

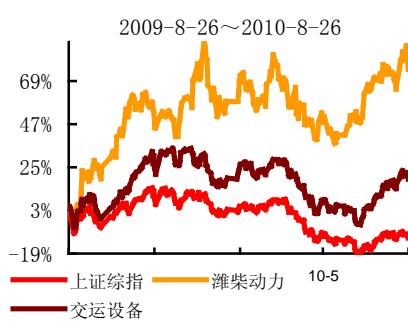
分析师: 曹鹤
 执业证书编号: S0050200010022
 Tel: 010-59355901
 Email: caoh@chinans.com.cn
 地址: 北京市金融大街 5 号新
 盛大厦 7 层(100140)

交运设备**投资评级**

本次评级:	谨慎推荐
跟踪评级:	未评级
目标价格:	80

市场数据

市价(元)	69.60
上市的流通 A 股(亿股)	3.46
总股本(亿股)	8.33
52 周股价最高最低(元)	38.2-76.85
上证指数/深证成指	2596.58/10963.98
2009 年股息率	0.86%

52 周相对市场表现**相关研究**

《2010 年汽车行业投资策略报告》2009 年
 12 月 17 日
 《到了布局汽车板块的时机---2010 年 5 月
 份汽车行业投资策略报告》2010.5.17 日
 《到了汽车板块投资的最佳时机---2010
 年下半年汽车行业投资策略报告》
 2010.6.22

潍柴动力 (000338.SZ)**股本扩张大有潜力****投资要点**

- 2010 年 1-6 月, 公司控股子公司陕西重汽销售重卡 6.0 万辆, 同比增长 118.2%, 略高于行业平均增长水平; 公司控股子公司陕西法士特销售变速器 49.2 万台, 同比增长 109.0%, 仍然保持重卡变速器行业的绝对龙头地位; 公司销售重卡用发动机 22.2 万台, 同比增长 118.7%。
- 公司 2010 年上半年实现营业总收入 332.24 亿元, 同比增长 110.32%; 实现净利润 32.34 亿元, 同比增长 164.49%。实现每股收益 3.88 元, 净资产收益率 24.19%, 每股经营活动产生的现金净流量 2.99 元。
- 公司上半年推出 10 转增 10 的分配方案, 拟公开增发不超过 6000 万股。公司现有总股本 83304.57 万股, 股本扩张潜力很大。为配合此次公开增发, 公司发起人股东承诺其股份及潍柴控股增持的股份锁定期延长至 2013 年 4 月 30 日。
- 重卡市场下半年走势要有所回落, 全年同比增长幅度在 60%左右。预计潍柴动力 2010 年、2011 年每股收益 6.5 元、6.8 元(按照目前总股本计算), 对应动态市盈率 10.9 倍、10.4 倍。公司是基金等机构扎堆的地方, 和陕西重汽、陕西法士特的“黄金产业链”广被推崇。“黄金产业链”的维持也需要精心维护。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	35525.18	64300.57	69444.62	76389.08
增长率(%)	7.24	81	8	10
归属于上市公司的 净利润(百万元)	3407.42	7223.73	6429.12	7779.23
增长率(%)	76.43	112	-11	21
毛利率(%)	24.37	25.11	21.45	22.36
净资产收益率(%)	28.99	29.21	19.23	22.22
EPS(元)	4.09	8.67	7.72	9.34
P/E(倍)	17.02	18.04	12.45	14.48
P/B(倍)	5.11	6.08	3.01	4.24

