

分析师: 邵稳重 (8621)68751760 shaowz@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490200010031

联系人: 谭焜元 (8621) 68751760 tanky@cjsc.com.cn

张乐 (8621) 68751760 hnzhangle@139.com

轻卡业务不是公司当前关注重点, 业绩预测偏保守

事件描述

公司就 2010 年 6 月 25 日《第一财经日报》刊发的《仲裁申请爆真相 潍柴动力涉嫌操纵收购凯马 B》一文发布澄清公告, 针对传闻 1 表示, 公司与上海全冠投资管理有限公司, 不存在任何投资与被投资关系, 亦不存在本公司人员在该公司任职的情况。针对传闻 2 不属实, 表示香港联光从未与公司董事、高管见面协商收购凯马 B 股份的事宜。针对传闻 3, 表示公司未就传闻所述事宜进行过筹划洽谈, 也未签署过有关意向、协议等文件, 并对此承诺: 在未来三个月内不会筹划上述事项。针对传闻 4, 公司表示从未与香港联光签署关于受让其持有的债权的任何协议, 也从未向其支付任何款项。

同时, 公司维持了一季度报表对半年利润的预测, 预计 2010 年上半年累计净利润约 25.60 亿元-31.70 亿元, 同比增长约 110%-160%, 对应每股 EPS 约 3.08-3.80 元。

事件评论

第一, 轻卡业务不是公司关注重点, 澄清公告对业绩没有大的影响

潍柴动力的主营业务是重型汽车、发动机及以法士特变速箱为代表的零部件, 其中重卡发动机是其主要利润来源。

我们认为, 公司今年的工作重点主要有以下 2 点, 而轻卡业务不是当前的重点。

- 1、产品层面的关键点是尽早推动 12L 的 4 气门共轨产品 WP12 的成熟。
- 2、在产业链层面, 公司的重点在于借助中央政府清理地方政府融资平台的机会, 强化与陕重汽和法士特的战略关系。

从今年的实际进展来看, 公司抓住了重卡发动机产能偏紧的机会, 新产品表现不错。WP12D 的 4 气门共轨产品目前每月在福田配套销售大约 3000 台, 全年实现销售 2 万-3 万台问题不大, 相对于东风雷诺 DCI11、西安康明斯 ISME、解放 6DM 等竞争对手更早的在市场成熟。今后将依赖其较大的产能、更低的价格、良好的继承性和市场认可度继续保持其 WP10 的竞争力。在产业链层面, 公司陕重汽今年上半年良好的销售业绩也离不开公司的大力支持。

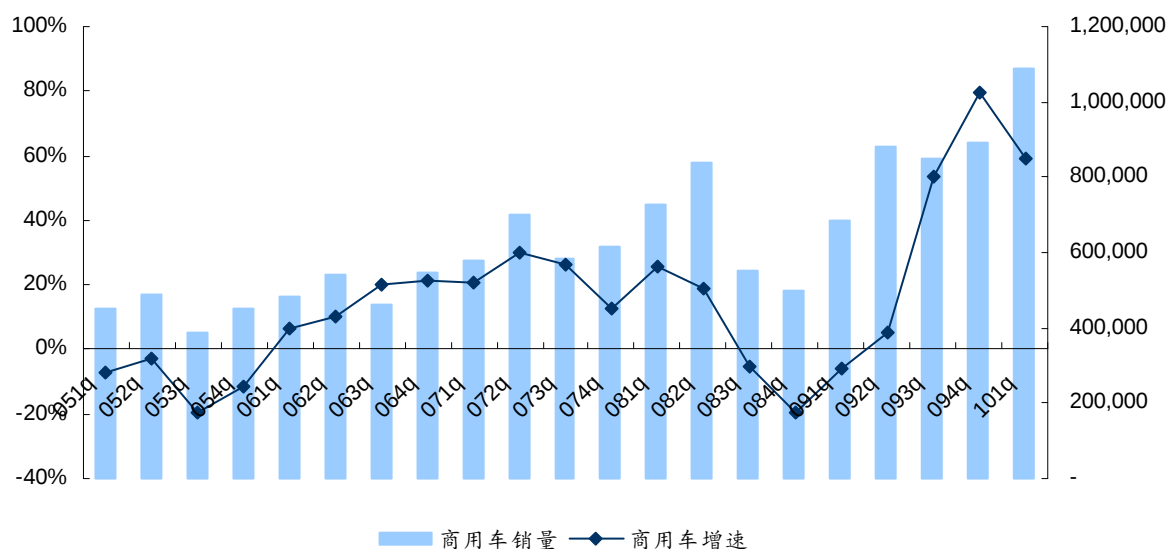
对于媒体报道中涉及的凯马 B 股主营的轻卡行业业务, 我们认为轻卡行业进入壁垒低, 潜在进入者却不少, 潜在进入者通常是看好轻卡带来的良好现金流及与中重卡带来的规模经济和范围经济效应。但较多的参与者导致行业竞争非常激烈, 低端轻卡龙头企业福田汽车在该领域都很难做到大幅盈利, 公司进入轻卡行业未必能贡献业绩。相反, 若公司立即大举进入轻卡行业, 再考虑到公司已经收购了扬柴的经营性资产, 此举必将刺激下游的整车厂商如福田汽车, 影响双方的合作, 因此澄清公告否定了收购凯马 B 反而减少了公司短期发展的不确定性。

