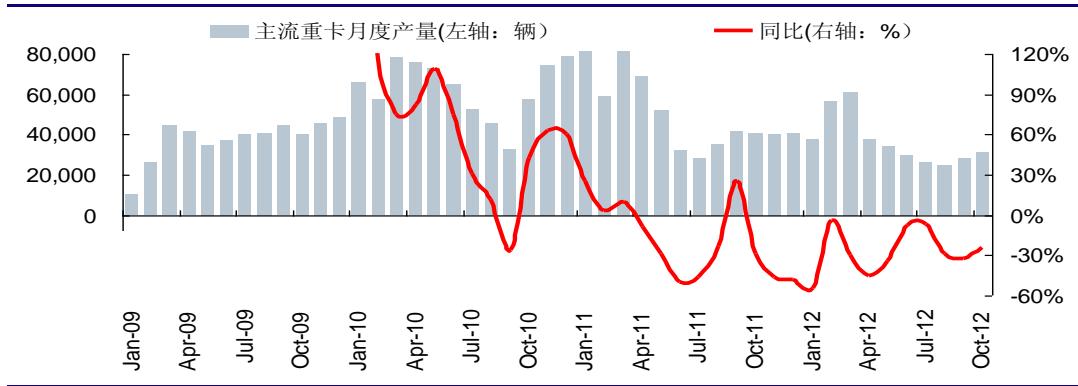


资料来源：CAAM、中国银河证券研究部整理

(二) 重卡行业低迷延续，11月排产仍然谨慎

我们跟进了整个重卡企业的排产状态，大部分企业处于悲观状态，预计11月排产量同比-30%~25%，总体情况体现企业对市场预期悲观。

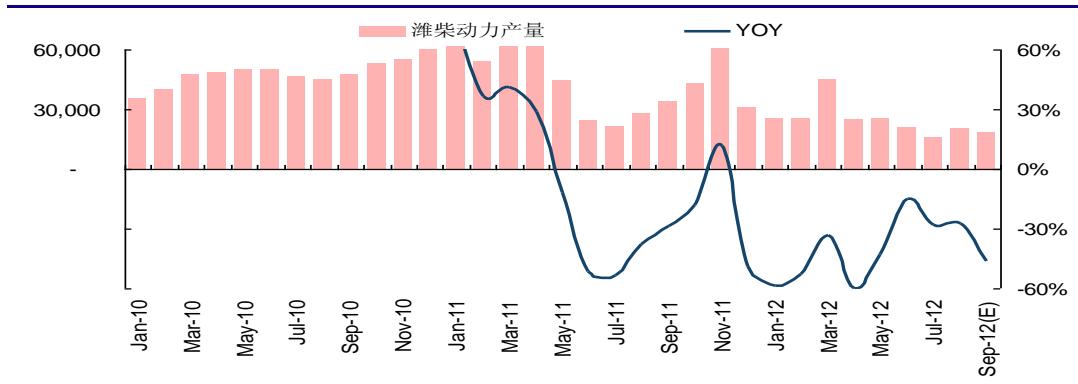
图4：18家主流重卡企业合计排产量及同比



资料来源：各公司资料整理，中国银河证券研究部整理

受制重卡企业的排产低迷，潍柴动力今年排产谨慎，持续低迷。今年除了3月份旺季需求推动以外，大部分月份装机量在2万左右波动，持续处于去库存状态，整体企业经营处于绝对低谷，但低库存状态为未来创造反弹空间。

