

UBS Investment Research

快评: 潍柴动力A

1H13公司业绩平稳增长，估值低于历史平均

■ 1H13公司营业收入同比增长14.3%，净利润同比增长9.9%

1H13公司实现收入309.2亿元，净利润20.8亿元；EPS1.04元，同比增长9.5%，符合我们和市场的预期。

■ 公司重卡发动机业务增长幅度高于重卡行业

1H13公司销售重卡发动机15.5万台，同比上升22.7%，市占率环比提升5.8个百分点至38.5%。以生产重卡发动机为主的母公司毛利润同比增长17.9%，实现毛利率28.6%。同期重卡行业累计销量为40.3万辆，同比增长8.4%。公司作为重卡关键零部件制造商，业绩改善的拐点早于整车厂和幅度大于整车厂，符合我们此前预期。

■ 预计2H13重卡行业销量同比增长22%，全年同比增长11%

13年1-7月重卡行业累计销量为45.2万辆，同比增长10%。我们预期13年全年重卡销量有望实现71万辆左右，略超年初10%的预测。

■ 估值：维持目标价27.5元及“买入”评级

我们对公司13~15年EPS预测为2.00/2.44/2.55元。我们的目标价27.5元是基于瑞银VCAM（WACC11.5%）估值模型推导得到，目标价对应13~15年PE为14X/11X/10X。目前股价对应的12个月动态PE约为8.6X，低于历史平均水平，维持“买入”评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	60,019	48,165	55,714	61,533	67,636
息税前利润 (UBS)	7,043	3,458	5,249	5,425	5,617
净利润 (UBS)	5,597	2,991	4,004	4,884	5,107
每股收益 (UBS, Rmb)	2.80	1.50	2.00	2.44	2.55
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.10	0.23	0.31	0.37	0.39

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	11.1	7.2	9.4	8.8	8.3
ROIC (EBIT) %	43.2	18.6	23.7	22.9	22.7
EV/EBITDA (core) x	6.3	8.7	4.6	3.9	3.3
市盈率 (UBS) (x)	12.6	16.1	9.3	7.6	7.3
净股息收益率 (%)	0.8	1.0	1.6	2.0	2.1

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年08月29日23时36分的股价 (Rmb18.68) 得出；

陈实

分析师

S1460511070002

shi.chen@ubssecurities.com

+86-213-866 8854

邹天龙

分析师

S1460512070001

tianlong.zou@ubssecurities.com

+86-105-832 8775

全球证券研究报告

中国

汽车零部件业

12个月评级

买入
保持不变

12个月目标价

Rmb27.50/US\$4.49
保持不变

股价

Rmb18.68/US\$3.05

路透代码: 000338.SZ 彭博代码000338 CH

2013年8月30日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb28.26-16.57/US\$4.53-2.69

市值 Rmb39.1十亿/US\$6.38十亿

已发行股本 1,514百万 (ORDA)