第二, 二季度盈利应不低于一季度, 公司业绩预测偏保守

尽管 2 季度还未结束，但我们可以通过历年来商用车销量的季节性大致判断重卡行业 2 季度销量将超过一季度。从实际销售数据来看，今年一季度销量为 26.75 万辆，二季度的 4-5 月销量已经达到了 22.29 万辆，而各主流重卡厂商 6 月份的未排产订单依然较多，2 季度重卡行业销量必将超过 1 季度。公司 2 季度的销量也将因此不低于 1 季度的销量。

在发动机商务销售价格基本锁定、钢材成本变化不大，而销量却有增长的情况下，公司 2 季度的业绩应不低于一季度。公司的盈利预测 2 季度的盈利仅 1.14 元-1.86 元，我们认为可能是销售确认的滞后性导致，盈利预测偏保守。

图 1：商用车行业二季度销量将超过 1 季度



资料来源：产销快讯、长江证券研究部

第三，投资建议及风险

公司是重型柴油机行业龙头企业，今年重卡行业表现良好，GB1589-2004、GB7258-2004 等法规今后存在修订预期，将有利于增加更新需求，而排放法规升级预期将于 2012 年以前实施可能性较大，将对 2011 年的重卡行业形成一定的支撑。若不考虑小柴的影响，我们预计公司 10 年、11 年 EPS 分别为 5.68 元，5.84 元，当前股价 60.90 元，对应 PE 分别为 10.72 倍、10.43 倍，我们维持“推荐”投资评级。投资风险主要在于重卡行业景气度的大幅下滑、公司新 12L 发动机推广进度过慢、关键 OEM 厂商配套关系的转变带来的不确定性。

表 1: 关键假设

	元、辆	2009A	2010E	2011E	2012E
发动机	销售收入	12,358,440,000	16,422,725,370	18,416,880,667	20,469,447,881
	发动机销量	322,406	408,941	447,891	489,736
	毛利率	32.79%	34.3%	34.5%	34.6%
	单车均价	45813	47393	48404	49255
重卡配套	重卡配套	226,170	289,498	318,447	350,292
	YOY	14.60%	28%	10%	10%
	毛利率	40%	40%	40%	40%
	单台均价	53000	55000	56500	58000
	销售收入	8,979,627,820	12,489,412,870	14,183,568,167	16,016,135,381
工程配套	工程配套	82,125	94,444	94,444	94,444
	YOY	-7.00%	15%	0%	0%
	毛利率	15%	15%	15%	15%
	单台均价	30000	30000	30000	30000
	销售收入	2,463,750,000	2,833,312,500	2,833,312,500	2,833,312,500
其他配套	其他配套	14,111	25,000	35,000	45,000
	YOY	40.21%	77%	40%	29%
	毛利率	25%	20%	18%	15%
	单车均价	64847	44000	40000	36000
	销售收入	915,062,180	1,100,000,000	1,400,000,000	1,620,000,000
重卡销售	重卡销量	58,498	64,348	69,496	76,445
	YOY	-3.11%	10%	8%	10%
	单车均价	295500	304365	313496	322901
	销售收入	17,286,149,200	19,014,764,120	20,535,945,250	22,589,539,775
其他汽车零部件	YOY	-0.48%	20%	15%	15%
	销售收入	3,851,562,500	4,621,875,000	5,315,156,250	6,112,429,688
其他	YOY	23.49%	0%	0%	0%
	销售收入	678,436,600	678,436,600	678,436,600	678,436,600
毛利率	整车及总成	21.40%	19.0%	19.0%	19.0%
	发动机	32.79%	34.3%	34.5%	34.6%
	其他汽车零部件	17.01%	23.0%	24.0%	24.0%
	其他	8.42%	6.5%	6.5%	6.5%
	收入	34,174,588,200	40,737,801,090	44,946,418,766	49,849,853,943
	YOY	7.89%	19.2%	10.3%	10.9%
	毛利率	24.76%	25.4%	25.7%	25.8%
	毛利	8,463,843,548	10,360,696,835	11,571,989,618	12,877,545,089

