

一季报低于预期，短期关注二季度弹性，长期还看液压突破

核心观点：

1. 事件：公布 2013 年一季度

公司 2013 年一季度实现收入 132 亿元，同比 -2.80%；净利润 8.13 亿元，同比 -20.65%；每股 EPS 为 0.41 元，收入水平符合市场预期，但净利润低于市场预期，主要是公司的营业和管理费用有所加大。

2. 我们的分析与判断

(1) 经济弱复苏，补库存+国四预期，二季度产销弹性巨大

重卡行业开年呈现旺季不旺，一季度销量 16.88 万辆，同比 -16.97%；但是旺季低库存+国四切换（2013 年 7 月）预期，推动重卡 3 月份开始进入“春储”补库存；3 月份以来，销量和排产超市场预期，批发销量呈现持续旺盛，关注二季度重卡弹性。

(2) 公司净利润低于预期，主要受营业和管理费用拖累

一季度综合毛利率 21.1%，同比上升 1.45 个百分点，主要产销明显回升，钢材等原材料低位运行。净利率 6.18%，下滑 1.39 个百分点，营销费用和研发投入加大推升营业费用率和管理费用率分别上升 1.03 和 1.46 个百分点。

(3) 短期关注二季度弹性，长期还看液压突破

2013 年经济弱复苏，同时国四切换（2013 年 7 月）预期推动重卡提前消费，二季度重卡弹性值得期待，但纵观全年，预计销量增速在 +3%；公司重卡垄断地位形成，份额扩张潜力有限，但未来加大多元化扩张力度，有望有效切入工程机械液压系统的蓝海市场。

(4) 多元化切入工程机械液压市场，拓展新的成长空间

潍柴动力收购凯傲集团和林德液压，实施多元扩张，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，看好公司长期成长空间。

3. 投资建议

我们预测，考虑并购（凯傲和林德液压）公司 13-15 年实现总收入 534 亿、573 亿、614 亿元，利润 38 亿、46 亿、53 亿元，对应 EPS 为 1.76、2.13、2.44 元，对应 13-15 年 PE 为 12.47、10.32、9.01 倍，考虑公司处于盈利低谷和新成长空间，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，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

电话：(8621) 2025 2681

邮箱：yanghuachao@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050003

邓学

电话：(0755) 8283 7691

邮箱：dengxue@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512080001

市场数据 时间 2013.04.26

A 股收盘价(元)	21.96
A 股一年内最高价(元)	34.96
A 股一年内最低价(元)	16.50
上证指数	2177.91
市净率	1.77
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)	190.53

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

一、一季报数据解读

公司 2013 年一季度实现收入 132 亿元，同比-2.80%；净利润 8.13 亿元，同比-20.65%；每股 EPS 为 0.41 元，收入水平符合市场预期，但净利润低于市场预期，主要是公司的营业和管理费用加大，超出市场预测。

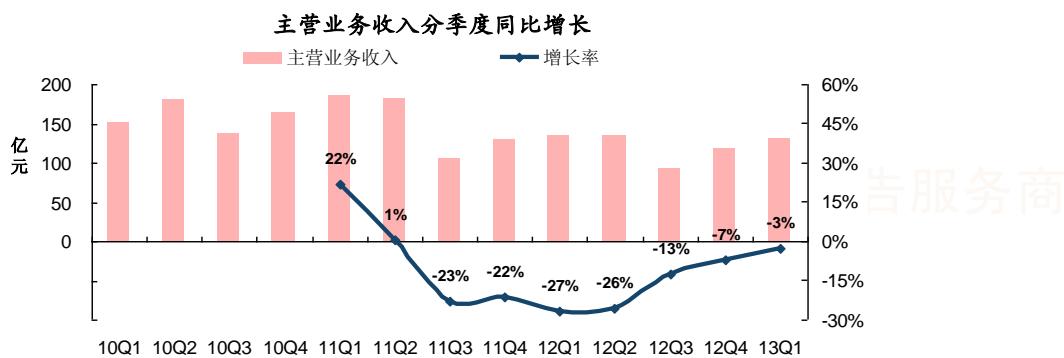
一季度综合毛利率 21.1%，同比上升 1.45 个百分点，主要产销明显回升，钢材等原材料低位运行。净利率 6.18%，下滑 1.39 个百分点，营销费用和研发投入加大推升营业费用率和管理费用率分别上升 1.03 和 1.46 个百分点。