流通股比例 48%

日均成交量 (千股) 7,719

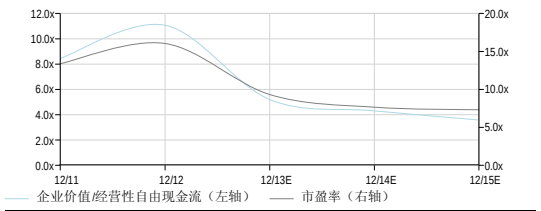
日均成交额 (Rmb 百万) Rmb145.8

损益表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	33,128	35,525	63,280	60,019	48,165	55,714	15.7	61,533	10.4	67,636	9.9
营业费用（不含折旧）	(29,344)	(29,952)	(52,714)	(51,520)	(43,156)	(48,358)	12.1	(53,640)	10.9	(59,277)	10.5
息税折旧摊销前利润（UBS）	3,783	5,573	10,565	8,499	5,010	7,356	46.8	7,893	7.3	8,359	5.9
折旧	(846)	(939)	(1,300)	(1,456)	(1,552)	(2,106)	35.7	(2,468)	17.2	(2,741)	11.1
营业利润（息税前利润，UBS）	2,937	4,635	9,265	7,043	3,458	5,249	51.8	5,425	3.3	5,617	3.5
其他盈利和联营公司盈利	90	192	227	406	492	314	-36.2	315	0.3	316	0.4
净利息	(286)	(147)	(95)	(31)	10	(486)	-	(461)	-5.1	(413)	-10.3
非正常项目（税前）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前利润	2,741	4,680	9,397	7,419	3,960	5,078	28.2	5,279	4.0	5,520	4.6
税项	(329)	(732)	(1,398)	(1,099)	(726)	(751)	3.5	0	-	0	-
税后利润	2,412	3,948	7,999	6,320	3,234	4,327	33.8	5,279	22.0	5,520	4.6
非正常项目（税后）	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(480)	(540)	(1,217)	(723)	(243)	(323)	32.8	(395)	22.4	(413)	4.6
净利润（本地会计准则）	1,931	3,407	6,782	5,597	2,991	4,004	33.9	4,884	22.0	5,107	4.6
净利润（UBS）	1,931	3,407	6,782	5,597	2,991	4,004	33.9	4,884	22.0	5,107	4.6
税率（%）	12	16	15	15	18	15	-19.3	0	-	0	-
不计非正常项目前税率（%）	12	16	15	15	20	15	-23.3	0	-	0	-
每股（Rmb）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益（本地会计准则）	0.97	1.70	3.39	2.80	1.50	2.00	33.9	2.44	22.0	2.55	4.6
每股收益（UBS）	0.97	1.70	3.39	2.80	1.50	2.00	33.9	2.44	22.0	2.55	4.6
每股股息净值	0.05	0.20	0.36	0.10	0.23	0.31	33.5	0.37	22.0	0.39	4.6
每股现金收益	1.39	2.17	4.04	3.53	2.27	3.06	34.5	3.68	20.3	3.93	6.7
每股账面净值	4.00	5.88	9.26	11.46	12.44	14.21	14.3	16.35	15.0	18.53	13.3
资产负债表（Rmb 百万）	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	6,034	7,016	7,841	9,653	11,526	13,091	13.6	14,289	9.1	15,141	6.0
无形固定资产净值	1,115	1,449	1,457	1,694	3,603	3,497	-3.0	3,390	-3.0	3,283	-3.1
净营运资本（包括其他资产）	313	4,254	5,205	4,973	7,947	8,506	7.0	8,621	1.4	8,762	1.6
其他负债</											

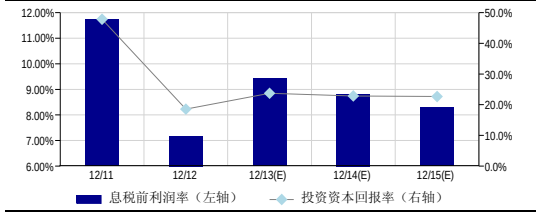
公司概况

潍柴动力股份有限公司是国家内燃机研发、制造、销售重点骨干企业,也是中国柴油机行业首家在香港上市的公司,公司内燃机产品广泛应用于重型汽车、大客车、工程机械、船用、发电等大功率动力配套市场.公司生产的WD615、WD618 柴油机在重型汽车、工程机械市场的平均占有率达到 75%以上,近年来 10L/12L 大功率柴油机一直保持市场领导地位。

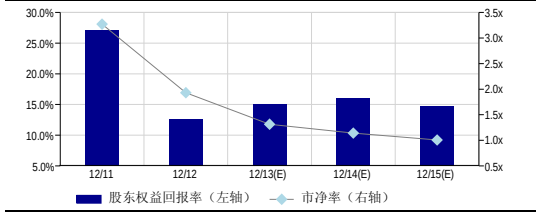
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



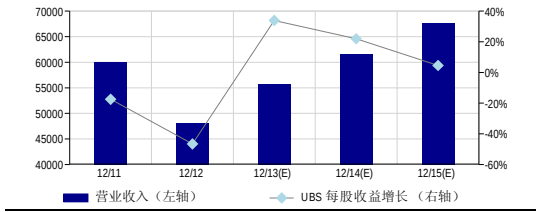
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率（本地会计准则）	12.6	13.4	16.1	9.3	7.6	7.3
市盈率（UBS）	12.6	13.4	16.1	9.3	7.6	7.3
股价/每股现金收益	9.3	10.6	10.6	6.1	5.1	4.8
净股息收益率（%）	0.8	0.3	1.0	1.6	2.0	2.1
市净率	3.0	3.3	1.9	1.3	1.1	1.0
企业价值/营业收入（核心）	0.9	1.1	0.9	0.6	0.5	0.4
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	6.3	7.6	8.7	4.6	3.9	3.3
企业价值/息税前利润（核心）	7.7	9.2	12.7	6.4	5.7	4.9
企业价值/经营性自由现金流（核心）	6.8	8.4	11.1	5.2	4.3	3.6
企业价值/运营投入资本	3.3	4.4	2.3	1.5	1.3	1.1