图5：潍柴动力装机量及同比

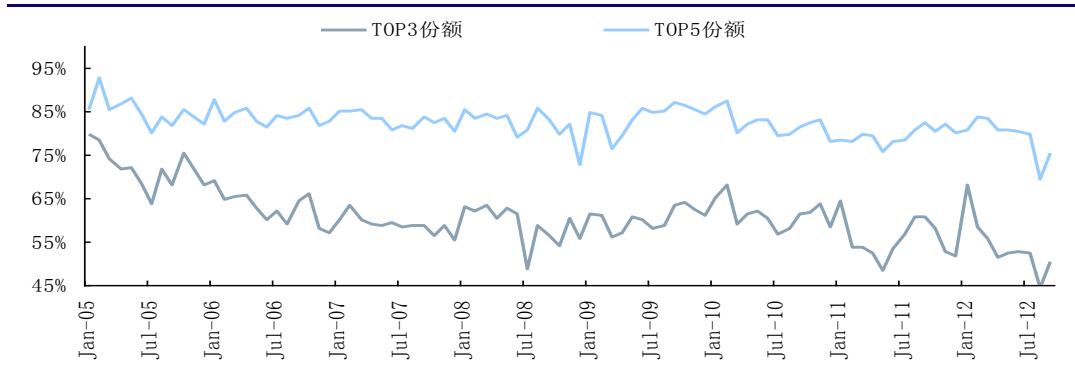


资料来源：公司资料整理，中国银河证券研究部整理

(三) 广泛拓宽下游领域，多元扩张改善结构

目前，潍柴动力（000338）产品主要集中在动力系统产品（发动机、齿轮箱、变速箱、车桥和重型机械和轴），同时公司有限的产品配套，大部分集中在商用车行业（约90%的收入来源于商用车行业），特别是未来今年，高端重型发动机面临来自客户自制发动机的长期压力。

近几年，随着斯太尔平台优势的弱化，围绕斯太尔平台的整机及发动机市场占有率有所下降，我们所看到的国内前三和前五占比不是趋向集中，反而趋向分散；未来各大重卡企业加快平台引进和重型发动机自制进程，将导致重卡向多元化和专业化发展，潍柴动力作为通用重卡发动机供应商将面临一定挑战。

图 6: 重卡的 TOP3 和 TOP5 份额变化


资料来源: CAAM, 中国银河证券研究部整理

经过公司多次的资本操作,公司积极拓展游艇、挖掘机、推土机和叉车市场,同时产品系列增加了液压产品,调整产品结构,同时和凯傲公司创造协同效应,共享品牌、市场、技术和服务优势。工程机械领域“得液压者,得天下”,公司将开拓工程机械液压产品市场。全球液压传动市场规模 2011 年 207 亿美元,预计至 2016 年将实现年均 5.1% 的增长,中国液压传动市场市场规模 23 亿美元,有望实现年均 8.1% 的快速增长。预计,高压阀、高压泵及发动机市场在未来 5 年的复合增速分别为 9.8% 和 9.6%。未来潍柴动力将朝着巩固重卡“动力系统”,掌控工程机械“液压系统”,实现多元扩张,围绕核心产业链,确立中国装备制造业龙头地位。

图 7: 经历多次并购前潍柴过度依赖商用车


资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

图 8: 未来潍柴动力下游市场广泛开拓


资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

二、投资建议：关注需求回暖下的业绩弹性

由于重卡行业受投资和物流需求直接拉动，同时重卡消费多采用融资租赁方式采购，投资品属性较强，导致重卡消费波动大、弹性足。

本次发改委项目审批，通过固定资产投资稳定经济增长，使国内经济企稳的预期增强，结合08年的刺激计划经验，重卡行业实际需求传导相对滞后，但具有极大的弹性空间。

重卡行业受投资和物流拉动，重卡消费多采用融资租赁购买，投资品属性强，波动大、弹性足；2012年经济衰退周期，重卡销量预计65万辆（同比-28%），2013年经济企稳预期下，同时国四切换也将推动部分提前消费，重卡行业业绩改善值得期待。我们建议关注本轮交易性的反弹机会。

图 9：全国发动机月度销量及同比（2005.1-2012.7）



资料来源：CAAM，中国银河证券研究部整理

我们预测，未考虑并购（凯傲和林德液压），公司12-14年实现营业总收入435亿、495亿、533亿元，利润30亿、37亿、44亿元，12-14年EPS为1.50、1.87、2.18元，对应12-14年PE为11.41、9.15、7.84元，目前PB为1.33倍，考虑本次并购，12-14年EPS增厚至1.54、2.06、2.39，对应12-14年PE为12.93、10.32、8.81倍，考虑公司处于盈利低谷和未来的盈利改善，估值合理，维持“谨慎推荐”评级。

