

汪刘胜
 0755-25310137
 wangls@cmschina.com.cn
 范玉琢
 0755-83734407
 fanyz@cmschina.com.cn

2009年5月25日

潍柴动力 (000338.SZ)/35.91元

集团重组对上市公司业绩短期影响有限

工业·汽车

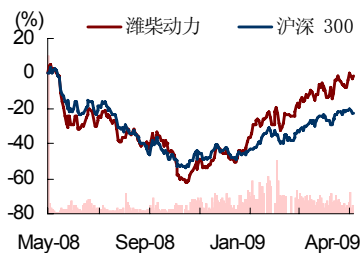
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2598
总股本(万股)	83305
已上市流通股(万股)	28082
总市值(亿元)	299
流通市值(亿元)	101
每股净资产(MRQ)	10.1
ROE(TTM)	18.8
资产负债率	62.1%
主要股东	潍柴控股有限公司
主要股东持股比例	14.92%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	92	-7
相对表现	9	49	19



相关报告

- 1、《汽车行业 2009 年度策略报告》2008/12/17
- 2、《汽车行业 2008 年度策略报告》2007/12/6
- 3、《汽车行业 2008 年中期投资策略》2008/6/6
- 4、《潍柴动力(000338)-业绩增速放缓风险释放, 估值进入合理区间》2008/8/21
- 5、《潍柴动力(000338)-短期行业步入不景气阶段》2008/10/28
- 6、《潍柴动力(000338)-行业景气尚未恢复, 收入预增难理解》2009/4/28

公司接大股东潍柴控股集团有限公司通知, 根据 2009 年 5 月 7 日山东省人民政府省长办公会议纪要, 原则同意对潍柴控股集团有限公司、山东工程机械集团有限公司及山东省汽车工业集团有限公司实施重组, 组建山东重工集团有限公司(暂定名)。我们认为此次重组有利于公司业务向工程机械领域拓展, 但短期内对业绩影响有限, 继续维持“审慎推荐-A”投资评级。

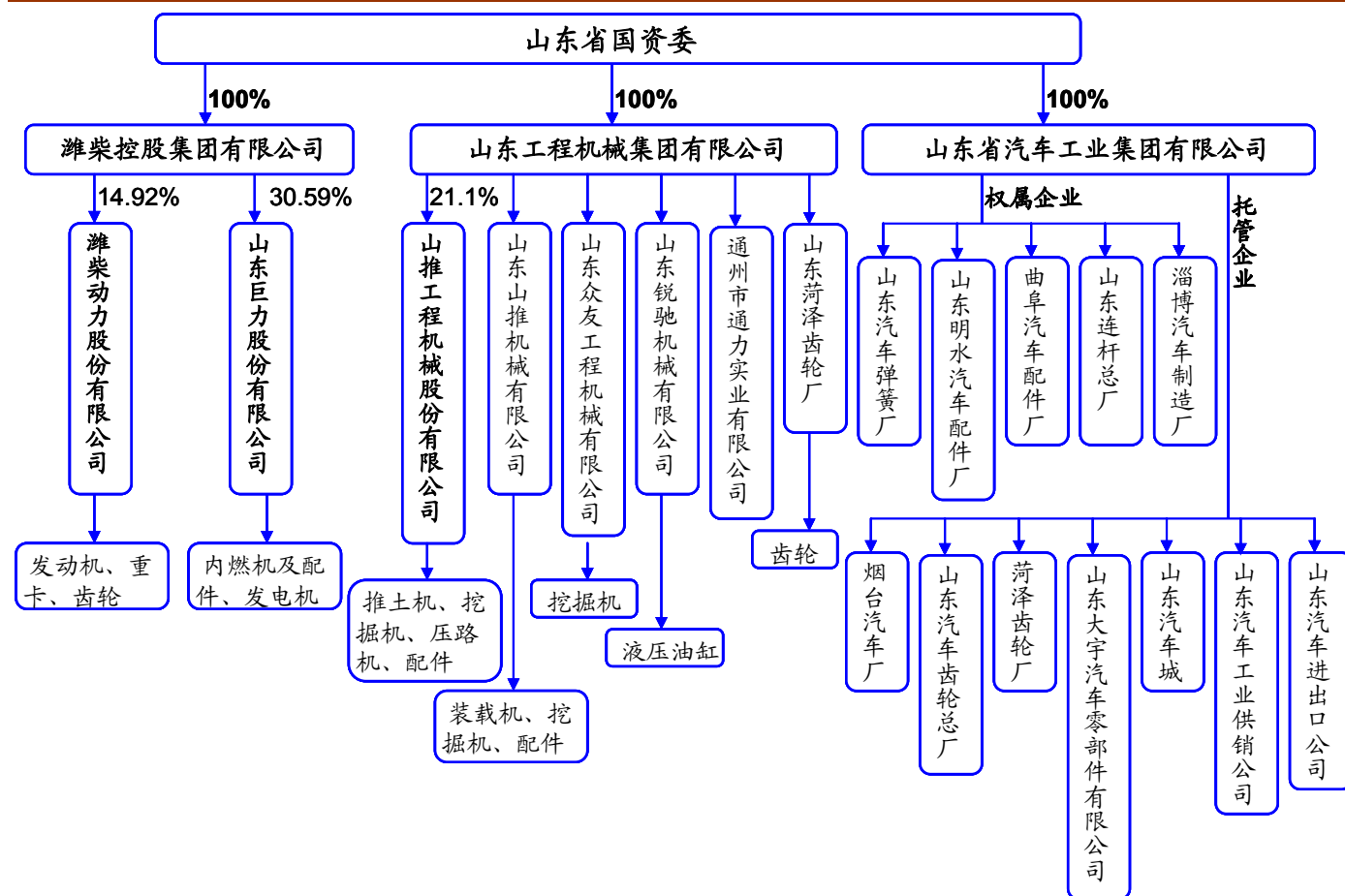
- **山东省积极整合重工相关资产, 符合国家相关产业政策。**此次参与重组的三大集团均隶属于山东省国资委, 山东省政府层面积极整合重工领域相关资产, 符合国家汽车和装备制造业产业政策。
- **相关资产具有一定互补性。**三大集团经营范围涉及到重卡、发动机、工程机械及汽车业务, 在业务和产品上具有一定互补性, 有利于发挥协同效应, 整合产业链, 提高整体盈利水平。
- **重组首先在集团层面展开, 短期对上市公司业绩影响有限。**重组首先在集团层面展开, 预计涉及到上市公司层面的整合工作短期内不会展开, 且相关资产对公司现有业务影响有限, 短期内不会提高上市公司业绩。
- **从长期来看, 公司作为资产整合平台可能性较小。**作为重组后山东重工集团有限公司旗下三大上市公司之一(另外两家为山东巨力和山推股份), 公司作为资产整合平台的可能性较小, 因为从资产关联度强弱的角度分析, 相关未上市资产以山推股份和山东巨力为平台整合的可能性更大。
- **继续维持“审慎推荐”投资评级, 把握交易性投资机会。**此次重组主要以集团层面展开, 预计短期内对公司现有业务经营影响有限, 业绩来源仍将依赖于现有发动机、重卡及齿轮箱业务; 目前股价对应 09 年、10 年的 PE 估值分别为 19 和 17 倍, 估值水平基本合理, 我们继续维持“审慎推荐-A”投资评级。
- **风险提示。**此次重组的具体细节尚未公布, 且涉及上市公司的整合方式和时间不确定性较大。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	29261	33128	27081	29085	31753
同比增长	313%	13%	-18%	7%	9%
营业利润(百万元)	3206	2626	2381	2673	3058
同比增长	260%	-18%	-9%	12%	14%
净利润(百万元)	2019	1931	1544	1769	2021
同比增长	173%	-4%	-20%	15%	14%
每股收益(元)	3.88	2.32	1.85	2.12	2.43
PE	9.3	15.5	19.4	16.9	14.8
PB	2.9	3.7	3.2	2.7	2.4