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	71,430	47,518	39,064	39,064	39,064
+ 少数股东权益	5,999	6,530	6,853	7,248	7,661
+ 平均净债务（现金）	(11,332)	(4,734)	(6,511)	(9,895)	(13,704)
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(1,440)	(5,551)	(5,624)	(5,698)	(5,774)
核心企业价值	64,658	43,763	33,782	30,719	27,247

增长率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	9.8	-5.2	-19.8	15.7	10.4	9.9
息税折旧摊销前利润（UBS）	7.3	-19.6	-41.1	46.8	7.3	5.9
息税前利润（UBS）	4.2	-24.0	-50.9	51.8	3.3	3.5
每股收益（UBS）	11.6	-17.5	-46.6	33.9	22.0	4.6
每股现金收益	13.1	-12.7	-35.6	34.5	20.3	6.7
每股股息净值	43.5	-72.1	130.0	33.5	22.0	4.6
每股账面净值	32.8	23.7	8.6	14.3	15.0	13.3

■ 潍柴动力A

潍柴动力股份有限公司是国家内燃机研发、制造、销售重点骨干企业,也是中国柴油机行业首家在香港上市的公司,公司内燃机产品广泛应用于重型汽车、大客车、工程机械、船用、发电等大功率动力配套市场.公司生产的WD615、WD618柴油机在重型汽车、工程机械市场的平均占有率达到75%以上,近年来10L/12L大功率柴油机一直保持市场领导地位。

■ 风险声明

公司可能面对的风险包括：宏观经济增速继续放缓，重卡需求持续下降，潍柴动力总成和重卡整车销量大幅下滑。由于全球经济增长的不确定性，导致进出口贸易大幅下滑，从而打击物流类重卡需求。房地产政策持续紧缩。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	46%	35%
中性	持有/中 性	44%	37%
卖出	卖出	10%	21%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1：全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2：12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3：全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4：短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率（FSR） 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设（MRA） 指一年期当地利率加上5%（假定的并非预测的股票风险溢价）

处于观察期（UR）：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义： 买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性；减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外（CBE）： 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司： 陈实; 邹天龙.

涉及报告中提及的公司的披露

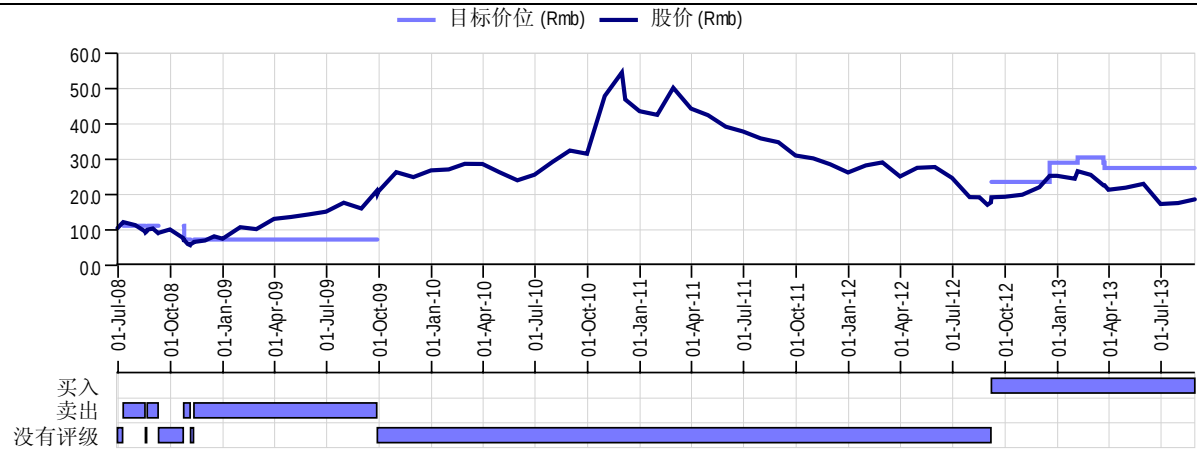
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
潍柴动力A ¹⁶	000338.SZ	买入	不适用	Rmb18.68	2013年08月29日

资料来源：UBS（瑞银）。所有价格均为当地市场收盘价
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

16. UBS Securities LLC为该公司证券和/或存托证券提供做市服务。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

潍柴动力A (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年8月29日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表:既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用 and 解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS