

公司动态跟踪报告

潍柴动力(000338)

投资评级: 谨慎推荐

2009年2月17日

先受益于工程机械回暖, 后受益于重卡复苏

✎ 汽车与汽配行业首席分析师: 赵雪桂

✎ 汽车与汽配行业助理分析师: 左涛

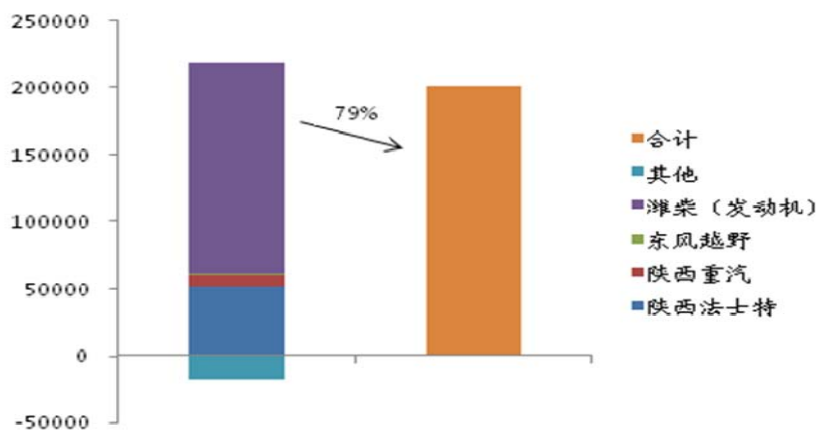
预计 4Q08 重卡行业亏损, 潍柴最差盈亏平衡

- **预计 4Q08 重卡行业亏损:** 2H08 重卡销量连续 6 个月同比负增长, 4Q08 重卡行业销量同比下滑 43.7%, 预计重卡行业 4Q08 亏损。主要原因: 【1】宏观经济底部运行, 金融危机向实体经济蔓延, 出口大幅下滑; 【2】公路货运量周转量呈现下滑趋势, 运输业客户持谨慎投资态度。1H08 重卡销售压力仍很大, 2H08 有望见底回升。预计 2009、2010 年重卡销量增速分别为-30%、30%。
- **4Q08 潍柴最差盈亏平衡:** 公司盈利的主要来源是发动机业务(见图 1)。潍柴 4Q08 发动机销量在 29000 台左右, 略超盈亏平衡点。2008 年, 预计潍柴本部、陕西法士特、陕西重汽将获得高新技术企业资质, 所得税率将从 25% (预缴) 降至 15%, 预计所得税节约将作为资产负债表日后事项最终在 2008 年确认。上述两项事宜, 将使 4Q08 单季最终盈利在 0-1 亿元。考虑到公司可能提取的准备、适当平滑周期的会计处理方式, 我们模型暂按 4Q08 盈利为零测算, 即保守预计 2008 年潍柴 EPS 在 2.42 元。

2009 年公司将先受益于机械行业回暖, 后受益于重卡行业复苏

- **发动机业务是公司主要盈利来源。**以 2008 年为例, 预计发动机业务实现净利 15.83 亿元, 占全部净利的 79%。

图 1: 公司分部权益净利构成 (2008E)



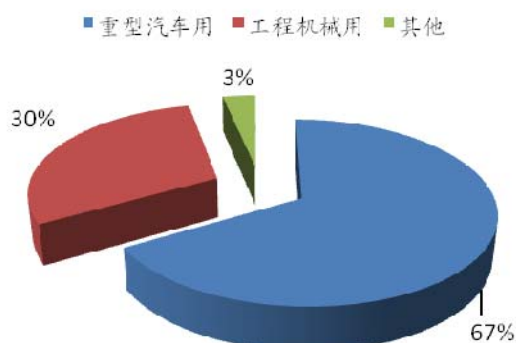
资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

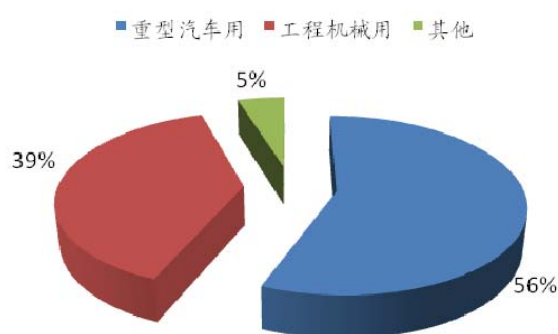
- **发动机业务多元化抗风险：** 2009 年重卡行业销量将下降 30%，重卡行业盈利将下降 30% - 50%。但潍柴动力盈利跌幅将弱于行业平均，主要原因系公司发动机产品横跨两个行业 - 重卡、工程机械，分散了业务过度集中于重卡行业的风险，预计 2009 年配套工程机械的发动机占比将从 30% 上升至 39%。