表 1：潍柴动力季度数据对比

财务指标(百万)	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	环比	同比
营业收入	18,173	10,553	12,839	13,536	13,524	9,208	11,898	13,156	10.6%	-2.8%
营业成本	14,527	8,198	9,875	10,881	10,989	7,470	9,435	10,386	10.1%	-4.5%
营业费用	799	568	807	519	765	463	686	641	-6.5%	23.5%
管理费用	777	603	984	679	716	709	1,129	852	-24.5%	25.4%
财务费用	-1	8	20	-3	4	-15	5	-12	-351.2%	283.3%
营业利润	2,136	1,221	1,216	1,317	1,082	645	674	995	47.6%	-24.5%
利润总额	2,225	1,269	1,308	1,385	1,124	670	782	1,011	29.3%	-27.0%
所得税	364	130	212	230	189	147	159	144	-9.4%	-37.5%
归属于母公司净利润	1,652	1,080	1,016	1,025	872	512	582	813	39.7%	-20.7%
EPS	0.99	0.65	0.61	0.62	0.52	0.26	0.29	0.41	41.4%	-33.9%
毛利率	20.1%	22.3%	23.1%	19.6%	18.7%	18.9%	20.7%	21.1%	1.7%	7.4%
营业费用率	4.4%	5.4%	6.3%	3.8%	5.7%	5.0%	5.8%	4.9%	-15.5%	27.0%
管理费用率	4.3%	5.7%	7.7%	5.0%	5.3%	7.7%	9.5%	6.5%	-31.7%	29.1%
净利润率	9.1%	10.2%	7.9%	7.6%	6.4%	5.6%	4.9%	6.2%	26.3%	-18.4%
实际所得税率	16.3%	10.2%	16.2%	16.6%	16.8%	22.0%	20.3%	14.2%	-30.0%	-14.4%

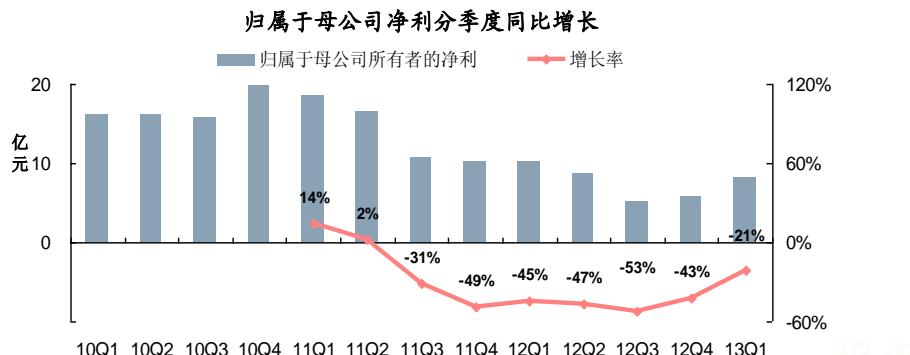
资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

图 2：主营业务收入分季度同比增长



资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

图 3：归属于母公司净利分季度同比增长



资料来源：公司年报、中国银河证券研究部

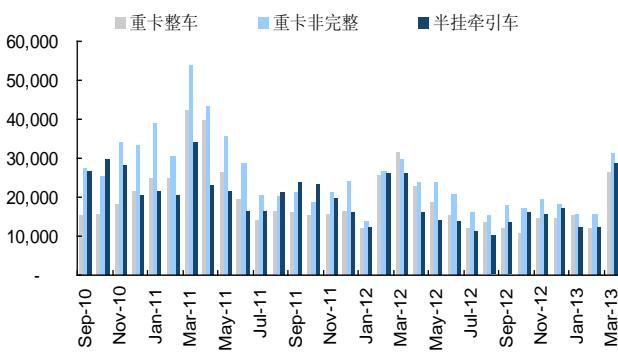
二、终端补库存和国四预期，旺季不温不火

(一) 周期低点仍不明朗，明显回升仍需等待

重卡行业经历 2012 年的去库存痛苦历程，开年呈现旺季不旺，一季度销量 16.88 万辆，同比-16.97%；但是由于去年终端和厂商持续观望，整个终端和厂家库存的“冬储”没有形成，导致旺季低库存状态运行；重卡的国四切换准备加大了厂商和经销的补库存想法，3 月份以来，销量和排产略超市场预期，批发销量呈现明显的好转。

