

潍柴动力 (000338)

受惠于重卡行业和工程机械行业的持续发展

推荐

维持评级

可选消费/汽车零配件

2010 年 5 月 21 日

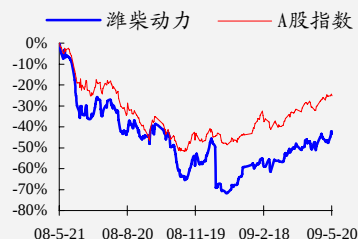
投资要点:

- 我们中长期看好与基础建设投资密切相关的重卡行业和工程机械行业的发展前景。
- 公司及子公司的主要业务为：研究、生产及销售发动机及其零部件、重型汽车、重型汽车车桥、变速箱及其他汽车零部件等业务。
- 我们判断，公司的核心竞争力为发动机的生产与销售，至于其它业务都属产业链的上下延伸而已，因此对公司投资价值的判断应着眼于发动机业务的发展情况。
- 2008 年，公司发动机的总销量为 295717 台，同比增长 20.75%，其中重卡用发动机销量 197351 台，同比增长 30.37%，超过重卡子行业 19.29 个百分点，销量占比为 66.74%，市场占有率为 36.51%。
- 工程机械用发动机销量为 88302 台，同比增长 3.80%，低于工程机械销量增长 8% 的增幅，销量占比为 29.86%，其它发动机销量为 10064 台，销量占比为 3.40%。
- 2008 年，面对严峻的经营环境，公司能够取得这样的经营成果，实属不易。公司给出 2009 年的营业收入计划为 352 亿元。
- 结合我们对公司所处行业和公司本身业务的判断，我们预测公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 2.38 元、2.68 元，公司股价为 35.92 元，2009-2010 年的 PE 分别为 15.09、13.40，我们给予公司“推荐”的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	3,312,778	13.21	193,135	(4.36)	2.32		15.48	
2009E	3,350,000	1.11	198,500	2.76	2.38		15.09	
2010E	3,685,000	10.00	223,000	12.35	2.68		13.40	
2011E								

走势图



市场数据

2009-5-20

收盘价:	35.92 元
52 周最高价:	64.10 元
52 周最低价:	17.60 元
平均持仓成本:	31.50 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	83,305
流通 A 股 (万股):	63,065
每股收益 (元):	0.43
每股净资产 (元):	10.13
每股经营现金流 (元):	0.85
市净率:	3.55

分析师: 刘立喜

TEL: (8621)6336 7000-257

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulx@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、公司基本情况：

1、公司历史沿革：

- 1984年4月10日成立中国重型汽车工业联营公司。
- 1990年10月31日，经国家工商行政管理局核准中国重型汽车联营公司名称变更为“中国重型汽车集团公司”。
- 2000年，国务院决定将其分解为三个部分，分别下放山东省、陕西省及重庆市。
- 2001年5月28日，下放山东省的部分改制重组，成立了现在的中国重型汽车集团有限公司。当时的股权机构如下图。

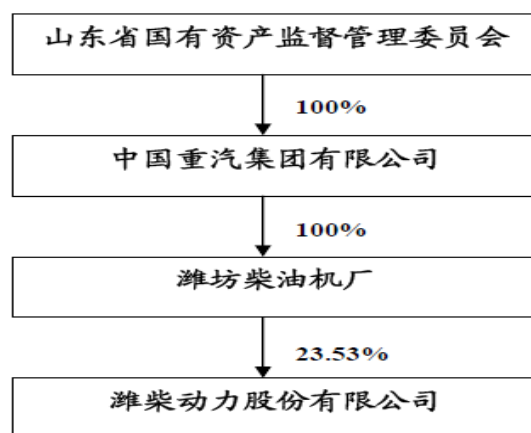


图1 2006年前潍坊柴油机厂与中国重汽集团有限公司的股权关系

资料来源：公司公告

- 2002年12月23日，潍坊柴油机厂以有关生产、销售WD615 及WD618 系列柴油机的经营资产与负债及现金入股，联同其它现金注资的发起人成立潍柴动力股份有限公司。
- 2004年3月11日，潍柴动力股份有限公司在香港发行12,650万股H股并上市。
- 2006年3月20日，中国重型汽车集团有限公司与潍坊柴油机厂实施产权分离，中国重汽集团持有的潍坊柴油机厂国有股权及其享有的权益划转山东省国资委，并相应减少重汽集团国有资产。划转后，潍坊柴油机厂为山东省国资委履行出资人职责的企业。