图 2：公司柴油发动机产品结构（2008E）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所预测

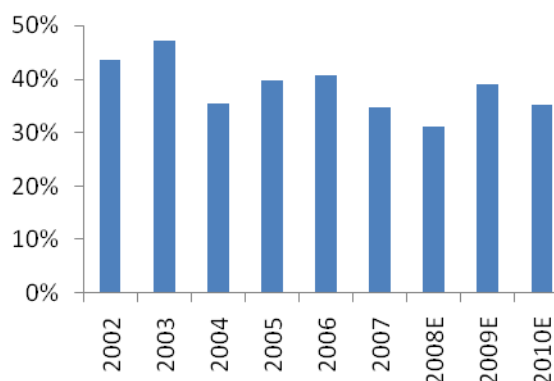
图 3：公司柴油发动机产品结构（2009E）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所预测

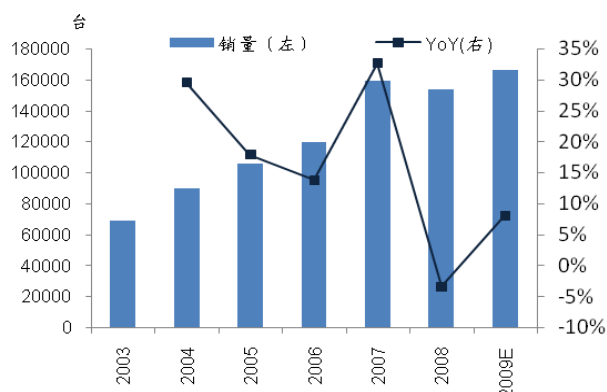
- **公司将受益于机械行业回暖：**【1】2009 年，受 4 万亿投资的拉动、企业库存快速消耗、原材料价格下跌等因素影响，工程机械行业表现将远好于重卡行业，且随着 2Q08 新项目陆续进入施工阶段，机械行业将先于重卡行业回暖。轮式装载机行业标准化特性强，增长较为稳定，预计 5 吨以上轮式装载机市场销量将增长 8%。【2】潍柴在 5 吨以上轮式装载机占有 80% 以上的市场份额，主要客户是柳工、龙工、临工、徐工、山工。2001 年以来，公司柴油机为工程机械配套的比例在 30%-50% 之间波动。2009 年，预计潍柴顺应市场继续调整发动机产品结构，工程机械发动机销量占比将从 2008 年的 30% 上升至 39%。

图 4：公司柴油发动机配套工程机械比例（2002-2010E）



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所预测

图 5：轮式装载机销量及同比增速（2003-2009E）



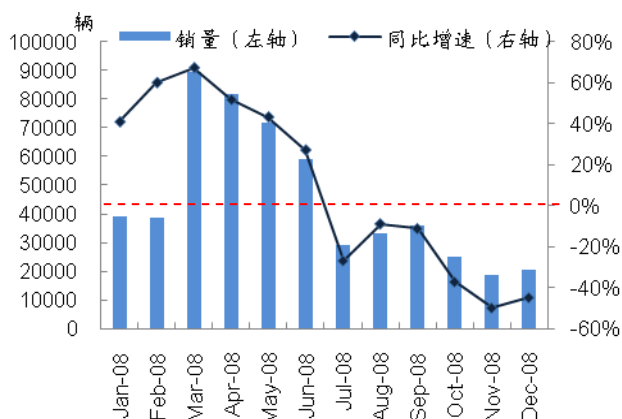
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所预测

本报告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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

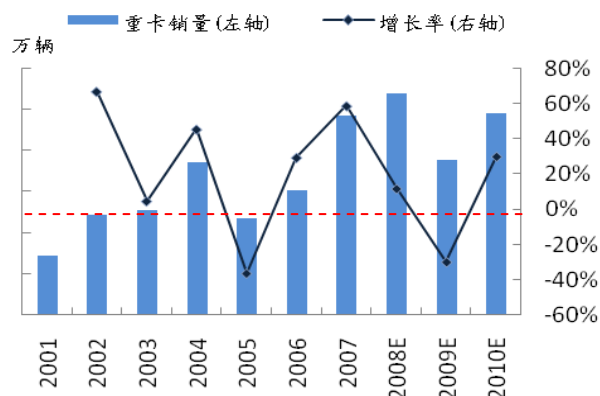
- **公司将受益于重卡行业复苏：**预计重卡行业即将走过最差时候，2H09 开始复苏，2009、2010 年销量增速分别为-30%、30%，公司 2H09 将受益于重卡行业复苏。预计 2009 年、2010 年公司配套重卡的发动机销量 14 万台、18.2 万台，同比增速分别为-30%、30%（我们模型，保守假设公司重卡发动机销量增速与行业增速相同，但公司实际表现可能优于行业平均水平）。我们在《汽车行业 2009 年投资策略：并购先行，轮动在后》中曾重点指出：“在重卡行业运行到‘最差时候’前后，我们将调高相关公司评级”，现选取此点位调高公司评级。

