

下游需求旺盛, 销量超预期增长

——潍柴动力(000338)调研简报

核心观点

公司是重卡行业的强势整合者, 构建了重卡整车、重卡动力总成(发动机、变速箱、车桥)的完整产业链。公司是“重卡行业利润向动力总成集中”的最大受益者。动力总成的毛利率至少在25%以上, 整车毛利率只有9%。从权益净利分析来看, 动力总成是公司核心盈利来源。

受益下游重卡、工程机械销量大幅增长, 上半年公司发动机销量将创新高。公司2010年发动机销量58万台, 2011年1季度国内重卡和工程机械的需求旺盛, 公司订单饱满, 排产紧张, 2011年1季度每月排产6万多台, 预计1季度公司发动机销量有望达到20万台, 同比增长30%以上, 同时2季度将迎来销售旺季, 预计上半年销量将强势增长。去年年底公司产能已由65万台扩大至75万台以上, 可以满足旺盛的销量需求。

2012年重卡国四标准执行将提升公司发动机市场份额。公司生产的发动机70%配套重卡, 其中高压共轨发动机占比30%。面对2012年国四标准的执行, 公司将采用高压共轨+SCR路线, 目前已做好准备, 届时将获得先机, 高压共轨发动机市场份额将得到提升。

向工程机械发动机及船用发动机等领域多元化拓展。目前公司30%的发动机是配套装载机, 市场占有率达到80%, 未来2年将开拓挖掘机发动机市场, 挖掘机是近年来高速增长的工程机械细分行业, 主要采购康明斯发动机, 还未实现国产化。目前潍柴动力在试配山东建机等工程机械企业, 未来1、2年可以放量。另外, 公司涉足游艇发动机制造, 并通过海外收购构建完整的游艇产业链。而游艇也将成为山东重工的第五大产业板块, 相关布局将在2012年完成。山东蓝色海洋经济仍要坚持基础设施先行, 并且落脚在海洋工程及海洋经济, 作为柴油发动机领域的龙头企业, 公司将因此而受益。

盈利预测与评级。预计公司10、11、12年的EPS为4.01元、4.70元、5.79元, 对应的PE为15、12、10倍。2011年随着保障房建设、水利建设以及区域振兴规划带来的基础设施建设投资逐步落实, 公司下游重卡及工程机械有望平稳增长。公司是重卡行业的强势整合者, 是重卡销量增长的最大受益者, 2012年公司发动机市场份额有望提升; 同时发动机产品线扩充将给公司带来新增长点。给予公司“强烈推荐-A”的投资评级。

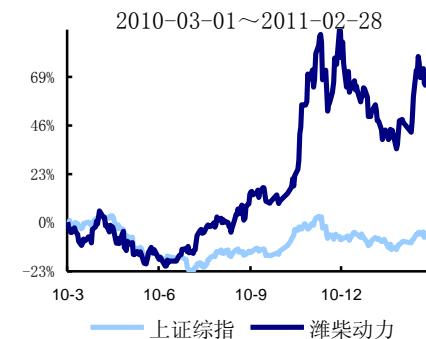
风险提示:

宏观经济政策风险; 重卡行业需求下滑; 原材料价格上升。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	35525.18	62169.07	74602.88	89523.46
同比增速(%)	7.24%	75.00%	20.00%	20.00%
净利润(百万)	3407.42	6682.76	7823.90	9649.93
同比增速(%)	76.43%	96.12%	17.08%	23.34%
EPS(元)	4.09	4.01	4.70	5.79
P/E	8.56	15.03	12.83	10.41

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	166609.14
流通A股(万股)	69110.68
52周内股价区间(元)	46.01-135.0
总市值(亿元)	1004.15
总资产(亿元)	362.18
每股净资产(元)	14.11
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员: 李元

