

# 潍柴动力 (000338.SZ) 汽车零部件行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

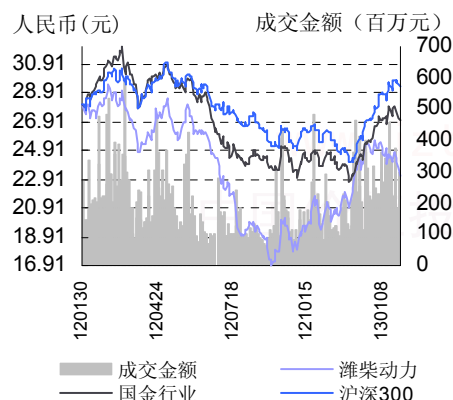
市价(人民币): 23.09 元

## 最坏时期已过, 向上弹性较大

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)	461.64
年内股价最高最低(元)	29.44/16.91
沪深 300 指数	2571.67
深证成指	9357.13



### 相关报告

1. 《业绩降幅有所扩大, 明年有望改善》, 2012.10.29
2. 《行业低迷, 市场份额有所下滑》, 2012.8.31
3. 《动力总成份额稳固, 重卡需求有望逐渐改善》, 2012.6.18

### 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	1.549	2.075	2.541
每股净资产(元)	11.11	13.75	12.88	14.82	17.23
每股经营性现金流(元)	5.22	3.57	2.55	3.08	3.57
市盈率(倍)	-	-	14.91	11.13	9.09
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%	-44.67%	34.00%	22.44%
净资产收益率(%)	36.63%	24.44%	12.02%	14.00%	14.75%
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

### 投资逻辑

- **重卡需求最坏时期已过, 今年二季度有望高增长:** 12 年 9 月份以来, 重卡行业销量逐渐回升, 同比降幅逐渐收窄, 目前已基本可判定 12 年三季度为本轮周期的最低点, 最坏时期已过。2013 年基建及房地产开发投资增速均有望进一步提升, 重卡需求有望加快改善, 而且由于旺季需求叠加提前购买, 预计今年二季度重卡销量可能为巨幅增长, 有利于公司估值继续提升。
- **国四推迟实施的可能性不大, 公司发动机市场份额有望提升:** 由于之前已推迟过两次且当前社会各界对空气污染问题严重关注, 预计国四再度推迟实施可能性很小。国四实施后, 高压共轨将成为主流技术路线。公司原本在国三时期便主打高压共轨路线, 相关产品更加稳定可靠, 客户基础及保有量均领先, 由此国四实施后公司产品市场份额有望获得提升。
- **盈利能力有望提高, 业绩向上弹性较大:** 近两年来, 公司产品价格保持稳定, 但产销规模大幅下降仍导致了公司盈利能力的持续下滑。参考历史数据, 我们预计若 2013 年重卡销量增长 15%, 公司净利率提升幅度有望达 1.5 至 2 个百分点, 公司净利润增速可达 30% 以上。由此可见公司具备较大的业绩弹性, 可显著受益重卡行业的逐渐复苏。

### 盈利预测

- 在 13-14 年重卡销量增速分别为 15%、12% 的假设基础上, 我们预测公司 2012-2014 年可实现归属母公司股东净利润分别为 30.97、41.49、50.81 亿元, 同比分别增长 -44.67%、34%、22.44%, 对应 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 1.55、2.08、2.54 元。

### 投资建议

- 公司目前股价对应 2013 年 EPS 为 11 倍 PE。在当前重卡行业改善趋势确定但改善幅度尚难判断的背景下, 我们认为业绩改善趋势的延续性比估值的绝对数值更为重要。只要行业基本面向上趋势不变, 公司的估值就有继续提升的空间。此外, 由于提前购买可能导致的二季度重卡行业高景气度也有可能带来重卡板块阶段性的估值提升, 我们维持公司“增持”评级。

### 风险

- 宏观经济重现衰退、重卡需求改善低于预期、原材料价格大幅上涨;