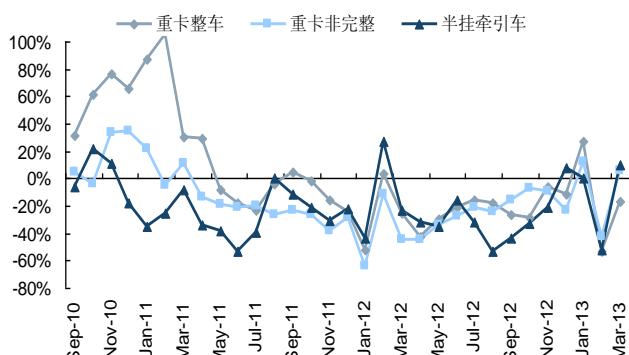
3 月份重卡销量 8.61 万辆，同比-1.1%，主要来自于部分地区开工恢复，自卸车在后半月需求发力；预计 4 月份销量 8 万辆左右，同比+28.2%，部分地区运价有所上升，呈现工程和物流双推动。

图 4：重卡分类销量（2010.9-2013.3）



资料来源：CAAM、中国银河证券研究部

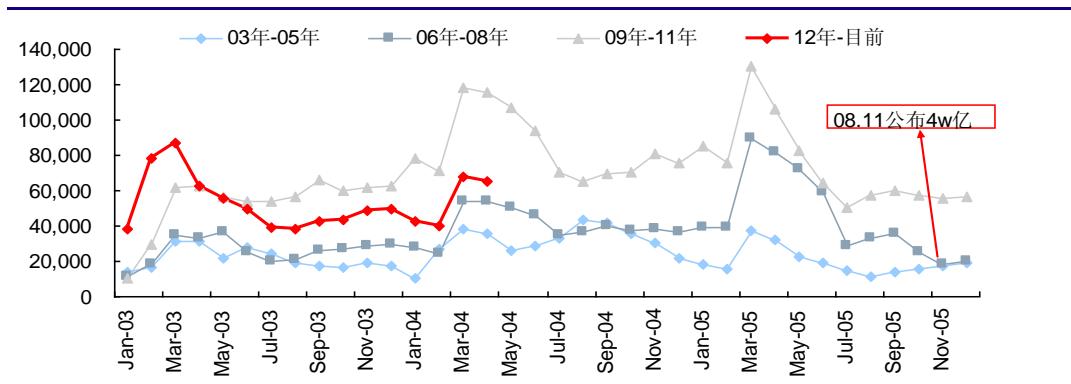
图 5：重卡分类销量同比（2010.9-2013.3）



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，目前经济预期不明朗、国四切换预期强烈，重卡需求“懵懂”中前行，全年重卡销量呈现“总量平稳，宽幅波动”，2 季度可能是全年重卡行业最有弹性和爆发力的时点。