资产负债表(不考虑并购)		单位:百万元				利润表(不考虑并购)		单位:百万元			
会计年度		2011	2012E	2013E	2014E	会计年度		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产		42709	40337	45432	49907	营业收入		60019	43464	49525	53291
现金		16613	20657	23463	26345	营业成本		46807	35126	39793	42394
应收账款		4738	3464	3884	4207	营业税金及附加		222	161	183	197
其它应收款		241	239	234	259	营业费用		2907	2105	2399	2581
预付账款		432	382	411	446	管理费用		3022	2189	2494	2683
存货		10358	7323	8281	8901	财务费用		31	-263	-328	-392
其他		10329	8271	9159	9749	资产减值损失		19	262	140	201
非流动资产		18836	18193	17723	17144	公允价值变动收益		0	0	0	0
长期投资		956	777	836	845	投资净收益		158	27	54	70
固定资产		9653	11618	12247	12202	营业利润		7170	3912	4899	5695
无形资产		1155	1353	1551	1748	营业外收入		289	184	202	210
其他		7072	4444	3089	2348	营业外支出		40	36	39	37
资产总计		61545	58530	63155	67050	利润总额		7419	4060	5062	5868
流动负债		29413	23847	25822	26886	所得税		1099	601	750	869
短期借款		1541	2000	2000	2000	净利润		6320	3459	4312	4999
应付账款		13079	9453	10697	11554	少数股东损益		723	463	576	636
其他		14793	12394	13125	13332	归属母公司净利润		5597	2995	3737	4363
非流动负债		3228	2479	2821	2650	EBITDA		8657	4325	5338	6121
长期借款		352	352	352	352	EPS(元)		3.36	1.50	1.87	2.18
其他		2876	2127	2469	2298	主要财务比率(不考虑并购)				单位:百万元	
负债合计		32642	26326	28643	29536	会计年度		2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益		5999	6463	7038	7674	成长能力					
股本		1666	1999	1999	1999	营业收入		-5.2%	-27.6%	13.9%	7.6%
资本公积		1521	1521	1521	1521	营业利润		-22.4%	-45.4%	25.2%	16.3%
留存收益		19749	22245	23982	26346	归属于母公司净利润		-17.5%	-46.5%	24.7%	16.8%
归属母公司股东权益		22903	25741	27474	29840	获利能力					
负债和股东权益		61545	58530	63155	67050	毛利率		22.0%	19.2%	19.7%	20.4%
现金流量表(不考虑并购)		单位:百万元				净利率		9.3%	9.3%	6.9%	7.5%
会计年度		2011	2012E	2013E	2014E	ROE		24.4%	11.6%	13.6%	14.6%
经营活动现金流		5953	4802	4471	4850	ROIC		39.3%	22.0%	28.3%	33.0%
净利润		6320	3459	4312	4999	偿债能力					
折旧摊销		1456	675	767	817	资产负债率		53.0%	45.0%	45.4%	44.1%
财务费用		31	-263	-328	-392	净负债比率		7.95%	10.30%	9.35%	9.24%
投资损失		-158	-27	-54	-70	流动比率		1.45	1.69	1.76	1.86
营运资金变动		-811	1137	-321	-563	速动比率		1.09	1.37	1.43	1.51
其它		-885	-179	95	59	营运能力					
投资活动现金流		-3640	-259	-316	-235	总资产周转率		1.05	0.72	0.81	0.82
资本支出		3421	-3	0	0	应收账款周转率		11	9	12	11
长期投资		-139	-36	51	-18	应付账款周转率		3.57	3.12	3.95	3.81
其他		-358	-298	-266	-252	每股指标(元)					
筹资活动现金流		1916	-498	-1349	-1733	每股收益(最新摊薄)		2.80	1.50	1.87	2.18
短期借款		996	459	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)		2.98	2.40	2.24	2.43
长期借款		-602	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)		11.46	12.88	13.74	14.93
普通股增加		0	333	0	0	估值比率					
资本公积增加		-472	0	0	0	P/E		6.95	12.93	10.32	8.81
其他		1995	-1290	-1349	-1733	P/B		1.70	1.52	1.42	1.31
现金净增加额		4215	4045	2806	2882	EV/EBITDA		4	7	6	5

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

杨华超，行业证券分析师；邓学，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区: 詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn