



业绩超预期,期待下游工程机械发力

2011年3月31日

强烈推荐/维持

潍柴动力

事件点评

——潍柴动力（000338）2010年年报点评

银国宏	策略分析师	执业证书编号：S1480207120048
后立尧(联系人)	机械行业分析师	010-66557343 houly@dxzq.net.cn

事件：

潍柴动力3月31日发布了2010年年报,2010年公司实现营业收入632.80亿元,同比增长78.13%;实现净利润67.82亿元,同比增长99.04%;对应基本每股收益4.07元,同比增长98.54%。另外,公司拟每10股派发现金4.3元(含税)。

观点：

1. 2010年业绩超预期,发动机、重卡、变速器业务三重丰收

根据公司公告:2010年公司实现营业收入632.80亿元,同比增长78.13%,2010年公司实现净利润67.82亿元,同比增长99.04%,超出我们之前预期。另外,公司预计2011年销售收入将达到730亿左右,同比增幅约15.5%。在2010年营业收入中,96.5%属于国内业务,同比增速约89%,占公司营业收入3.5%的国外业务去年同比下滑34.1%。

公司目前主要业务有:发动机(重卡、工程机械及船舶)产销、重卡产销及变速器产销。从2010年收入来看,公司78.3%的收入都来自重卡及重卡发动机销售,这部分收入增速为78.2%,这部分业务毛利率高达26.6%。公司工程机械及船舶发动机业务和其它汽车零部件业务分别只占到公司营业收入的9.5%和10.9%,但是2010年工程机械及船舶发动机业务增速较快,同比增幅达90.7%。具体地:

重卡销售业务(子公司陕西重汽,行业第四):2010年,公司控股子公司陕西重型汽车有限公司共销售重型卡车10万辆,同比增长70.98%,位居中国重卡行业第四位。

重卡发动机业务(14T以上市场占有率40.7%):2010年,公司共销售重卡发动机41.4万台,同比增长83%,高于同行业增幅23.1个百分点。根据中国汽车工业协会数据,公司发动机在总重14吨以上重卡配套市场占有率达到40.7%,同比提升5.1个百分点。

工程机械发动机业务(5T以上市场占有率84.8%):2010年,公司共销售工程机械发动机14.1万台,同比增长72.15%,销售5吨及以上装载机12.8万台,同比增长66.72%。目前,公司发动机在载重5吨及以上装载机的配套市场占有率达到84.8%,与去年同期相比提升4.8个百分点。

重卡变速器业务(子公司法士特变速器,国内最大):2010年,公司控股子公司陕西法士特齿轮有限责任公司共销售变速箱85.2万台,同比增长60.20%,继续保持了我国最大的重型汽车变速器生产企业的地位。

表1: 潍柴动力2010年各业务收入情况

	营业收入(亿元)	营业收入同比增速	占总收入比重	毛利率
重卡及重卡发动机	474	78.2%	78.3%	26.6%

工程机械及船舶发动机	57.9	90.7%	9.5%	24.8%
其它汽车零部件	65.9	71.2%	10.9%	17.2%
其它	7.9	17.7%	1.3%	9.6%
合计	605	77.3%	100%	25.1%

资料:东兴证券研究所

表 2: 潍柴动力 2010 年国内外收入情况

	营业收入(亿元)	占总收入比重	营业收入同比增速
国内	584	96.5%	88.9%
国外	21	3.5%	-34.1%
合计	605	100%	77.3%

资料:东兴证券研究所

2. 注重科研,静待重卡国四排放标准出台

潍柴动力很重就致力于高性能低排放发动机的研制,在 10—12L 重卡发动机领域,潍柴蓝擎 II 代发动机充分融合当今世界内燃机前沿科技,在经济性、动力性、可靠性、舒适性等方面达到国际领先水平,并通过自主研发已经达到国 IV、国 V 排放法规的要求。我们维持之前的判断:重卡国 IV 排放标准很可能在今年出台,要求重型汽车单车排放降低 30% 左右,作为重卡发动机行业龙头的潍柴动力将受益于此,公司已做好了迎接国四排放标准出台的准备。2010 年 2 月,公司 10 万台国 IV、国 V 高速大功率“蓝擎”二号工厂正式投入运营。2010 年,公司共销售 10-12L 国 III 发动机 37.6 万台,继续巩固了在重卡市场、装载机配套市场的优势地位。同时,公司自主研发的具有知识产权的蓝擎 WP7 发动机,与挖掘机、客车实现批量配套,组合竞争优势更加明显。

公司非常注重产品科研,在其它业务领域方面:

子公司陕西重汽着力打造 F3000 产品平台,试制了 M3000 及纯电动港口牵引车、天然气及混合动力客车底盘等新能源汽车产品,整车龙头带动作用明显。

子公司法士特公司产品多元化战略成果显著,新产品销售占比不断加大,2010 年 12、16 档系列、AMT、轻量化、大中心距系列、10 档、6DS、小八档系列增长明显,为公司开辟了新的增长点。

3. 2011 年投资看点:工程机械发动机业务发力,打造商用车及工程机械双产业链

潍柴动力拥有商用车领域的完整产业链,下属潍柴发动机、汉德车桥、法士特传动系统等组成的重卡黄金链条,此外,今年潍柴还将积极打造工程机械动力总成产业链,奠定其在商用车与工程机械领域中的核心优势。

十二五开局工程机械热销,拉动潍柴发动机销量:

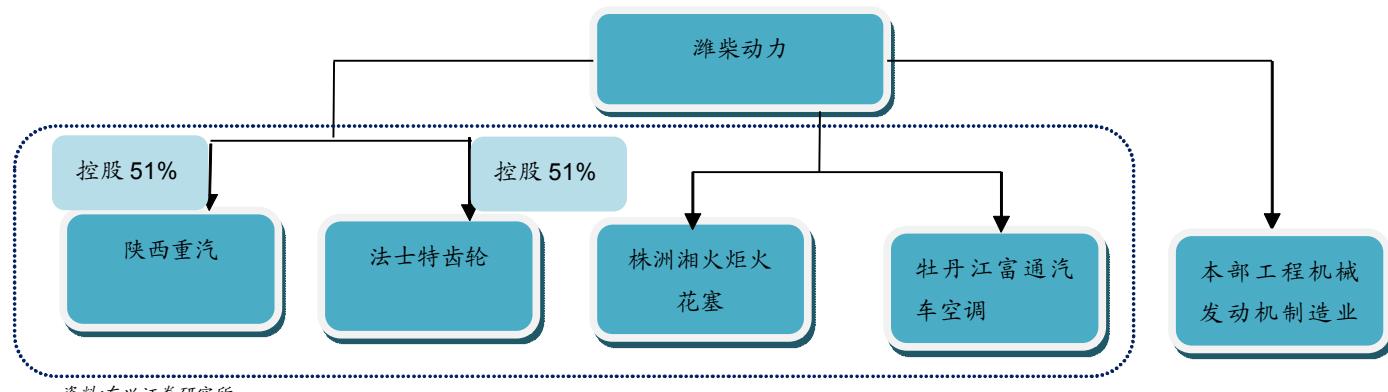
2010 年,中国工程机械行业极大受益于四万亿投资政策的拉动作用,实现了快速发展。中国工程机械全行业销售收入高达 4000 亿元,共销售约 75.33 万台,同比增长 51.50%,其中 5 吨装载机销售 15.1 万台,同比增长 56.38%。目前,公司主要客户有:中国龙工控股有限公司、山东临工工程机械有限公司、徐工工程机械集团有限公司、成都成工机械有限公司、山东山工机械有限公司等,以上公司较去年同期均实现大幅增长,进而带动了潍柴动力产品销量增长。

2011年是十二五开局之年，大规模的基础建设必然会拉动工程机械的需求增长。1月工程机械销量良好，以挖掘机为例，三一重工和柳工1月销量分别同比增长170%和160%。厦工股份1月份挖掘机同比增速130%，环比增64%，全年挖掘机有望实现公司5000台的目标。从全国范围来看，2011年前两个月工程机械的高增长仍然主要来源于东部地区，占全国销量近一半，需求旺盛趋势不减。同时，东北及西北地区增长迅猛，销量增速分别达到147%和101%，远超过当地固定资产投资增速，显示西部建设购置机械化需求逐步提升，有望成为拉动工程机械全年增长的新动力。

我们研判：2月份的重卡市场冷淡除了春节效应外，地方政府固定资产投资还没有大规模开始，处于观望状态，但是随着两会结束，2011年1000万套保障房硬任务的开始，地方难以压制的投资热情的存在，以及十二五期间3600万套保障房建设计划的启动，基建方面对重卡及工程机械发动机的需求也会逐渐放量。

另外，从今年年初开始，国家密集出台政策加大对水利水电建设的支持，随着国家中央“一号文件”的出台，水利水电工程项目将进入建设高峰期，预计未来10年中国将投入4万亿大兴水利工程。水利建设是工程机械的重要使用市场，这将直接拉动挖掘机、装载机、推土机、起重机等工程机械的需求，这也拉动了潍柴动力柴油发动机的销量。