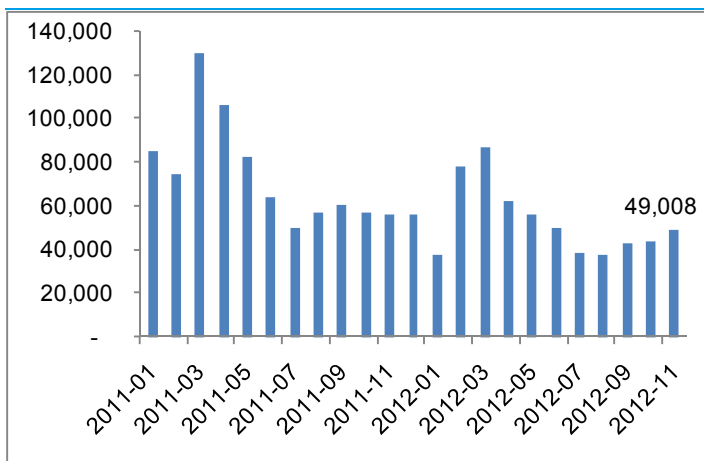
吴文利 分析师 SAC 执业编号: S1130511040006  
(8621)61038231  
wuwx@gjzq.com.cn

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

### 重卡需求最坏时期已过，今年二季度可能增速较高

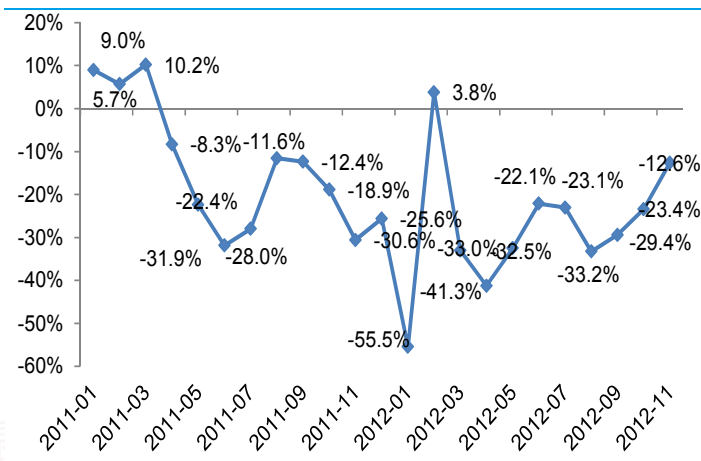
- **重卡需求最坏的时期已经过去：**2012 年 8 月以来，重卡批发销量开始在底部逐渐回升，至 11 月份销量已达 49,008 辆。从增速看，9 月份以来重卡销量同比降幅也呈持续收窄趋势，11 月份已降至 12.6%。此外，根据我们了解，近一两个月来重卡终端需求也有所改善，大部分企业库存水平也都较为正常。可以说，无论从批发环节还是终端环节，重卡需求最坏的时期都已过去。

