

2009 年 02 月 16 日

潍柴动力 (000338.SZ)

——受益基建投资，降价风险犹存

市场数据(人民币)

市价(元)	28.10
已上市流通A股(百万股)	280.82
流通港股(百万股)	202.40
总市值(百万元)	23,408.58
年内股价最高最低(元)	51.40/13.79
沪深 300 指数	2399.07
深证成指	8628.75
2007 年股息率	1.23%


相关报告

- 1 《4 季度形势不乐观》，2008.10.28
- 2 《中报业绩预增公告点评》，2008.7.23
- 3 《下半年存在较大不确定性》，2008.4.30

李孟滔

(8621)61038309
limengtao@gjzq.com.cn

联系人：赵莉

(8621)61038257
zhaoli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

公司基本情况(人民币)

项 目	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益(元)	N/A	2.074	3.879	2.416	1.758	1.893
净利润增长率	N/A	N/A	195.07%	-0.34%	-27.23%	7.65%
先前预期每股收益(元)				2.696	2.191	2.377
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	2.917	2.561	3.708
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	11.63	15.98	14.85
行业优化市盈率(倍)	21.80	34.42	54.95	21.75	21.75	N/A
市场优化市盈率(倍)	14.65	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A
PE/G(倍)	N/A	N/A	N/A	-33.87	-0.59	1.93
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	175.51	280.82	280.82	280.82
总股本(百万股)	330.00	330.00	520.65	833.04	833.04	833.04

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 重卡是汽车行业中周期性最强的细分市场，也是受益于国家 4 万亿基建投资的行业之一，其销售高峰期通常发生在每年的 1、2 季度，也就是新开工项目建设期初，目前已进入行业敏感期，因此我们于近期对公司进行了实地调研；
- 公司目前的排产情况符合我们的预期，发动机业务的产能利用率相当于 08 年同期的 70%，生产线由三班改为双班，我们预计公司 2 月份发动机产销量可达 2 万台左右，与 08 年同期略有下降。预计 09 年 1 季度公司发动机产销量为 6-8 万台之间，较 08 年同期下滑 20-40%之间；
 - ◆ 我们了解到在 08 年全行业 54 万辆重卡出货量中，至今仍有近 4 万辆库存滞留于销售环节，这导致多数企业自去年 4 季度以来销量大幅下滑。其中，占潍柴重卡发动机一半左右的陕汽和福田也属于库存压力较大的企业，因此 1 月份这些企业的销量表现低于中国重汽（见图表 1）；
 - ◆ 08 年陕汽、福田的增量部分主要来自于公路物流用牵引车，08 年底这两家企业牵引车占比都在 50%左右，而牵引车受出口低迷的拖累，至今需求仍无任何起色，这是两家企业销量变化逊于重汽的另一个原因（见图表 2、3）；
 - ◆ 由于潍柴重卡发动机市场份额超过 40%，我们预计公司的销量表现更接近于行业的平均水平，3 月份的销售高峰期同样会出现环比上升的情况。但公司重卡业务盈利回升很大程度上依赖于物流牵引车市场的转暖，我们预计 09 年下半年将有所反应；
- 我们预测公司 08-10 年 EPS 分别为 2.416、1.758 和 1.893 元，目前股价对应公司动态 PE 分别为 12、16 和 15 倍，我们认为公司股价已经反应出 09