图 6：中国重卡行业月销量的周期规律

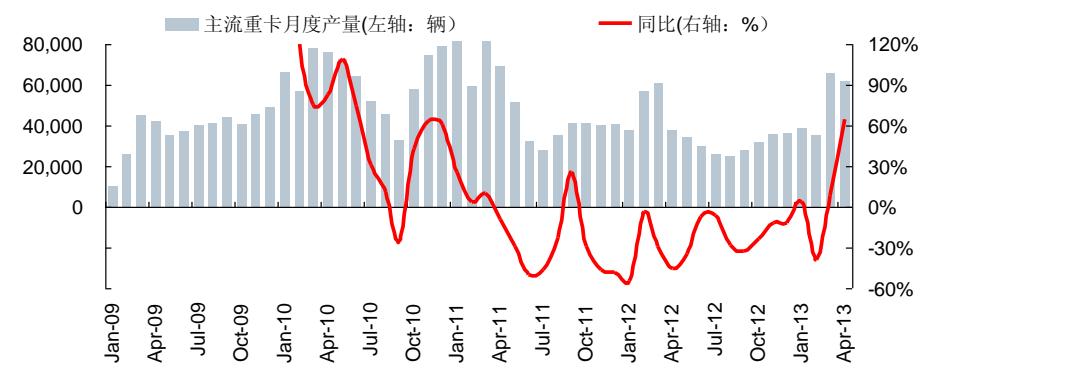


资料来源：CAAM，中国银河证券研究部整理

W (二) 重卡行业进入“春储”，二季度产销将超预期

我们跟进了整个重卡企业的排产状态，大部分企业从3月份以后，进入乐观的“春储”阶段，年底以来的较低的社会库存状态，外加国四切换预期，排产维持高位，进入两年以来的最高峰状态，预计2013年重卡产销有望实现正增长(+3%)，但是呈现中间高，两边低的脉冲走势，超预期可能性只能期待下半年宏观经济的明显回升。

图7：18家主流重卡企业合计排产量及同比（2010.9-2013.4E）

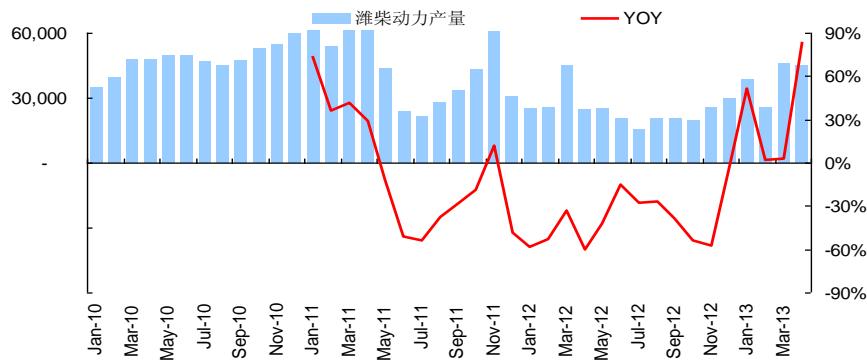


资料来源：各公司资料整理，中国银河证券研究部整理

受制重卡企业的排产低迷，潍柴动力2012年排产谨慎，持续低迷，2012年7月后陆续回升。由于重卡行业需求仍未明显好转，一季度销量增速-16.97%，但对比2012年一季度，2013年一季度库存较低，公司实现销售收入同比-2.80%，表现超越行业；考虑行业补库存和国四切换，公司产能和产品垄断优势将得到发挥，预计二季度潍柴动力发动机装机量同比增速将达50%。

图8：潍柴动力装机量及同比（2010.1-2013.4E）

www.jztzw.net



资料来源：公司资料整理，中国银河证券研究部整理

最好用研究报告服务商

WIII (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。

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 9：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 10：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

三、投资建议：短期关注二季度业绩弹性，长期还看液压突破

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，导致重卡季度销量波动大、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。

短期来看，2013年经济弱复苏，同时国四切换（2013年7月）预期推动重卡提前消费，二季度重卡弹性值得期待；但全年而言，预计销量增速在+3%。长期来看，潍柴动力收购凯傲集团和林德液压，实施多元扩张，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，看好公司长期成长空间。

我们预测，考虑并购（凯傲和林德液压），公司13-15年实现营业总收入534亿、573亿、614亿元，利润38亿、46亿、53亿元，13-15年EPS为1.76、2.13、2.44元，对应13-15年PE为12.47、10.32、9.01倍，考虑公司处于盈利低谷和新成长空间，估值合理，维持“谨慎推荐”评级。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