电 话: 010-84183369

Email: liyuan@guodu.com

执业证书编号: S0940510120014

联系人: 刘芬

电 话: 010-84183215

Email: liufen@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E	利润表	单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	25123.17	45810.39	45557.22	69305.86	营业收入	35525.18	62169.07	74602.88	89523.46	
现金	6578.27	11342.83	14841.55	22444.51	营业成本	26867.48	46315.96	55952.16	66993.39	
应收账款	3320.80	6907.83	5640.81	9306.22	营业税金及附加	156.66	266.68	323.01	386.41	
其它应收款	493.92	932.31	825.76	1264.95	营业费用	1696.83	2969.45	3563.34	4276.01	
预付账款	885.11	2417.43	1475.76	3223.68	管理费用	1739.97	3044.95	3653.94	4384.72	
存货	5806.64	13471.94	10137.57	18002.03	财务费用	146.57	147.74	89.52	-156.23	
其他	8038.43	10738.05	12635.77	15064.47	资产减值损失	429.73	310.85	373.01	447.62	
非流动资产	11094.98	16120.57	17385.39	18854.99	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期投资	287.27	286.74	288.96	290.27	投资净收益	40.29	18.45	25.73	23.31	
固定资产	7017.74	11120.75	12184.60	13356.82	营业利润	4528.24	9131.91	10673.64	13214.85	
无形资产	911.63	1459.98	1681.90	1944.17	营业外收入	185.82	177.50	180.27	179.35	
其他	2878.34	3253.10	3229.93	3263.73	营业外支出	34.17	38.00	36.72	37.14	
资产总计	36218.15	61930.96	62942.61	88160.86	利润总额	4679.89	9271.42	10817.20	13357.06	
流动负债	17672.44	35620.87	28485.55	43582.95	所得税	732.38	1338.25	1605.19	1964.05	
短期借款	1041.58	3429.99	1087.03	1094.60	净利润	3947.51	7933.17	9212.00	11393.01	
应付账款	8382.34	15396.51	14011.10	20923.36	少数股东损益	540.09	1250.41	1388.11	1743.08	
其他	8248.51	16794.37	13387.42	21564.98	归属母公司净利润	3407.42	6682.76	7823.90	9649.93	
非流动负债	2884.40	3115.46	2698.16	2237.60	EBITDA	5631.01	10913.99	12693.21	15326.79	
长期借款	2223.87	2525.40	2084.61	1631.87	EPS (元)	4.09	4.01	4.70	5.79	
其他	660.53	590.06	613.55	605.72						
负债合计	20556.84	38736.34	31183.71	45820.54						
少数股东权益	3906.70	5157.10	6545.21	8288.29						
股本	11754.62	18037.52	25213.70	34052.03						
资本公积金	36218.15	61930.96	62942.61	88160.86						
留存收益										
归属母公司股东权益										
负债和股东权益	2009	2010E	2011E	2012E						

现金流量表

单位: 百万元	938.57	1619.17	1979.79	2340.27	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	146.57	147.74	89.52	-156.23				
净利润	-40.29	-18.45	-25.73	-23.31	成长能力			
折旧摊销	-3718.51	-519.91	-1088.10	-1112.42	营业收入	7.24%	75.00%	20.00%
财务费用	-63.75	18.67	-6.22	2.07	营业利润	72.47%	101.67%	16.88%
投资损失	-2587.84	-6653.92	-3209.67	-3789.63	归属母公司净利润	76.43%	96.12%	23.34%
营运资金变动	1215.17	5231.59	1194.11	1491.12	获利能力			
其它	59.16	0.53	-2.23	-1.31	毛利率	24.37%	25.50%	25.00%
投资活动现金流	-1313.51	-1421.81	-2017.79	-2299.82	净利率	11.11%	12.76%	12.35%
资本支出	2046.46	-82.15	-1132.61	-1050.80	ROE	25.21%	34.20%	29.01%
长期投资	-204.49	68.16	-22.72	7.57	ROIC	24.61%	31.62%	30.81%
其他	1451.67	301.53	-440.79	-452.73	偿债能力			
筹资活动现金流	799.28	-451.85	-669.10	-605.64	资产负债率	56.76%	62.55%	49.54%
短期借款	668.72	2444.32	5818.96	7602.96	净负债比率	18.19%	17.00%	12.35%
长期借款					流动比率	1.42	1.29	1.60
普通股增加					速动比率	1.09	0.91	1.24
资本公积增加					营运能力			
其他	2009	2010E	2011E	2012E	总资产周转率	1.08	1.27	1.19
现金净增加额	35525.18	62169.07	74602.88	89523.46	应收账款周转率	11.36	12.16	11.89
					应付账款周转率	3.62	3.90	3.81
					每股指标(元)			
					每股收益	4.09	4.01	4.70
					每股经营现金	#REF!	#REF!	#REF!
					每股净资产	18.80	13.92	19.06
					估值比率			
					P/E	8.56	15.03	12.83
					P/B	2.48	5.57	3.98
					EV/EBITDA	5.47	9.29	7.60

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级
国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面差，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiadong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			