来源: 公司年报、民族证券

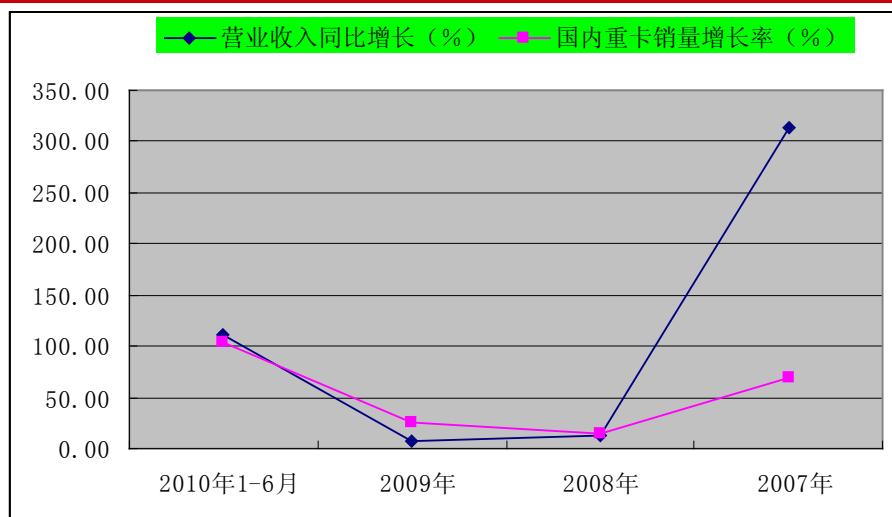
一、潍柴动力 2010 年 1-6 月每股收益 3.88 元

2010 年 1-6 月，公司控股子公司陕西重汽销售重卡 6.0 万辆，同比增长 118.2%，略高于行业平均增长水平；公司控股子公司陕西法士特销售变速器 49.2 万台，同比增长 109.0%，仍然保持重卡变速器行业的绝对龙头地位；公司销售重卡用发动机 22.2 万台，同比增长 118.7%。

公司 2010 年上半年实现营业收入 332.24 亿元，同比增长 110.32%；实现净利润 32.34 亿元，同比增长 164.49%。实现每股收益 3.88 元，净资产收益率 24.19%，每股经营活动产生的现金净流量 2.99 元。

潍柴动力 2007 年 3 月通过换股吸收合并湘火炬，实现从 H 股回归 A 股。在和中国重汽彻底解除发动机供货及股权关系后，中国重汽主要依托杭州发动机厂供应所需的重型发动机，为柴动力则着手打造潍柴动力、陕西重汽、陕西法士特、陕西汉德车桥系列的所谓“黄金产业链”。从 2007 年-2010 年 1-6 月公司主营业务收入增长与同期国内重卡销售量增长对比看，基本保持同步，并没有领先重卡行业平均水平多少。

图 1：潍柴动力 2007 年-2010 年 1-6 月营业收入增长与重卡销量增长比较



数据来源：民族证券 公司公告

二、公司 2010 年上半年各项财务指标良好

1、公司成长能力和重卡行业保持一致

我们从图 1 的比较中可以看出：公司的成长能力和重卡行业保持较高的一致性。公司各部分的情况还需要作具体分析。

2、公司盈利能力

公司 2010 年 1-6 月销售毛利率 23.41%，同比上升 8.8%，但比 2009 年末期 24.37% 的毛利率要低。基本和重卡行业的变化趋势一致，但盈利能力在重卡汽车企业以及重卡发动机行业位居前列。费用变化正常，净利润率 9.74%，保持和销售毛利率一致的趋势。

3、公司短期偿债能力略显不足：应付帐款/营业收入=37.25%

公司 2010 年 1-6 月资产负债率 69.36%，流动比率 1.4，速动比率 1.18，每股经营活动产生的现金流量净额 2.99 元。和整车企业的经营模式一样，公司各项应收应付款项的比较看，应付帐款 123.76 亿元，占当期营业收入的 37.25%，规模较大，陕西重汽应该承担此项主要责

任。

4、公司营运能力保持稳定

公司 2010 年 1-6 月公司存货周转率 4.4 次，应收帐款周转率 8.09 次，流动资产周转率 1.09 次，固定资产周转率 4.62 次，总资产周转率 0.79 次，均较去年同期有 80%以上不到 1 倍的增长，但均较 2009 年末期为低。和公司的生产经营、其他财务指标表现一致。

三、潍柴动力“黄金产业链”解析

2007 年 3 月，在潍柴动力收购湘火炬、经历和中国重汽的彻底决裂等一系列事件后，公司通过换股合并，实现回归 A 股。在解除和中国重汽的配套及股权关系、杭发厂重新回到中国重汽后，虽然潍柴动力先后与北汽福田、陕西重汽、中国一汽、重庆红岩、北方奔驰、安徽华菱、江淮汽车等公司建立了长期战略合作伙伴关系，但潍柴动力借收购湘火炬打造的“黄金产业链”对潍柴来说就显得至关重要。中信证券当时的报告：“潍柴动力发动机、法士特变速箱、汉德车桥等资源已经构成了目前中国最优质的重卡资源黄金产业链，在动力系统、传动系统、车桥系统等基础零部件领域形成了中国规模最大、产品线最全、协同效应最佳的产业集群，具备了链合创新的优势和条件。首先，湘火炬的重型卡车变速箱产品与潍柴动力的重型汽车发动机相结合，将巩固双方在重型卡车市场的绝对优势，使之成为重卡行业的主流配置；其次，湘火炬与一些国际汽车零部件企业有着很好的合作关系，通过重组湘火炬，可以进入汽车零部件生产、采购和销售的国际合作领域；再次，通过整合潍柴动力、法士特、陕汽、汉德车桥的售后服务网络，实现‘三网合一’，进一步降低维护成本。”