图 6：重卡月销量及同比增速（2008.1-2008.12）



资料来源：CAAM, Wind 国信证券经济研究所

图 7：重卡年销量及同比增速（2001-2010E）



资料来源：CAAM, 国信证券经济研究所

上调公司投资评级至“谨慎推荐”

- **将潍柴动力评级从“中性”调高至“谨慎推荐”。**预计公司 2008 - 2010 EPS 分别为 2.42 元(即 4Q08 盈利平衡) (11.8x)、1.91 元(14.9x)、2.65 元(10.7x)。需要强调，上述盈利预测较为保守：**【1】**考虑到公司可能提取的准备、适当平滑周期的会计处理方式，我们模型暂按 4Q08 盈利为零测算；**【2】**2009 年假设公司重卡发动机销量回落速度与行业保持一致，实际公司表现可能优于行业。12 个月目标涨幅 30%，目标股价为 37 元，对应于 2009 年 19xPE，2010 年 14xPE。

表 1. 主要产品销量

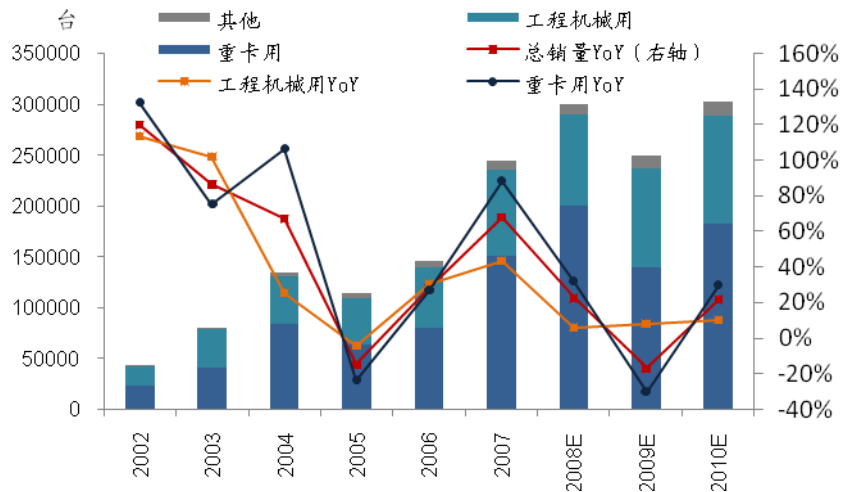
	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
变速箱	232722	146495	295888	430183	473201	331241	430613
整车	32442	14449	30550	60020	65084	39050	54671
车桥			41905				
发动机	134464	114183	145890	244886	290000	249200	303320
其中：配重卡	83,103	63,491	80,480	151,370	200,000	140,000	182,000
配工程机械	47,485	45,473	59,210	85,070	90,000	97,200	106,920

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

本报告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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我

图 8: 柴油发动机年销量构成及同比增速 (2002-2010E)



资料来源: CAAM, 国信证券经济研究所

表 2. 分部净利润

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
陕西法士特	72335	30670	50887	110199	101383	70968	92259
陕西重汽	12496	6099	13797	23255	16279	8139	12209
东风越野	-767	-766	-997	-1476	2100	4200	4200
潍柴 (发动机)	53687	30632	71684	158329	158329	126663	164662

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

表 3. 权益净利分析

	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
陕西法士特			56201	51705	36194	47052
陕西重汽			11860	8302	4151	6227
东风越野			-886	1260	2520	2520
潍柴 (发动机)	30632	71684	158329	158329	126663	164662
其他投资收益			-19626	-18000	-10000	0
非经常性损益			-3938	0	0	0
合计	30803	74097	201941	201596	159528	220461
总股本		83305	83305	83305	83305	83305
EPS		0.89	2.42	2.42	1.91	2.65

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

- 潍柴动力与中国重汽(000951.SZ)均是重卡行业领先者, 双方轮流抢占潮头。但目前阶段 (即 2009 年), 我们认为, 潍柴动力优于中国重汽。原因是: 【1】潍柴动力对外销的依赖性弱于中国重汽; 【2】潍柴动力对重卡行

本报告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。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

业的依赖性弱于中国重汽，预计 2009 年公司发动机 39% 配套工程机械，而工程机械行业回暖力度大大好于重卡。（顺便一提的是，预计 2009 年发动机盈利也占公司总体盈利的 60% 左右）；【3】公司内控 EGR 的国 III 发动机已通过验证，预计 5 月相关整车产品将获得验证。从国 III 发动机看，潍柴内控 EGR 成本将远远低于中国重汽，高压共轨配套情况亦远好于中国重汽。综合上述两方面的情况来看，我们认为，欧 III 发动机的相对优势，潍柴“涨”重汽“落”。

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20% 以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20% 之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10% 以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

本报告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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

创造价值 成就你我