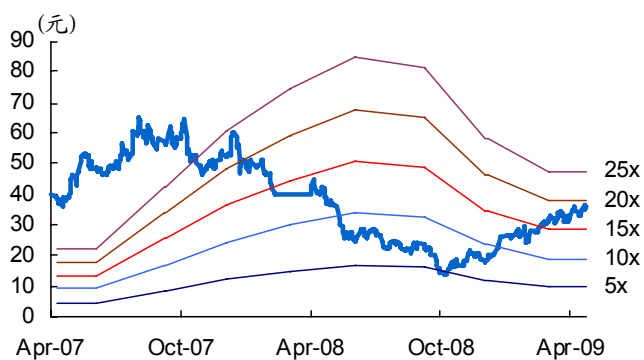
资料来源: 招商证券

图1：重组相关资产结构图



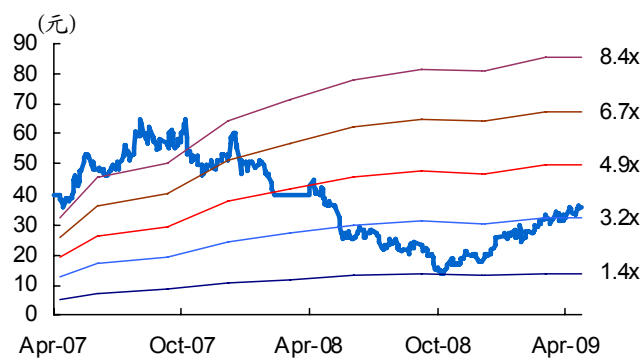
数据来源：公司资料、招商证券

图2：潍柴动力历史 PE Band



资料来源：招商证券

图3：潍柴动力历史 PB Band



资料来源：招商证券

参考报告:

- 1、《从产业发展现状，寻找综合实力较强企业》2007/3/2。我们在本篇报告中提出投资汽车产业，公司综合实力决定未来。
- 2、《自主品牌将成为未来利润增长点》2007/1/22。业内最早挖掘一汽轿车（000800）投资价值的开篇报告。
- 3、《最优秀的国际化本土汽车企业》2007/6/18。深度揭示上海汽车（600104）的投资价值，定位为优秀的国际化本土企业。
- 4、《2009 年汽车行业投资策略报告》2008/12。 看好乘用车，看空商用车。
- 5、《新能源汽车行业系列报告之一-新能源汽车是汽车工业的发展方向》2008/10。提出混合动力的发展是国内汽车工业发展的主要机会，对新能源汽车翔实的启蒙篇介绍。
- 6、《美国汽车公司的未来及对中国汽车工业的影响-短期难破产，长期生产转移为必然》2008/12。金融危机长期对中国汽车工业的影响分析。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	14477	19945	17743	20398	23127
现金	2716	5864	7499	9403	11105
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4220	3996	3520	3781	4128
应收款项	1884	2934	2072	2225	2458
其它应收款	264	391	271	291	318
存货	4323	5851	3738	4009	4369
其他	1070	909	642	689	751
非流动资产	7945	9323	9099	9052	9107
长期股权投资	295	346	346	346	346
固定资产	5276	6034	5966	6001	6126
无形资产	614	577	519	467	421
其他	1760	2365	2267	2238	2214
资产总计	22423	29268	26842	29450	32234
流动负债	12644	16720	12708	13299	14114
短期借款	1158	1246	1200	1100	1000
应付账款	5470	6442	5139	5511	6005
预收账款	560	1053	749	804	876
其他	5457	7979	5620	5884	6234
长期负债	371	1221	892	792	692
长期借款	241	772	672	572	472
其他	130	449	220	220	220
负债合计	13015	17941	13600	14091	14806
股本	521	833	833	833	833
资本公积金	2376	1988	1988	1988	1988
留存收益	3485	5177	6612	8227	9717
少数股东权益	3026	3329	3808	4311	4890
母公司所有者权益	6381	7998	9434	11048	12538
负债及权益合计	22423	29268	26842	29450	32234

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	2303	1875	2722	3040	3301
净利润			1544	1769	2021
折旧摊销			761	746	744
财务费用			77	62	48
投资收益			20	20	20
营运资金变动			37	(86)	(149)
其它			283	529	617
投资活动现金流	(1380)	(1940)	(541)	(700)	(800)
资本支出			(600)	(700)	(800)
其他投资			59	0	0
筹资活动现金流	(340)	707	(546)	(437)	(799)
借款变动			(108)	(200)	(200)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(108)	(154)	(531)
其他			(329)	(82)	(68)
现金净增加额	583	642	1635	1904	1702

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	29261	33128	27081	29085	31753
营业成本	22352	26429	21411	22964	25021
营业税金及附加	128	134	108	116	127
营业费用	1537	1631	1517	1600	1715
管理费用	1543	1624	1517	1600	1715
财务费用	236	286	77	62	48
资产减值损失	151	372	50	50	50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(107)	(25)	(20)	(20)	(20)
营业利润	3206	2626	2381	2673	3058
营业外收入	95	161	0	0	0
营业外支出	23	46	0	0	0
利润总额	3278	2741	2381	2673	3058
所得税	480	329	357	401	459
净利润	2798	2412	2024	2272	2599
少数股东损益	779	480	480	503	579
母公司所有者净利润	2019	1931	1544	1769	2021
EPS (元)	3.88	2.32	1.85	2.12	2.43

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	313%	13%	-18%	7%	9%
营业利润	260%	-18%	-9%	12%	14%
净利润	173%	-4%	-20%	15%	14%
获利能力					
毛利率	23.6%	20.2%	20.9%	21.0%	21.2%
净利率	6.9%	5.8%	5.7%	6.1%	6.4%
ROE	31.6%	24.1%	16.4%	16.0%	16.1%
ROIC	25.9%	19.1%	13.7%	13.6%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	58.0%	61.3%	50.7%	47.8%	45.9%
净负债比率	8.6%	7.1%	7.3%	6.0%	4.9%
流动比率	1.1	1.2	1.4	1.5	1.6
速动比率	0.8	0.8	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
存货周转率	6.1	5.2	4.5	5.9	6.0
应收帐款周转率	15.6	13.8	10.8	13.5	13.6
应付帐款周转率	4.8	4.4	3.7	4.3	4.3
每股资料(元)					
每股收益	3.88	2.32	1.85	2.12	2.43
每股经营现金	4.42	2.25	3.27	3.65	3.96
每股净资产	12.26	9.60	11.32	13.26	15.05
每股股利	0.00	0.00	0.13	0.19	0.64
估值比率					
PE	9.3	15.5	19.4	16.9	14.8
PB	2.9	3.7	3.2	2.7	2.4
EV/EBITDA	10.0	11.0	12.5	11.5	10.4

分析师简介

汪刘胜，1998年毕业于同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究4年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名。现为新能源网行业顾问，南方都市报汽车研究院特聘研究员。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

范玉琢，浙江大学电气工程及其自动化专业学士，上海财经大学金融学硕士，现为招商证券研究发展中心助理分析师。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。