资产负债表(不考虑并购)					利润表(不考虑并购)						
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	单位:百万元	会计年度	2012	2013	2014	2015	单位:百万元
流动资产						营业收入	48165	53419	57351	61446	
现金	39160	45762	50515	57096		营业成本	38775	42820	45545	48819	
应收账款	16727	21654	24661	29348		营业税金及附加	4169	4353	4739	5094	
其它应收款	444	365	416	457		营业费用	187	208	223	239	
预付账款	365	401	427	457		管理费用	2433	2699	2898	3104	
存货	7510	8614	9193	9792		财务费用	3233	3585	3849	4124	
其他	9945	10375	11080	11948		资产减值损失	-10	92	-17	-104	
非流动资产	27160	24515	25269	25513		公允价值变动收益	79	49	64	57	
长期投资	11526	13431	13993	13862		投资净收益	0	0	0	0	
固定资产	2160	3123	4085	5048		营业利润	252	451	600	1000	
无形资产	8522	5392	4256	3412		营业外收入	3719	4417	5389	6207	
其他	66320	70277	75784	82610		营业外支出	279	284	281	282	
负债总计	23924	25800	26709	28264		利润总额	3960	4662	5632	6451	
流动负债	2742	2000	2000	2000		所得税	726	854	1032	1182	
短期借款	9962	11253	12078	12903		净利润	3234	3808	4600	5269	
应付账款	11219	12547	12631	13361		少数股东损益	2991	3521	4254	4873	
其他	10997	9270	9268	9269		归属母公司净利润	5261	5269	6229	7009	
非流动负债	6344	6344	6344	6344		EBITDA	1.50	1.76	2.13	2.44	
长期借款	4653	2925	2924	2924		EPS(元)					
其他	34921	35070	35977	37533							
负债合计	66320	70277	75784	82610							
少数股东权益	22038	25559	29813	34686							
股本	24869	28391	32645	37518							
资本公积	6530	6816	7162	7559							
留存收益	1999	1999	1999	1999							
归属母公司股东权益	842	842	842	842							
负债和股东权益	22038	25559	29813	34686							
现金流量表(不考虑并购)	24869	28391	32645	37518							
经营活动现金流	66320	70277	75784	82610							
净利润	2756	3922	3995	4724							
折旧摊销	3234	3808	4600	5269							
财务费用	1552	760	857	906							
投资损失	-10	92	-17	-104							
营运资金变动	-252	-451	-600	-1000							
其它	-3056	993	-903	-321							
投资活动现金流	1287	-1279	58	-25							
筹资活动现金流	-7992	1858	-1053	-123							
资本支出	2219	-3	0	0							
长期投资	-4156	-2032	348	157							
其他	-9929	-177	-705	33							
现金净增加额	6045	-854	65	86							
短期借款	1201	-742	0	0							
长期借款	5992	0	0	0							
普通股增加	333	0	0	0							
资本公积增加	-678	0	0	0							
其他	-802	-111	65	86							
	782	4927	3007	4687							

主要财务比率(不考虑并购)					单位:百万元					
会计年度	2012	2013	2014	2015						
成长能力										
营业收入	-19.8	10.9	7.4%	7.1%						
营业利润	-48.1	18.8	22.0	15.2						
归属于母公司净利润	-46.6	17.7	20.8	14.5						
获利能力										
毛利率	19.5	19.8	20.6	20.6						
净利率	9.3%	6.2%	6.6%	7.4%						
ROE	12.0	12.4	13.0	13.0						
ROIC	13.6	17.9	20.1	22.5						
偿债能力										
资产负债率	52.7	49.9	47.5	45.4						
净负债比率	27.03	24.72	24.24	23.18						
流动比率	1.64	1.77	1.89	2.02						
速动比率	1.31	1.43	1.53	1.66						
营运能力										
总资产周转率	0.75	0.78	0.79	0.78						
应收账款周转率	9	11	11	11						
应付账款周转率	3.37	4.04	3.90	3.91						
每股指标(元)										
每股收益(最新摊薄)	1.50	1.76	2.13	2.44						
每股经营现金流(最新摊薄)	1.38	1.96	2.00	2.36						
每股净资产(最新摊薄)	12.44	14.20	16.33	18.77						
估值比率										
P/E	15.46	13.13	10.87	9.49						
P/B	1.86	1.63	1.42	1.23						
EV/EBITDA	8	8	7	6						

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

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