

行业龙头，受益于重卡行业景气

推荐

分析师：李丹 邮箱：lidan@chinastock.com.cn 电话：010-66568293 执业证书编号：S0130108023471

1. 事件

4月27日，潍柴动力发布2009年年报，公司实现营业总收入355.25亿元，同比增长7.24%，归属于上市公司股东的净利润34.07亿元，扣除非经常性损益的净利润32.93亿元，同比增长75.84%，基本每股收益4.09元，扣除非经常性损益后的基本每股收益3.95元。

同时，公司发布了2010年一季度业绩报告。2010年一季度，公司实现营业总收入151.73亿元，较上年同期增长146.08%，归属母公司所有者净利润16.19亿元，较上年同期增长348.21%，基本每股收益1.94元，同比增长351.16%。

2. 我们的分析与判断

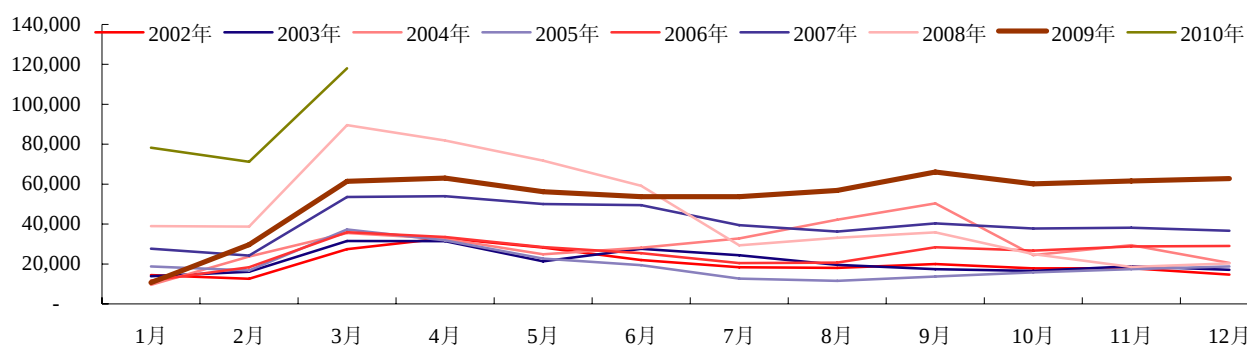
公司下游客户增长强劲，全年业绩无忧

公司目前的收入结构是近40%来源于发动机业务，构成公司净利润的75%左右，其中配套于物流运输类重卡的发动机占到公司毛利的85%左右。

2010年1-3月重卡累计销售26.75万辆，同比增长162.8%，3月的销量更是达到11.8万辆，创出历史新高。目前，重卡产业链各企业订单饱满，景气度未见下降。

图1：重卡行业销量高位增长

单位：辆

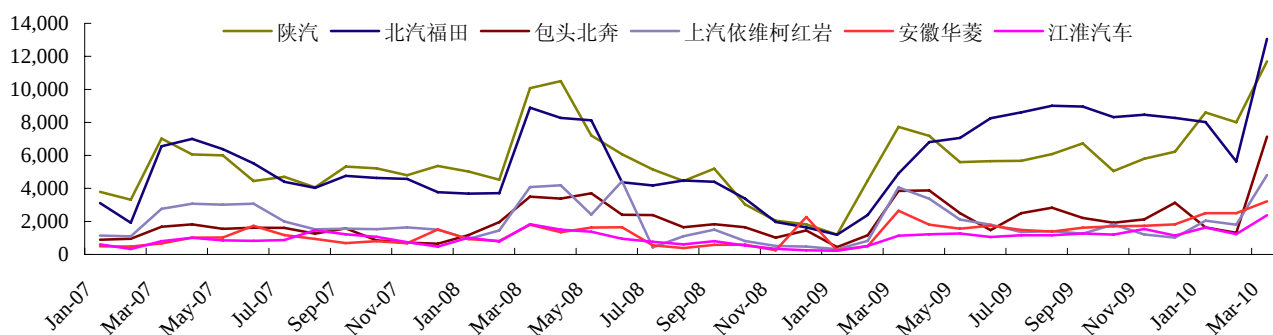


资料来源：中国银河证券研究所

公司重卡发动机下游客户主要是福田、陕重汽、包头北奔、上汽红岩依维柯、华菱、江淮汽车等。特别值得一提的是公司最主要的配套客户，战略合作伙伴福田汽车销量高位增长，公司持股的陕汽今年以来销量逐月攀升，销量景气度优于重卡行业平均水平。