图1：潍柴动力商用车及工程机械动力总成双产业链



资料:东兴证券研究所

结论：

总之，我们维持之前的判断，随着两会后十二五基建项目逐步开展、水利水电构成建设增加、保障房建设规模扩大、区域振兴规划带来的基础设施建设投资逐步落实，重汽及工程机械领域龙头潍柴动力业绩将持续稳定增长。我们预测公司11-13年EPS分别至4.7元、5.7和6.5元，当前股价对应11-13年PE分别为11.5倍、9.6倍和8.4倍。公司目前PE仅11倍左右，远低于农业机械及重型卡车板块均值，假如我们给予公司2011年15倍PE的话，公司今年目标价为70元，公司目前股价为53元左右，仍有30%左右的上涨空间，维持之前“强烈推荐”评级。

风险提示：

公司面临的风险有两点：(一) 房地产市场新开工面积减少可能会导致重卡增速减缓，从而对公司发动机及变速箱销量产生影响，并且影响公司控股公司陕西重汽的重卡销量；(二) 公司上游的钢铁及橡胶成本上升吞噬公司毛利率。目前公司成本中外协件占比在75-78%，公司对这部分成本暂时具有掌控能力，另外，公司直接采购的废钢、废铁占成本的比重仅有百分之十几。但是，如果随着国际油价的水涨船高，导致橡胶等相关产品价格飙升的话，将很可能导致公司盈利水平下降。

表 3：潍柴动力盈利预测表

万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	35,525.18	63,279.56	74,000.00	85,000.00	97,000.00
主营收入增长率	7.24%	78.13%	16.94%	14.86%	14.12%
EBITDA (百万元)	5,543.66	10,541.80	10,821.10	13,070.29	14,757.29
EBITDA 增长率	49.61%	90.16%	2.65%	20.79%	12.91%
净利润 (百万元)	3,407.42	6,782.15	7,949.46	9,536.75	10,885.70
净利润增长率	76.43%	99.04%	17.21%	19.97%	14.14%
ROE	28.99%	36.63%	30.31%	27.45%	24.49%
EPS (元)	4.090	4.070	4.772	5.724	6.534
P/E	13.50	13.57	11.57	9.65	8.45
P/B	3.91	4.97	3.51	2.65	2.07
EV/EBITDA	7.79	7.94	5.08	5.12	3.72

资料来源：东兴证券

表 4：潍柴动力资产负债表

资产负债表 (百万元)	2009A	2010A	2011E	增长率%	2012E	增长率%	2013E	增长率%
货币资金	6,578.27	11,158.57	15,937.20	42.82%	26,925.53	68.95%	39,498.96	46.70%
交易性金融资产	0.00	3.67	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	3,320.80	4,577.51	8,109.59	77.16%	6,986.30	-13.85%	5,315.07	-23.92%
预付款项	885.11	1,637.74	2,419.92	47.76%	3,318.37	37.13%	4,343.66	30.90%
存货	5,806.64	8,793.35	15,306.85	74.07%	15,823.97	3.38%	16,051.51	1.44%
流动资产合计	25,123.17	37,688.81	42,644.97	13.15%	54,054.44	26.75%	66,350.03	22.75%
非流动资产	11,094.98	14,471.04	11,601.43	-19.83%	10,536.14	-9.18%	9,470.85	-10.11%
资产总计	36,218.15	52,159.85	54,246.39	4.00%	64,590.58	19.07%	75,820.89	17.39%
短期借款	1,041.58	545.18	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	8,382.34	13,137.58	6,122.74	-53.40%	5,274.66	-13.85%	4,012.88	-23.92%
预收款项	747.09	1,166.05	1,240.05	6.35%	1,325.05	6.85%	1,422.05	7.32%
流动负债合计	17,672.44	25,359.02	20,609.17	-18.73%	21,402.31	3.85%	21,826.13	1.98%
非流动负债	2,884.40	3,430.70	2,014.05	-41.29%	2,514.05	24.83%	3,064.05	21.88%
少数股东权益	3,906.70	4,855.21	5,395.21	11.12%	5,935.21	10.01%	6,475.21	9.10%
母公司股东权益	11,754.62	18,514.92	26,227.96	41.66%	34,739.01	32.45%	44,455.50	27.97%
净营运资本	7,450.73	12,329.78	22,035.79	78.72%	32,652.13	48.18%	44,523.90	36.36%
投入资本 IC	12,345.78	14,379.03	16,910.54	17.61%	15,473.27	-8.50%	13,706.33	-11.42%

资料来源：东兴证券

分析师简介

后立尧

清华大学工科学士，韩国 POSTECH 大学管理学硕士，2007 年起从事行业研究员工作，2010 年加盟东兴证券研究所，从事机械行业（军工/高铁/船舶/汽车等）研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。