年行业下滑的预期，公司正在经历最差时期，公司将同样受益于 4 万亿基建投资需求的拉动，我们继续维持“买入”建议；

- 风险提示：在 09 年“存量”竞争环境下，公司发动机业务面临降价压力，这有可能大大削弱公司的盈利能力；

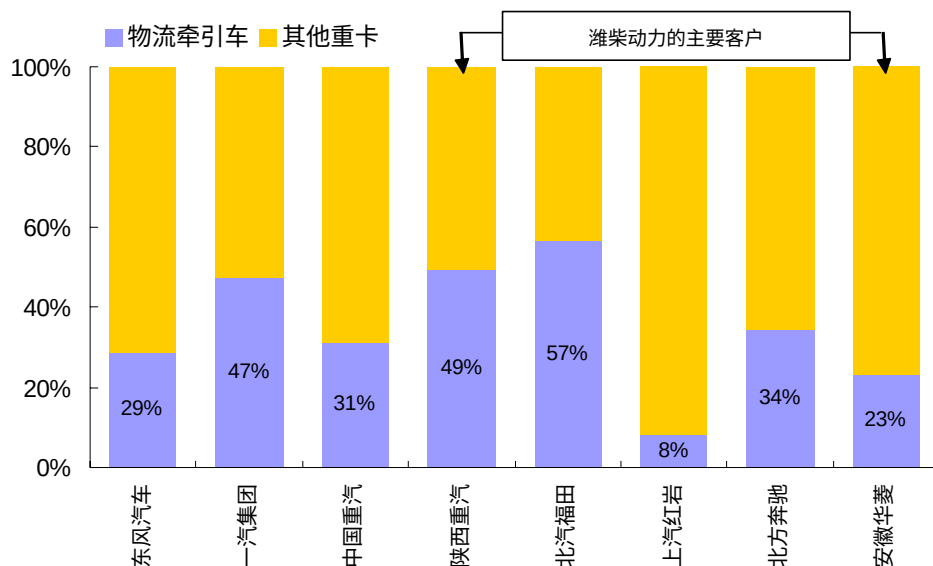
图表1：09 年 1 月重卡主要企业销量（集团口径）

单位：辆

	1月销量	同比	环比	市场份额	其中		
					整车	底盘	牵引车
中国重汽	4,065	-55%	-39%	37%	1,149	1,826	1,090
陕西重汽	1,203	-76%	-34%	11%	209	655	339
东风汽车	1,194	-83%	-66%	11%	166	892	136
北汽福田	1,190	-68%	-28%	11%	360	750	80
一汽集团	1,086	-87%	3%	10%	98	761	227
北方奔驰	442	-62%	-70%	4%	442		
上汽红岩	322	-66%	-32%	3%	8	303	11
安徽华菱	256	-73%	-89%	2%		239	17
安徽江淮	223	-78%	-11%	2%	223		
湖北三环	102	-79%	-27%	1%	102		
行业合计	10,851	-72%	-46%	100%	3,462	5,485	1,904
潍柴系	4,506	-69%	-50%	42%	2,049	2,006	451