图 2: 公司下游重卡客户销量强势增长

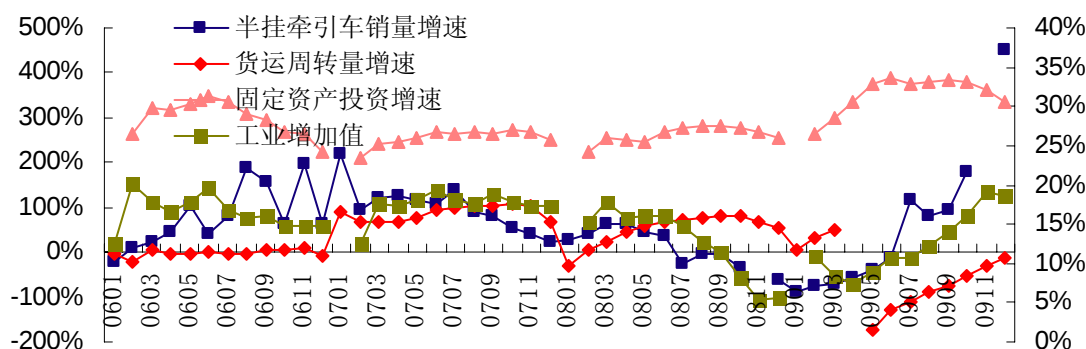
单位: 辆



资料来源: 中国银河证券研究所

我们认为物流运输类重卡销量增长的逻辑是经济增长带来经济体活跃度的提升, 进而带来物流货运周转量的增长, 当货运周转量增长累积到一定程度后, 物流运输车需求上升。从目前国内宏观经济的运行情况来看, 我们认为公司下游物流运输类重卡全年将稳定在较高水平, 锁定潍柴 2010 年业绩的增长。

图 3: 物流运输车与经济增长的关系更为密切



资料来源: 中国银河证券研究所

大马力发动机领域的绝对领跑者

国内运输行业长期存在运输效率低下的问题, 随着超载治理以及运输成本的上升, 从未来重卡行业的发展来看, 结构升级或成为新的发展契机。特别是从政策角度, 以旧换新补贴金额的提高, 也为老重卡换新的大马力重卡创造条件。

在大马力段发动机领域, 公司的 12L “蓝擎” 发动机首屈一指。潍柴 12L 发动机经过多年的研发, 是目前国内唯一成熟的大功率平台。并且在 12L 及以上排量发动机中, 由于下游客户更加专业化, 对产品价格的包容性更强, 品牌效应将更加明显。应当说公司在 12L 以上的竞争优势比 12L 以下各排量段都要更强。随着重型化趋势的发展, 一旦 12L 机成为趋势后, 公司将占据是否有利的先占优势。

3. 投资建议

根据一季度情况, 我们上调公司 2010、2011 年的 EPS 分别至 5.88、6.06 元, 当前 64.15 元的股价, 对应 2010、2011 年 PE 为 10.9 倍、10.58 倍, 估值处于行业底端, 考虑到 2010 年公司增长的确性以及未来在中小发动机领域的发展前景, 我们维持对公司推荐的投资评级。