图表1：2011 年以来重卡月度销量（辆）



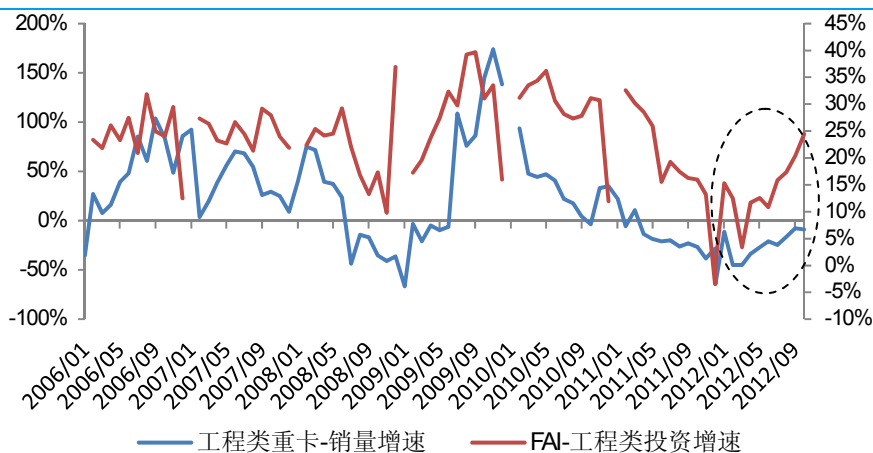
来源：CAAM、国金证券研究所

图表2：2011 年以来重卡月度销量同比增速



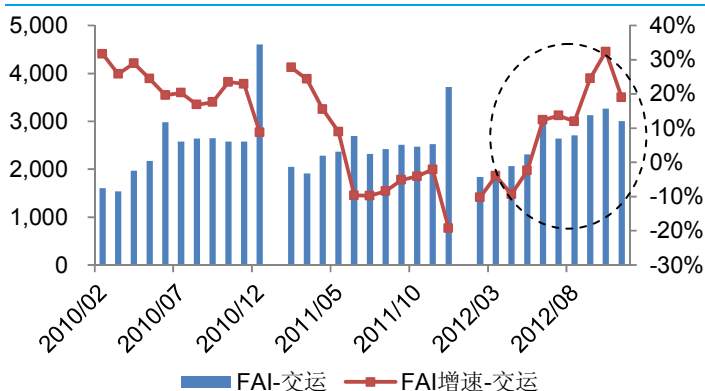
- **基建投资带动工程类重卡率先企稳回升：**工程类重卡需求主要由基建投资、房地产开发投资驱动。去年 5 月以来，在“稳增长”的背景下，我国基建投资增速迅速回升。此外，房地产开发投资增速尽管今年以来波动较为频繁，但也没有再出现趋势性的下滑，11 月份则大幅提升。得益于此，工程类重卡需求也确实率先复苏。5 月份以来，工程类重卡销量降幅已开始逐渐收窄，至 11 月已收窄至 10% 以内。

图表3：工程类重卡增速与工程类投资增速均已见底回升

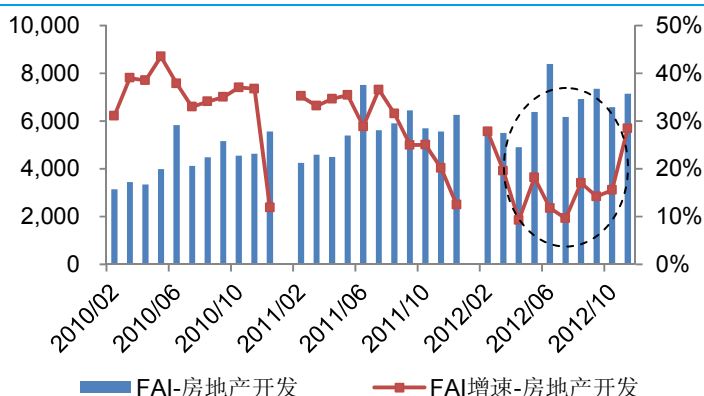


来源：wind、国金证券研究所

图表4: 5月份起交运行业投资增速明显回升(亿元)



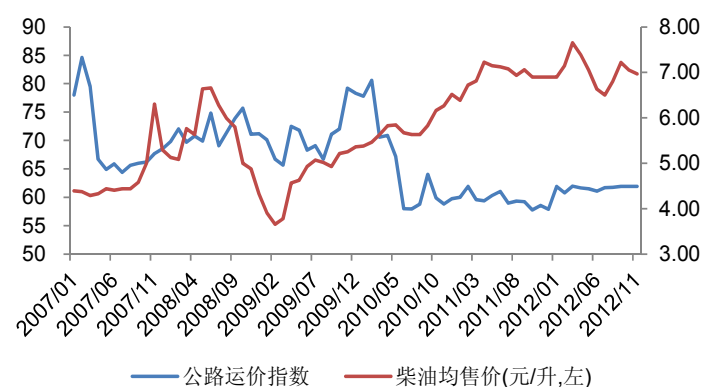
图表5: 房地产开发投资增速已企稳回升(亿元)