来源：汽协，国金证券研究所；注：潍柴系是除去一汽、东风和重汽以外企业的合计销量

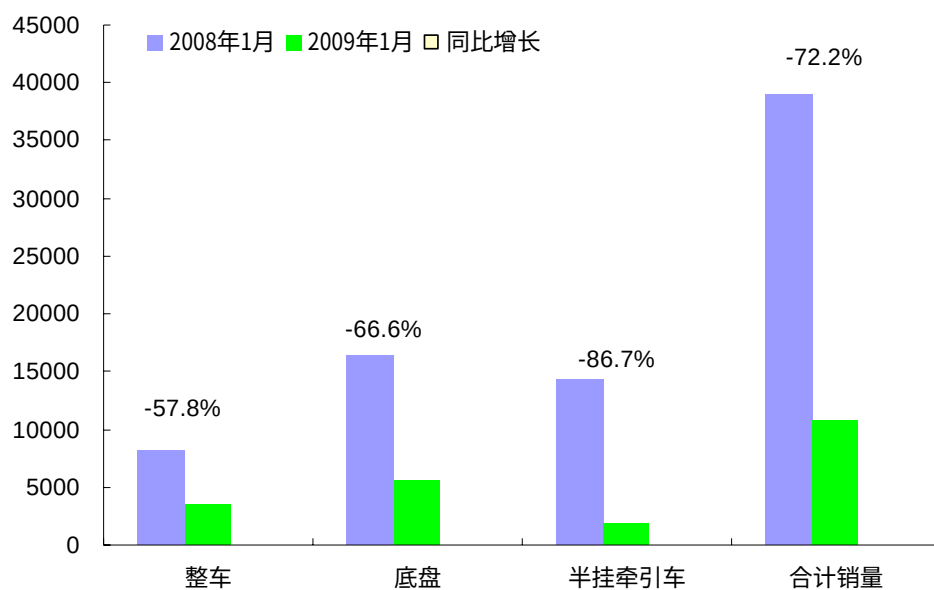
图表2：潍柴主要用户 08 年重卡的销量结构



来源：汽协，国金证券研究所

图表3：09 年 1 月各类重卡销量情况

单位：辆



来源：汽协，国金证券研究所

图表4：销售收入分拆预测

单位：百万元

项 目	2007	2008E	2009E	2010E
整车及总成				
销售收入（百万元）	14,815.11	18,382.50	13,960.41	14,412.58
增长率（YOY）	60.11%	24.08%	-24.06%	3.24%
毛利率	22.98%	18.53%	18.30%	18.30%
销售成本（百万元）	11,410.78	14,976.22	11,405.66	11,775.08
增长率（YOY）	52.78%	31.25%	-23.84%	3.24%
毛利（百万元）	3,404.34	3,406.28	2,554.76	2,637.50
增长率（YOY）	90.78%	0.06%	-25.00%	3.24%
占总销售额比重	50.63%	53.33%	49.62%	47.20%
占主营业务利润比重	49.28%	51.36%	50.52%	47.87%
发动机				
销售均价（万元/台）	4.75	4.75	4.75	4.75
增长率（YOY）		0.00%	0.00%	0.00%
销量（台）	154,866	159,625	101,493	122,768
增长率（YOY）		3.07%	-36.42%	20.96%
销售收入（百万元）	7,363.18	7,589.47	4,825.55	5,837.06
增长率（YOY）		3.07%	-36.42%	20.96%
毛利率	33.06%	25.58%	22.58%	22.58%
销售成本（百万元）	4,928.97	5,648.08	3,735.94	4,519.05
增长率（YOY）		14.59%	-33.85%	20.96%
毛利（百万元）	2,434.21	1,941.39	1,089.61	1,318.01
增长率（YOY）		-20.25%	-43.87%	20.96%
占总销售额比重	25.16%	22.02%	17.15%	19.12%
占主营业务利润比重	35.23%	29.27%	21.55%	23.92%
其它汽车零部件				
销售收入（百万元）	2,936.36	3,523.63	3,875.99	4,263.59
增长率（YOY）	442.86%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	24.12%	24.12%	24.12%	24.12%
销售成本（百万元）	2,228.25	2,673.90	2,941.29	3,235.42
增长率（YOY）	441.06%	20.00%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	708.10	849.72	934.70	1,028.17
增长率（YOY）	448.59%	20.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	10.04%	10.22%	13.78%	13.96%
占主营业务利润比重	10.25%	12.81%	18.48%	18.66%
进出口及其他				
销售收入（百万元）	4,146.32	4,975.58	5,473.14	6,020.45
增长率（YOY）		20.00%	10.00%	10.00%
毛利率	8.73%	8.73%	8.73%	8.73%
销售成本（百万元）	3,784.36	4,541.23	4,995.36	5,494.89
增长率（YOY）		20.00%	10.00%	10.00%
毛利（百万元）	361.96	434.35	477.78	525.56
增长率（YOY）		20.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	14.17%	14.43%	19.45%	19.72%
占主营业务利润比重	5.24%	6.55%	9.45%	9.54%
销售总收入（百万元）	29260.97	34471.17	28135.09	30533.69
销售总成本（百万元）	22352.36	27839.44	23078.25	25024.45
毛利（百万元）	6908.60	6631.73	5056.84	5509.24
平均毛利率	23.61%	19.24%	17.97%	18.04%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	7,090	29,261	34,471	28,135	30,534
增长率	34.2%	312.7%	17.8%	-18.4%	8.5%
主营业务成本	-5,129	-22,352	-27,839	-23,078	-25,024
% 销售收入	72.3%	76.4%	80.8%	82.0%	82.0%
毛利	1,961	6,909	6,632	5,057	5,509
% 销售收入	27.7%	23.6%	19.2%	18.0%	18.0%
营业税金及附加	-41	-128	-152	-124	-134
% 销售收入	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-457	-1,537	-1,662	-1,356	-1,472
% 销售收入	6.5%	5.3%	4.8%	4.8%	4.8%
管理费用	-599	-1,543	-1,251	-1,021	-1,108
% 销售收入	8.4%	5.3%	3.6%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	864	3,700	3,567	2,556	2,795
% 销售收入	12.2%	12.6%	10.3%	9.1%	9.2%
财务费用	-35	-236	-301	-290	-285
% 销售收入	0.5%	0.8%	0.9%	1.0%	0.9%
资产减值损失	36	-151	-179	14	-72
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	25	-107	0	0	0
% 税前利润	2.8%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	890	3,206	3,088	2,280	2,437
营业利润率	12.5%	11.0%	9.0%	8.1%	8.0%
营业外收支	-1	72	40	3	3
税前利润	889	3,278	3,128	2,283	2,440
利润率	12.5%	11.2%	9.1%	8.1%	8.0%
所得税	-143	-480	-514	-398	-450
所得税率	16.1%	14.6%	16.4%	17.4%	18.4%
净利润	746	2,798	2,613	1,885	1,990
少数股东损益	5	779	601	420	413
归属于母公司的净利	741	2,019	2,012	1,465	1,577
净利率	10.5%	6.9%	5.8%	5.2%	5.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	746	2,798	2,613	1,885	1,990
少数股东损益	0	0	0	0	0
非现金支出	231	824	929	840	1,009
非经营收益	-43	259	-34	14	95
营运资金变动	711	-1,576	-408	430	-141
经营活动现金净流	1,646	2,305	3,100	3,168	2,953
资本开支	-877	-1,412	-1,397	-1,207	-1,207
投资	0	23	0	0	0
其他	1,081	9	0	0	0
投资活动现金净流	205	-1,380	-1,397	-1,207	-1,207
股权募资	0	308	312	0	0
债权募资	16	-268	-1,418	0	2,475
其他	-130	-381	-83	-4,182	-4,263
筹资活动现金净流	-113	-341	-1,189	-4,182	-1,789
现金净流量	1,737	584	515	-2,221	-43