公司未来主要的风险因素来自以下几方面, 第一, 国内宏观经济增长低于预期, 重卡销量大幅下滑, 从而影响公司销量增长; 第二, 钢材价格上涨超预期。

公司报表及主要财务指标预测

表 1: 三大财务报表预测

资产负债表	2007	2008	2009	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E
货币资金	2715.8	5863.9	14551.3	30032.2	42224.8	营业收入	29261.0	33127.8	35525.2	49967.5	54140.3
应收票据	4220.5	3995.7	4866.5	6844.9	7416.5	营业成本	22352.4	26429.0	26867.5	37616.1	41499.2
应收账款	1884.2	2934.3	3406.5	4791.4	4449.9	营业税金及附加	128.3	134.1	156.7	220.4	238.8
预付款项	1066.5	905.7	742.2	513.3	260.8	销售费用	1537.0	1631.4	1696.8	2298.5	2436.3
其他应收款	264.3	391.5	355.3	499.7	541.4	管理费用	1543.5	1624.0	1740.0	1998.7	2165.6
存货	4323.0	5850.6	5520.7	7729.3	7958.8	财务费用	235.7	286.3	146.6	224.4	382.2
其他流动资产	0.1	0.4	0.6	1.8	2.2	资产减值损失	150.8	372.1	429.7	490.0	0.0
长期股权投资	295.5	346.4	346.4	346.4	346.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	5276.1	6033.9	6503.9	7178.9	7785.4	投资收益	-107.1	-25.2	40.3	20.0	0.0
在建工程	780.8	1092.3	500.0	750.0	725.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	4.0	9.6	9.6	9.6	9.6	营业利润	3206.1	2625.6	4528.2	7139.4	7418.2
无形资产	613.6	576.9	490.8	429.5	368.1	营业外收支净额	71.5	115.2	151.7	70.0	0.0
长期待摊费用	169.4	184.9	135.5	118.6	101.7	税前利润	3277.6	2740.8	4679.9	7209.4	7418.2
资产总计	22422.7	29267.7	37718.7	59546.8	72495.1	减: 所得税	479.6	329.0	732.4	1081.4	1112.7
短期借款	1157.5	1246.1	-1702.5	0.0	0.0	净利润	2798.1	2411.8	3947.5	6128.0	6305.5
应付票据	1920.3	4185.8	4255.2	5957.6	5684.8	归属于母公司净利润	2019.4	1931.3	3407.4	4902.4	5044.4
应付账款	5470.3	6442.2	6459.3	9043.5	9095.7	少数股东损益	778.7	480.5	540.1	1225.6	1261.1
预收款项	559.7	1052.9	1581.7	2325.5	3131.4	基本每股收益	3.88	2.32	4.09	5.88	6.06
应付职工薪酬	455.1	420.9	420.9	420.9	420.9	稀释每股收益	3.88	2.32	4.09	5.88	6.06
应交税费	383.2	171.8	171.8	171.8	171.8	财务指标	2007	2008	2009	2010E	2011E
其他应付款	1230.8	1287.3	1287.3	1287.3	1287.3	成长性					
其他流动负债	911.6	1707.8	2201.4	5175.0	6034.1	营收增长率	312.7%	13.2%	7.2%	40.7%	8.4%
长期借款	241.2	772.2	7182.2	13182.2	18382.2	EBIT 增长率	328.0%	-10.6%	53.0%	54.7%	-0.4%
预计负债	29.5	361.9	361.9	361.9	361.9	净利润增长率	172.5%	-4.4%	76.4%	43.9%	2.9%
负债合计	13015.1	17941.3	22431.0	38131.1	44773.8	盈利性					
股东权益合计	9407.6	11326.5	15287.8	21415.8	27721.2	销售毛利率	23.6%	20.2%	24.4%	24.7%	23.3%
现金流量表	2007	2008	2009	2010E	2011E	销售净利率	6.9%	5.8%	9.6%	9.8%	9.3%
净利润	2798	2412	3948	6128	6305	ROE	21.5%	17.1%	22.3%	22.9%	18.2%
折旧与摊销	670	846	108	153	197	ROIC	27.6%	21.6%	20.4%	19.2%	14.3%
经营活动现金流	2303	1875	4730	8983	8075	估值倍数					
投资活动现金流	-1380	-1940	-1060	-980	-700	PE	17.8	29.7	16.8	11.7	11.4
融资活动的现金流	-340	706	3315	7478	4818	P/S	1.2	1.7	1.6	1.1	1.1
现金净变动	583	642	6985	15481	12193	P/B	3.8	5.1	3.8	2.7	2.1
期初现金余额	2134	2716	5864	14551	30032	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	2717	3357	12849	30032	42225	EV/EBITDA	8.7	13.7	10.1	5.7	5.0

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908