来源: wind、国金证券研究所

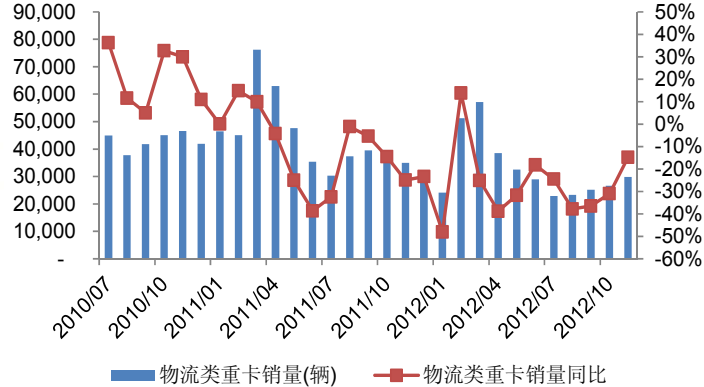
- **2013 年基建投资、房地产开发投资增速有望进一步提升。**中央经济工作会议提出“积极稳妥推进城镇化”，并且将城镇化定义为“现代化建设的历史任务”、“扩大内需的最大潜力所在”，城镇化进程加快已成为必然。基于此，我们预计 2013 年基建投资增速及房地产开发增速均有望进一步提升，这无疑有利于工程类重卡需求的加快增长。
- **物流类重卡销量也已企稳：**物流类重卡需求与用户的盈利能力变化息息相关，而用户盈利能力主要受运价和油价的影响。2012 年以来，公路运价主要在底部徘徊，波动不大，油价则经历了四涨四跌，总体仍在高位。由此，用户的盈利能力并没有得到显著改善但也没有再继续恶化，物流类重卡需求也终于在 8 月份开始缓慢企稳复苏。11 月，物流类重卡销量增速降幅也已收窄至 15% 左右。

图表6: 近年来公路运价指数与油价对比



来源: WIND、义务物流网、国金证券研究所

图表7: 物流类重卡销量已在底部企稳(辆)

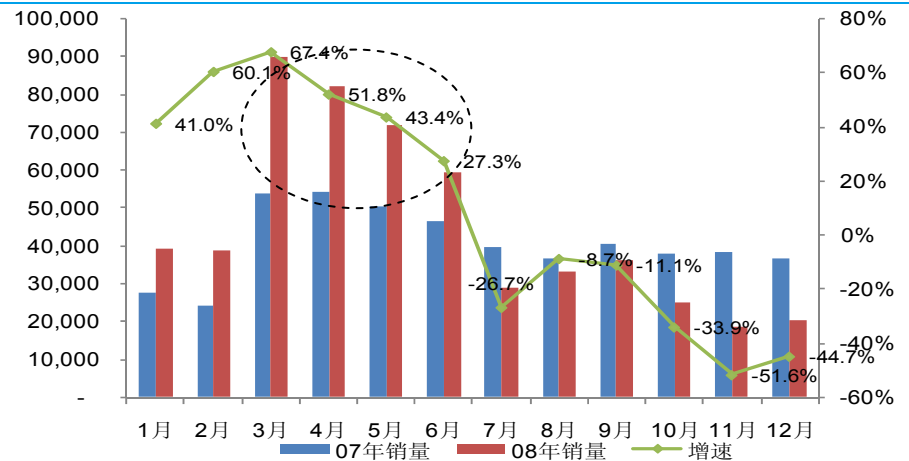


- **2013 年一季度重卡仍可能同比下滑但二季度可能为巨幅增长：**从目前重卡需求已企稳回升的趋势判断，在经过连续两年下滑之后，2013 年全年重卡销量将恢复增长。我们预计全年增速将介于 10-15% 之间，全年销量将为 70 万辆左右。值得注意的是，今年 7 月 1 日起将开始实施国四排放标准，二季度开始必然有部分客户将提前购买重卡，这也将使行业销量再度出现明显的前高后低现象，上半年重卡销量有可能占全年的 65-70%。
- **国 IV 实施再推迟可能性极低，部分客户提前购买在所难免：**2011 年环保部即已公布国 IV 标准的实施时间已确定为 2013 年 7 月 1 日，目前行业内相关企业早已做好相应的技术储备，加上近期社会各界对空气污染问题的严重关注，我们预计国 IV 标准再度推迟实施的可能性微乎其微。由于重卡从国三升级至国四将至少增加 1 万元的成本，且国

四车辆还需定期添加尿素溶液，使用维护相对麻烦，我们预计部分客户在二季度开始提前购买在所难免。根据 08 年时国二升国三时的经验测算，提前购买的重卡能占当年全年销量的 10-15%，对应 70 万辆的销量预测即为 7-10.5 万辆。

- 结合季节规律考虑，我们预计今年上半年重卡销量有望达 45-50 万辆，其中一季度为 18-20 万辆，二季度则将由于提前购买飙升至 27-30 万辆。由此测算，今年一季度重卡销量增速将为下滑 1-11%，但第二季度增速则可能高达 61-79%。