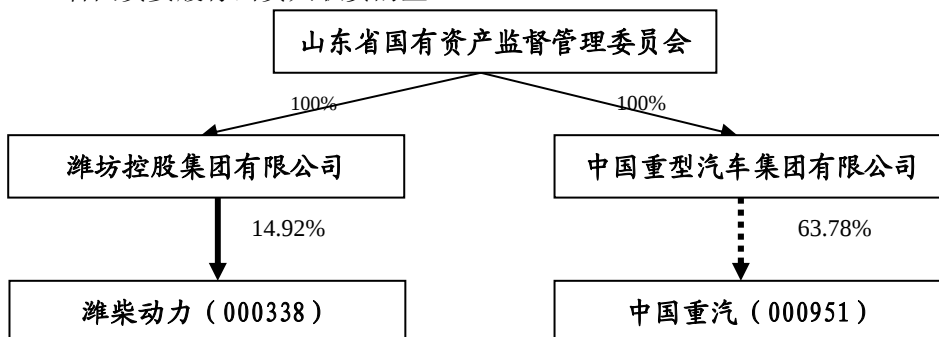


图2 2006年后潍柴动力（000338）与中国重汽（000951）的股权关系

资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所整理

- 2007年4月，公开发行A股1.9035亿股，换股吸收合并湘火炬。

2、公司股权结构：

截止2009年3月31日，公司最新的股权结构为

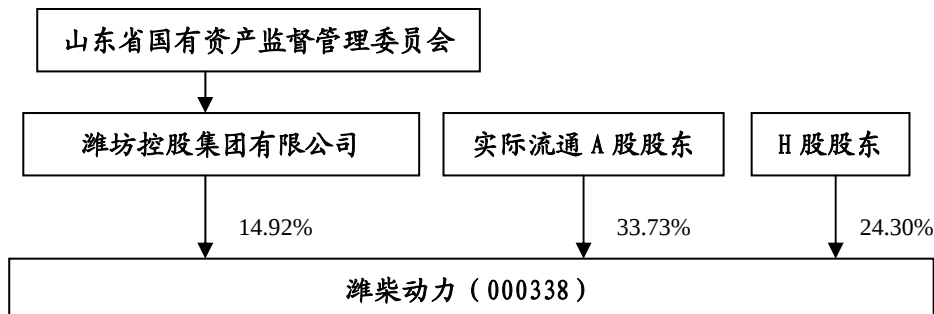


图3 公司最新股权结构关系图

资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所整理

根据股改承诺，2010年4月30日前公司实际流通A股一直为2.81亿股，占总股本的33.73%，此后实现全流通。

二、公司业务结构：

公司及子公司的主要业务为：研究、生产及销售发动机及其零部件、重型汽车、重型汽车车桥、变速箱及其他汽车零部件等业务。

表1 2008年公司主营业务构成

单位：（人民币）万元

主营业务分行业情况						
分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年同期增减（%）	营业成本比上年同期增减（%）	毛利率比上年同期增减（%）
机械制造行业	3,112,537.85	2,461,907.59	20.90	19.01	26.45	-4.65
其 他	54,939.99	51,361.03	6.51	-56.26	-54.31	-4.00
小 计	3,167,477.84	2,513,268.63	20.65	15.56	22.04	-4.21
主营业务分产品情况						
整车及总成	1,784,110.80	1,453,240.94	18.55	20.43	27.36	-4.43
发动机	941,414.82	700,118.67	25.63	27.85	42.04	-7.43
其他汽车零部件	387,012.24	308,547.98	20.27	31.80	38.47	-3.84
其他	54,939.99	51,361.03	6.51	-76.06	-74.65	-5.22
合 计	3,167,477.84	2,513,268.63	20.65	15.56	22.04	-4.21

资料来源：公司公告

根据公司公告和我们的判断，公司的核心竞争力为发动机的生产与销售，至于其它业务都属产业链的上下延伸而已，旗下陕西重汽的重卡销售属于中下游的位置，陕西法士特的变速箱销售早已进入成熟期，市场占有率80%以上，再拓展的空间有