资料来源：公司公告，长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	35525	42348	46723	51820	货币资金	6578	6573	9113	12137
营业成本	26867	31578	34693	38433	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	8658	10770	12029	13386	应收账款	3815	1741	1921	2131
% 营业收入	24.4%	25.4%	25.7%	25.8%	存货	5807	6824	7497	8305
营业税金及附加	157	187	206	229	预付账款	885	1040	1143	1266
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	2	0	0	0
销售费用	1697	1906	2121	2353	流动资产合计	25123	16395	19912	24102
% 营业收入	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%	可供出售金融资产	386	386	386	386
管理费用	1740	2499	2990	3316	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.9%	5.9%	6.4%	6.4%	长期股权投资	287	287	287	287
财务费用	147	34	20	10	投资性房地产	91	91	91	91
% 营业收入	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	固定资产合计	8224	7398	6432	5273
资产减值损失	430	-337	29	34	无形资产	911	865	822	781
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	538	538	538	538
投资收益	40	0	0	0	递延所得税资产	435	0	4	6
营业利润	4528	6482	6662	7444	其他非流动资产	223	223	223	223
% 营业收入	12.7%	15.3%	14.3%	14.4%	资产总计	36218	26184	28695	31688
营业外收支	152	0	0	0	短期贷款	1516	0	0	0
利润总额	4680	6482	6662	7444	应付款项	11857	13935	15309	16959
% 营业收入	13.2%	15.3%	14.3%	14.4%	预收账款	747	891	983	1090
所得税费用	732	972	999	1340	应付职工薪酬	673	791	869	963
净利润	3948	5510	5663	6104	应交税费	922	1203	1251	1627
归属于母公司所有者的净利润	3407.4	4731.9	4863.4	5211.1	其他流动负债	1957	2323	2570	2848
少数股东损益	540	778	799	893	流动负债合计	17672	19142	20982	23487
EPS (元/股)	4.09	5.68	5.84	6.26	长期借款	942	942	942	942
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	74	0	0	0
经营活动现金流净额	2439	19309	8418	9470	其他非流动负债	1868	1868	1868	1868
取得投资收益	2	0	0	0	负债合计	20557	21953	23793	26298
长期股权投资	1	0	0	0	归属于母公司	11755	15777	19911	24340
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益				
固定资产投资	-1335	-823	-867	-818	股东权益	3907	4685	5484	6377
其他	-7	0	0	0	负债及股东权益	15661	20461	25395	30717
投资活动现金流净额	-1340	-823	-867	-818	基本指标	36218	42414	49187	57015
债券融资	0	0	0	0	EPS	4.090	5.680	5.838	6.255
股权融资	78	0	0	0	BVPS	14.11	18.94	23.90	29.22
银行贷款增加 (减少)	-154	-223	0	0	PE	16.24	11.69	11.38	10.62
筹资成本	475	-744	-750	-792	PEG	1.07	0.77	0.75	0.70
其他	-989	0	0	0	PB	4.71	3.51	2.78	2.27
筹资活动现金流净额	-590	-968	-750	-792	EV/EBITDA	9.24	6.05	5.51	4.66
现金净流量	509	17518	6800	7860	ROE	29.0%	30.0%	24.4%	21.4%

分析师介绍

邵稳重，长江证券行业分析师。

谭焜元，上海交通大学工学硕士，从事汽车行业研究。

张乐，华中科技大学发动机专业学士、暨南大学企管专业硕士，5 年半汽车相关行业经验，从事汽车行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。