图表8: 08 年上半年重卡销量含有明显的提前购买成分

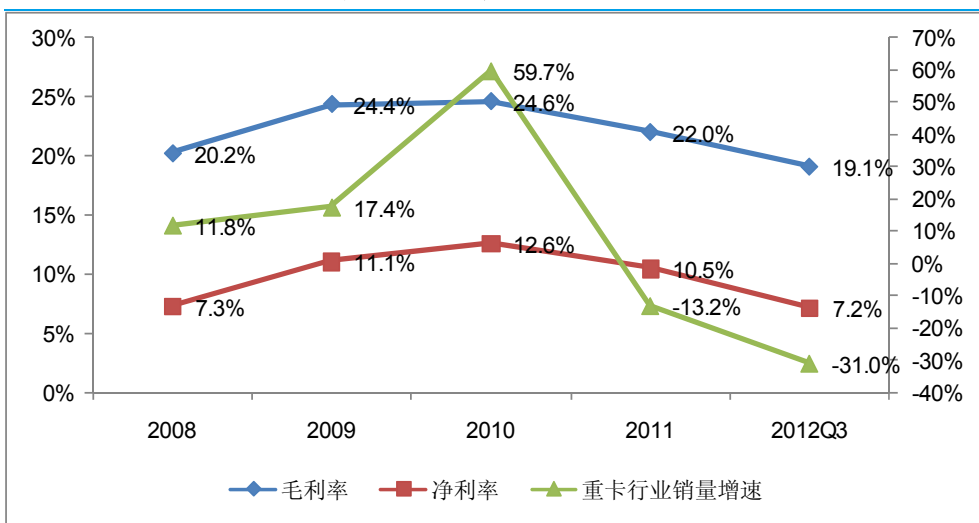


来源：CAAM、国金证券研究所

#### 盈利能力与行业整体增速高度相关，2013 年有望提升

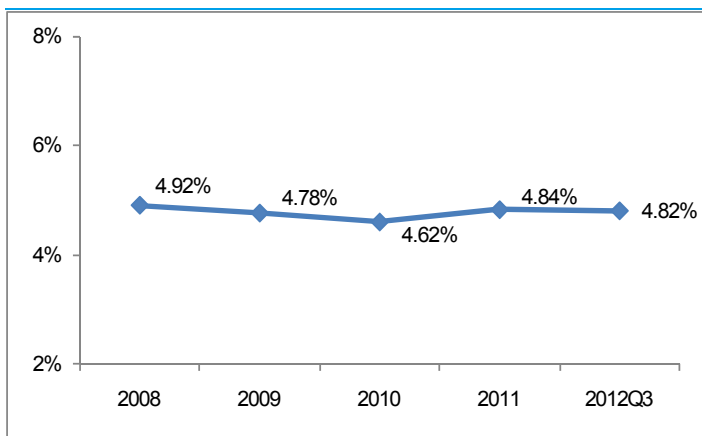
- 作为面向全行业配套的重卡发动机龙头，公司的产销规模增长与重卡行业整体增速较为接近，而作为重资产型的制造型企业，公司的盈利能力也必然与行业整体增速高度相关。根据我们了解，公司近年来产品价格保持稳定，并未因为需求下滑而出现降价促销。尽管如此，规模效应的大幅下降仍导致了公司毛利率的持续下滑。此外研发支出等费用较为刚性，销售规模下降后公司管理费率也必然明显提高。除此之外，公司的销售费率近几年来颇为稳定，由此看公司本身的费用控制能力仍属良好，产销规模的下降是公司盈利能力下降的根本原因。
- 从近两年情况来看，公司毛利率的下降幅度与净利率下降幅度相差不大。2011 年，重卡行业销量下滑 13%，公司毛利率同比下滑 2.6 个百分点，净利率下降 2.1 个百分点。2012 年前三季度，重卡行业销量下滑 31%，公司毛利率比 11 年底下降 2.9 个百分点，净利率则下降 3.3 个百分点。参考这一历史数据，我们预计，若 13 年重卡销量增长 15%，公司毛利率及净利率提升幅度有望达 1.5-2 个百分点。由此也可看出，公司业绩的向上弹性较大，若行业销量增长 15%，公司净利润增速可达 30%以上。