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
货币资金	2,134	2,716	3,230	1,010	967
应收款项	4,596	6,369	7,388	6,012	6,466
存货	2,994	4,323	4,462	3,699	4,011
其他流动资产	415	1,070	1,341	1,113	1,206
流动资产	10,139	14,477	16,422	11,833	12,650
% 总资产	59.1%	64.6%	65.4%	56.7%	57.6%
长期投资	299	333	333	333	333
固定资产	5,240	6,061	6,967	7,368	7,682
% 总资产	30.6%	27.0%	27.8%	35.3%	35.0%
无形资产	1,322	1,321	1,102	1,058	1,017
非流动资产	7,012	7,945	8,681	9,037	9,310
% 总资产	40.9%	35.4%	34.6%	43.3%	42.4%
资产总计	17,150	22,423	25,103	20,870	21,961
短期借款	1,429	1,681	251	251	2,725
应付款项	6,467	9,181	10,314	8,540	9,261
其他流动负债	1,725	1,782	5,983	5,806	5,876
流动负债	9,621	12,644	16,549	14,597	17,862
长期贷款	530	241	241	241	242
其他长期负债	528	129	141	141	141
负债	10,679	13,015	16,931	14,980	18,245
普通股股东权益	2,978	6,381	4,544	1,843	-745
少数股东权益	3,493	3,026	3,627	4,047	4,461
负债股东权益合计	17,150	22,423	25,103	20,870	21,961

比率分析

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
每股指标					
每股收益	2.245	3.879	2.416	1.758	1.893
每股净资产	9.023	12.256	5.455	2.213	-0.894
每股经营现金净流	4.988	4.427	3.722	3.803	3.545
每股股利	0.000	0.130	5.000	5.000	5.000
回报率					
净资产收益率	24.88%	31.65%	44.29%	79.44%	-211.58%
总资产收益率	4.32%	9.01%	8.02%	7.02%	7.18%
投入资本收益率	8.54%	27.72%	34.15%	32.72%	33.78%
增长率					
主营业务收入增长率	34.21%	312.69%	17.81%	-18.38%	8.53%
EBIT增长率	102.12%	327.99%	-3.58%	-28.36%	9.36%
净利润增长率	141.75%	172.54%	-0.34%	-27.23%	7.65%
总资产增长率	227.31%	30.74%	11.95%	-16.86%	5.22%
资产管理能力					
应收账款周转天数	57.1	23.3	23.3	23.3	23.3
存货周转天数	129.5	59.7	59.7	59.7	59.7
应付账款周转天数	179.9	75.9	75.9	75.9	75.9
固定资产周转天数	205.9	66.2	64.8	82.0	76.9
偿债能力					
净负债/股东权益	-2.70%	-8.43%	-33.50%	-8.78%	53.83%
EBIT利息保障倍数	24.6	15.7	11.9	8.8	9.8
资产负债率	62.27%	58.04%	67.45%	71.77%	83.08%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	7	9	21
买入	0	0	0	0	11
持有	0	0	3	3	10
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	1
评分	0	0	1.60	1.55	1.72

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-06-12	买入	51.87	108.17~108.17
2 2007-08-29	买入	59.36	108.17~108.17
3 2007-10-29	买入	57.54	113.62~113.62
4 2007-11-06	买入	58.70	113.62~113.62
5 2008-01-28	买入	50.73	113.62~113.62
6 2008-04-30	买入	43.14	72.03~81.63
7 2008-07-23	买入	27.03	N/A
8 2008-10-28	买入	15.65	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；
- 持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；
- 卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。