公司持有陕西重汽 51% 的股份、持有陕西法士特 51% 的股份、陕西汉德车桥 97.08% 的股份。2010 年上半年，国内重卡销售 58.4 万辆，同比增长 112.8%，潍柴动力销售重卡用发动机 22.2 万台，同比增长 118.7%，稍高于重卡整车的增速。公司主要客户：陕西重汽、北汽福田、包头北方奔驰重型、安徽江淮等；潍柴动力在工程机械市场销售发动机 6.8 万台，同比增长 64.4%，其中大型工程机械 5 吨装载机发动机销售 6.1 万台，同比增长 58.1%，继续在这一领域占据 72.6% 的市场占有率。

公司控股子公司陕西重汽销售重卡 6.0 万辆，陕西法士特销售变速器 49.2 万台，报告期内，上市公司和控股股东及其子公司的关联交易总金额 4.25 亿元。此外，陕西重汽正在进行陕西康明斯发动机的建设，其他重卡企业基本都在进行发动机的建设和提升。

所以，虽然潍柴动力在重型发动机市场具有较强的优势，但和陕西重汽、陕西法士特的所谓“黄金产业链”大大不如预期的那样紧密，发展战略上的协同作用也不显著。

从潍柴动力自身的发展看，除了维护原有的市场外，公司力图在即将实施的重卡国Ⅳ标准中占据领先地位，此外在大功率段，加快法国博杜安公司 16L 以上的发动机提升以及国产化进程；同时在新开发的 5-7L 发动机上，努力拓展客车、非装载机工程机械、中重卡等新兴市场领域。在各大整车厂都纷纷加快自己的发动机产能建设基础上，未来几年潍柴动力在自己传统重卡市场的市场份额将面临较快的下降局面。而且，在重卡的大功率发动机上，今后几年中国重卡及重卡发动机行业还需要一段和世界先进技术合资合作的过程。所以，潍柴动力今后拓展新市场的力度必须加大。随着陕西康明斯的投产，潍柴动力的所谓“黄金产业链”将大大弱化。如果引起连锁反应，潍柴动力今后要做的工作要多的多。

四、公司估值及评级

重卡市场下半年走势要有所回落，全年同比增长幅度在 60%左右。预计潍柴动力 2010 年、2011 年每股收益 6.5 元、6.8 元（按照目前总股本计算），对应动态市盈率 10.9 倍、10.4 倍。公司是基金等机构扎堆的地方，和陕西重汽、陕西法士特的“黄金产业链”广被推崇。“黄金产业链”的维持也需要精心维护。

公司 2010 年中期推出 10 转增 10、拟公开增发不超过 6000 万股的分配方案，公司现有总股本 83304.57 万股，股本扩张潜力很大。为配合此次公开增发，公司发起人股东承诺其股份及潍柴控股增持的股份锁定期延长至 2013 年 4 月 30 日。这也是对公司股价起一定的支撑作用。给予“谨慎增持”的评级。

分析师简介

曹鹤：首席汽车行业分析师，1965年11月出生 汉族 1992年9月-1995年7月，中国人民大学外经所企业管理专业毕业，获经济学硕士学位，论文题目《“入关”对汽车行业的机遇与挑战》。之后进入中国汽车工业总公司工作，先后任总经理秘书、二级公司副总经理。1998年9月-2001年7月，中国人民大学工商管理学院投资专业毕业，获经济学博士学位，论文题目《中国汽车产业投资论》。2000年9月进入中国民族国际信托投资公司，供职于研究发展中心。现职务为副总经理。先后在《中国证券报》、《经济观察报》、《证券市场周刊》、《证券导刊》等主要报刊杂志发表文章30余篇，20余万字。经常接受专业媒体专访、采访。对汽车行业及公司具有深厚的研究和准确的把握。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn

姚丽

010—59355950

13911571192

yaol@chinans.com.cn