图表9: 公司近年毛利率、净利率与重卡行业增速走势对比



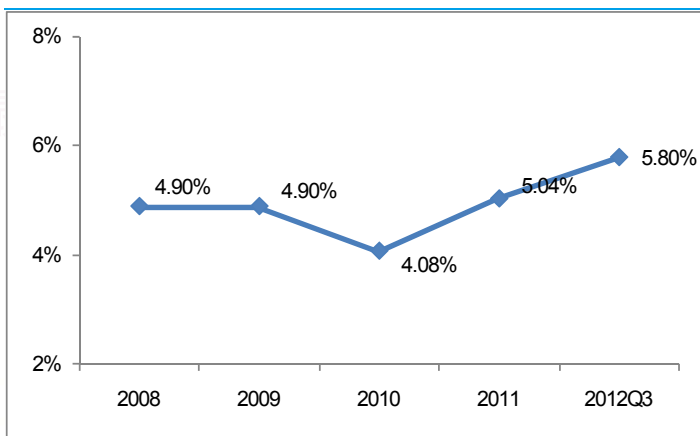
来源: wind、国金证券研究所

图表10: 公司近年来销售费用率保持基本稳定



来源: wind、国金证券研究所

图表11: 11年以来公司管理费用率明显提升



### 盈利预测与投资建议

- 2012 年重卡行业销量下滑 28%，按照中性的假设，我们预计 13-14 年重卡销量增速分别为 15%、12%。在此假设基础上，我们预测公司 2012-2014 年实现营业收入分别为 460.14 亿元、528.38 亿元、596.55 亿元，分别增长-23.3%、14.8%、12.9%，可实现归属母公司股东净利润分别为 30.97 亿元、41.49 亿元、50.81 亿元，同比分别增长-44.67%、34%、22.44%，对应 2012-2014 年摊薄后 EPS 分别为 1.55、2.08、2.54 元。
- 公司目前股价对应 2013 年 EPS 为 11 倍 PE。需要说明的是，在当前重卡行业改善幅度尚难判断的背景下，我们认为行业改善趋势的延续比估值的绝对数值更为重要。只要行业基本面向上趋势不变，公司的估值就有继续提升的空间。此外，由于提前购买可能导致的二季度重卡行业高景气度也有可能带来重卡板块阶段性的估值提升，公司当前股价较其港股也仍有一定折价。我们维持公司“增持”评级，建议投资者坚定持有或者逢回调买入。



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	35,525	63,280	60,019	46,014	52,838	59,655
增长率		78.1%	-5.2%	-23.3%	14.8%	12.9%
主营业务成本	-26,867	-47,704	-46,807	-37,166	-41,887	-46,941
%销售收入	75.6%	75.4%	78.0%	80.8%	79.3%	78.7%
毛利	8,658	15,576	13,213	8,848	10,951	12,714
%销售收入	24.4%	24.6%	22.0%	19.2%	20.7%	21.3%
营业税金及附加	-157	-295	-222	-175	-201	-227
%销售收入	0.4%	0.5%	0.37%	0.38%	0.38%	0.38%
营业费用	-1,697	-2,925	-2,907	-2,186	-2,457	-2,744
%销售收入	4.8%	4.6%	4.8%	4.75%	4.65%	4.60%
管理费用	-1,740	-2,584	-3,022	-2,899	-3,276	-3,579
%销售收入	4.9%	4.1%	5.0%	6.30%	6.20%	6.00%
息税前利润 (EBIT)	5,064	9,771	7,062	3,589	5,017	6,164
%销售收入	14.3%	15.4%	11.8%	7.8%	9.5%	10.3%
财务费用	-147	-95	-31	-14	-82	-144
%销售收入	0.4%	0.2%	0.05%	0.03%	0.16%	0.24%
资产减值损失	-430	-506	-19	-18	-24	-29
公允价值变动收益	0	4	0	0	0	0
投资收益	40	71	158	240	300	375
%税前利润	0.9%	0.8%	2.1%	6.0%	5.5%	5.7%
营业利润	4,528	9,245	7,170	3,796	5,211	6,366
营业利润率	12.7%	14.6%	11.9%	8.2%	9.9%	10.7%
营业外收支	152	151	249	200	200	200
税前利润	4,680	9,397	7,419	3,996	5,411	6,566
利润率	13.2%	14.8%	12.4%	8.7%	10.2%	11.0%
所得税	-732	-1,398	-1,099	-599	-812	-985
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	3,397	4,599	5,581
少数股东损益	540	1,217	723	300	450	500
归属于母公司的净利润	3,407	6,782	5,597	3,097	4,149	5,081
净利率	9.6%	10.7%	9.3%	6.7%	7.9%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	3,948	7,999	6,320	3,397	4,599	5,581
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,368	1,806	1,475	1,660	1,928	2,234
非经营收益	64	-299	139	-396	-459	-567
营运资金变动	-2,939	-804	-1,981	434	87	-114
经营活动现金净流	2,441	8,702	5,954	5,095	6,156	7,134
资本开支	-1,335	-1,772	-3,379	-1,368	101	-1,000
投资	-7	-343	-279	0	-40	-50
其他	1	108	18	240	300	375
投资活动现金净流	-1,340	-2,007	-3,640	-1,128	361	-675
股权募资	78	90	638	0	0	0
债权募资	-154	-855	2,406	-2,227	8	10
其他	-510	-696	-1,142	-120	-288	-290
筹资活动现金净流	-586	-1,462	1,902	-2,347	-280	-280
现金净流量	514	5,233	4,216	1,620	6,237	6,178