限。因此对公司投资价值的判断应着眼于发动机业务的发展情况。

2008年，公司发动机的总销量为295717台，同比增长20.75%，其中重卡用发动机销量197351台，占比为66.74%，工程机械用发动机占比为29.86%，其它发动机占比为3.40%。

2008年公司发动机销量（单位：台）分布与占比

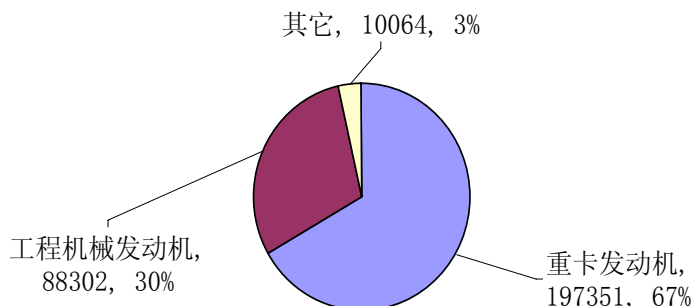


图4 2008年公司发动机销量分别与占比

资料来源：公司公告 东北证券金融与产业研究所整理

1、重卡发动机业务：2008年，公司销售重卡发动机197351台，同比增长30.37%；市场重卡销售总量为540488台，增长10.87%。因此公司重卡发动机销量增长超过市场19.29个百分点，市场占有率达到36.51%。公司主要客户为陕西重型汽车有限公司、北汽福田汽车股份有限公司、包头北方奔驰重型汽车有限责任公司、安徽华菱重型汽车有限公司、安徽江淮汽车股份有限公司等。

随着国家公路设施的不断改善，公路总量持续增长，以及重型汽车市场治理超载和计重收费政策的实施，推动了公路货运量和货运周转量的大幅度增长，促使行业产品结构向重型化、高效率方向发展。这些都为重卡行业的增长奠定了坚实的基础。重卡发动机业务是公司的传统核心业务，值得中长期看好。

2、工程机械发动机业务：2008年，公司销售工程机械发动机88302台，同比增长3.80%，低于工程机械销量增长8%的增幅。公司主要客户为中国龙工控股有限公司、广西柳工机械股份有限公司、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。

由于我国目前仍处于城市化与工业化双加速过程当中，国家西部大开发战略、中部崛起战略、东北老工业基地振兴以及新农村建设等战略的逐渐实施，中国基础设施建设投资依然在持续增加，水电、核电、油田、铁路、公路、港口等建设项目步伐仍在加快，仍将在较长时间内带动工程机械市场仍实现了较快增长。

三、公司财务分析：

考虑到2007年4月公司换股吸收合并了湘火炬，公司营业业务收入统计不具有连续性，加上公司业务大致分属于汽车行业和工程机械行业，所以我们只能着眼于两个

行业的未来发展前景来研判公司未来的发展。

2008年报，公司实现营业收入331.28亿元，同比增长13.21%；净利润19.31亿元，下降4.36%。每股收益2.32元，每股净资产9.60元。公司拟每10股派发现金股利1.3元(含税)。面对严峻的经营环境，公司能够取得这样的经营成果，实属不易。同期，中国重汽(000951)实现营业收入191.93亿元，同比增长10.72%；净利润4.72亿元，同比34.09%。

2009年一季报，公司实现营业收入61.66亿元，同比下降32.51%；净利3.61亿元，下降49.17%。每股收益0.43元，每股净资产10.13元。同期，中国重汽(000951)实现营业收入40.47亿元，同比下降14.07%；净利润5622万元，同比下降63.56%。

至此，可以粗略看出两家公司的差别：整体上看，潍柴动力的净利润率远高于中国重汽的净利润率（参见下图），原因是潍柴动力的核心产品是大马力发动机，市场占有率比较高，具有一定的垄断性（我们估算利润贡献在80%以上），而中国重汽的核心产品是重卡，其发动机等资产在外。2008年，潍柴动力的净利润率为5.83%，中国重汽的净利润率为2.46%。

至于从年初至今，潍柴动力的反弹力度略超过中国重汽，也可以从下图得到解释：潍柴动力去年第四季度的销售净利率波动幅度远超过中国重汽，而2009年一季度公司的销售净利率回升幅度远超过中国重汽，至于二者后市的股价如何演绎很难判断。但有一点可以肯定，中国重汽为了扩大市场占有率（2008年为20%左右，2009Q1为31%左右），在2009Q1加大经销商返利力度，销售费用大幅增长，一定程度上导致销售毛利率回升力度低于市场预期。