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	6,578	11,159	16,613	18,232	24,469	30,648
应收款项	11,847	16,088	14,530	11,227	12,871	14,508
存货	5,807	8,793	10,358	7,739	8,722	9,774
其他流动资产	891	1,649	1,209	1,149	1,196	1,247
流动资产	25,123	37,689	42,709	38,347	47,258	56,176
%总资产	69.4%	72.3%	69.4%	67.1%	73.5%	77.7%
长期投资	793	1,743	1,468	1,469	1,508	1,558
固定资产	8,226	10,264	14,770	14,197	12,282	11,174
%总资产	22.7%	19.7%	24.0%	24.8%	19.1%	15.4%
无形资产	1,638	1,625	1,857	2,355	2,466	2,569
非流动资产	11,095	14,471	18,836	18,844	17,074	16,151
%总资产	30.6%	27.7%	30.6%	32.9%	26.5%	22.3%
资产总计	36,218	52,160	61,545	57,191	64,332	72,327
短期借款	1,516	577	2,241	0	0	0
应付款项	14,453	21,622	22,918	18,053	20,362	22,819
其他流动负债	2,185	4,120	4,254	3,790	4,267	4,464
流动负债	18,154	26,320	29,413	21,844	24,629	27,283
长期贷款	942	955	352	352	352	352
其他长期负债	1,461	1,515	2,876	2,941	2,962	2,987
负债	20,557	28,790	32,642	25,137	27,943	30,623
普通股股东权益	11,755	18,515	22,903	25,754	29,640	34,455
少数股东权益	3,907	4,855	5,999	6,299	6,749	7,249
负债股东权益合计	36,218	52,160	61,545	57,191	64,332	72,327

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	4.090	4.071	3.359	1.549	2.075	2.541
每股净资产	14.110	11.113	13.747	12.882	14.825	17.233
每股经营现金净流	2.928	5.223	3.573	2.549	3.079	3.568
每股股利	0.480	0.430	0.100	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	28.99%	36.63%	24.44%	12.02%	14.00%	14.75%
总资产收益率	9.41%	13.00%	9.09%	5.41%	6.45%	7.02%
投入资本收益率	21.93%	31.65%	17.57%	8.67%	10.78%	11.68%
增长率						
主营业务收入增长率	7.24%	78.13%	-5.15%	-23.33%	14.83%	12.90%
EBIT增长率	53.03%	92.94%	-27.73%	-49.18%	39.81%	22.85%
净利润增长率	76.43%	99.04%	-17.48%	-44.67%	34.00%	22.44%
总资产增长率	23.75%	44.02%	17.99%	-7.07%	12.49%	12.43%
资产管理能力						
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	76.1	66.8	58.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.13%	-35.71%	-39.21%	-47.40%	-58.89%	-66.20%
EBIT利息保障倍数	34.6	102.8	229.4	249.3	60.9	42.8
资产负债率	56.76%	55.20%	53.04%	43.95%	43.44%	42.34%

### 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
买入	1	2	6	9	14
增持	0	0	11	20	46
中性	0	0	0	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.55	1.66	1.75

来源：朝阳永续

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“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 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
7	2012-10-29	增持	19.46	N/A

来源：国金证券研究所



### 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：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

**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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net