潍柴动力与中国重汽销售净利率比较（单位：%）

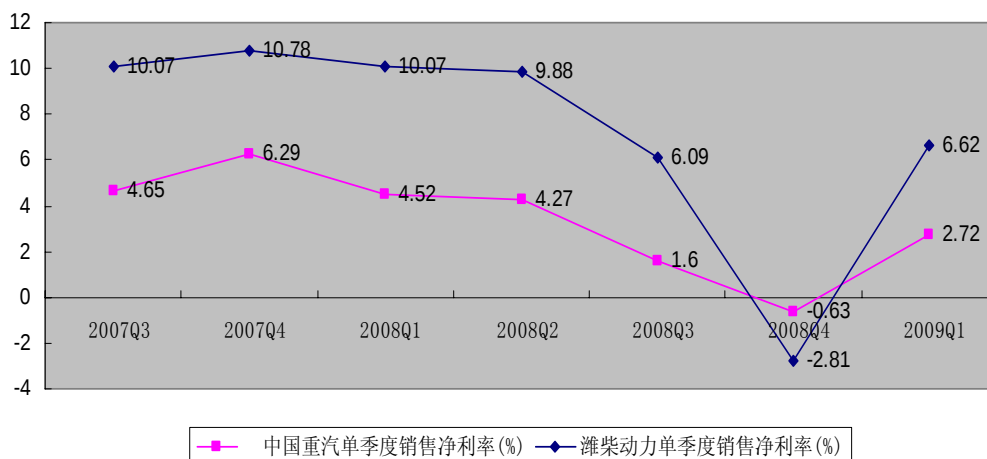


图5 潍柴动力与中国重汽的销售毛利率比较

资料来源：东北证券金融与产业研究所整理

另外，进入2009年一系列资产重组传闻导致公司股价持续走强：

先是传闻公司下属子公司有意收购通用汽车在法国斯特拉斯堡的一家汽车零件制造分厂，被公司澄清并部分证实；其次是传闻公司用299万欧元就收购了法国发动机制造商博杜安公司相关资产，这使得公司可以将发动机业务拓展至16~33L的高功率柴油发动机市场，被证实；接着传闻山推股份(000680)的大股东股权被划归至公司是旗下，被否；……一系列传闻，成为公司股价走强的重要原因之一。

四、盈利预测与投资建议：

公司2008年报披露，2009年营业收入计划为352亿元，同比增长6.34%。公司一季度销售收入为61亿元，剩下的三个季度中，公司需要完成销售收入290亿元，我们认为难度稍大。我们预测2009年销售收入与2008年基本持平，综合毛利率回升1.5个百分点，我们预测公司2009-2010年的EPS分别为2.38元、2.68元。

公司股价为35.92元，2009-2010年的PE分别为15.09、13.40，我们给予公司“推荐”的投资评级。

表2 潍柴动力（000338）盈利预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	29261	33128	33500	36850
增长率（%）		13.21%	1.11%	10.00%
营业成本	22352.36	26429	26225	28800
综合毛利率（%）	23.61%	20.22%	21.72%	21.85%
营业税金及附加	128.33	134.13	150	180
销售费用	1536.98	1631.39	1700	1800
管理费用	1543.47	1624.01	1650	1800
财务费用	235.75	286.33	300	400
三项费用	3316.2	3541.73	3650	4000
期间费用率（%）	11.33%	10.69%	10.90%	10.85%
资产减值损失	150.83	372.08	300.00	300.00
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	-107.11	-25.22	0.00	0.00
营业利润	3206.14	2625.84	3175	3570
营业利润率（%）	10.96%	7.93%	9.48%	9.69%
营业外收入	95.54	160.88	120	150
营业外支出	23.03	45.66	30	30
利润总额	3278.65	2741.06	3265	3690
利润率（%）	11.20%	8.27%	9.75%	10.01%
所得税	479.57	328.99	530	560
实际税负比率（%）	15%	12%	16%	15%
净利润	2799.08	2412.07	2735	3130
少数股东权益	778.67	480.47	750	900
归属于母公司所有者的净利润	2020.41	1931.6	1985	2230
增长率（%）		-4.36%	2.76%	12.35%
总股本（百万股）	833.05	833.05	833.05	833.05
每股收益（元）	2.43	2.32	2.38	2.68

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209