

强烈推荐-A (上调)

潍柴重机 000880.SZ

目标估值: 28.00 元

当前股价: 19.82 元

2011 年 1 月 11 日

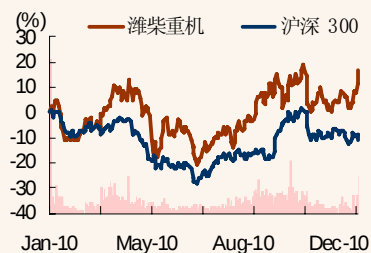
大功率船用柴油机项目进展点评

基础数据

上证综指	2792
总股本(万股)	27610
已上市流通股(万股)	13514
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	23.9
资产负债率	66.1%
主要股东	潍柴控股集团有限公司
主要股东持股比例	30.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	42	20
相对表现	19	24	31



相关报告

- 1、《潍柴重机(000880)-受益内河航运 经营模式创新》2010/3
- 2、《潍柴重机(000880)-见证中国中速柴油机龙头的成长》2010/4/27

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090208040193

潍柴重机今日公告, 大功率船用柴油机项目加工试车生产线已经建设完成, 开始投产, 宣告潍柴重机正式进军国内大功率船用柴油机市场。

- **项目规划定位国内中大功率船用柴油机龙头。**大机项目产能规划为 300 台/年, 其中 27/38 台, 32/40 系列柴油机 200 台, 预计 2012 年全部达产。目前已签小批订单, 通过 CKD 小批量试制, 单机价格在 1000 多万元, 虽然短期难以实现盈利但是此项目投产将使潍柴重机进入新的发展阶段, 进口替代空间大(目前 75% 依靠进口)。
- **2010 年公司大型柴油机及发电机组的销售好于预期。**2009 年内河航运船用发动机市场火爆, 而 2010 年在高基数的基础上, 公司销售仍保持增长。内河船用柴油发动机大型化发展趋势下, 潍柴重机重庆公司 200、250 产品供不应求, 预计 2010 年销量 1800 台左右, 同比增长 20% 多。潍柴重机重庆公司 2011 年产能可以达到 4000 台, 产量预计达到 3000 台。
- **产品结构优化, 毛利率提高明显。**公司非道路中速柴油机覆盖了 120-2500 马力功率段, 目前以 800-2000 马力为主。此大机项目的 27/38、32/40 大型中速柴油机将覆盖 3000-7000 马力功率段, 可以配套远洋轻便型船舶, 这一市场有复苏迹象。虽然今年公司固定资产折旧由直线折旧法改为加速折旧法, 2010 年因此增加折旧 1900 万元, 但是三季度毛利率仍达到 18%, 同比提高 1.2 个百分点, 环比提高 2.8 个百分点, 产品结构优化与规模效应是毛利率提升的主要原因。我们预计四季度盈利可能超预期。
- **海外市场拓展已在潍柴集团的全球战略之中, 当然短期不会有突破。**发展中国家对柴油发电机的需求旺盛, 公司将有计划地进军这一市场。另外潍柴集团将收购法国一家游艇公司, 潍柴动力已有两款适合的发动机配套。
- **上调至“强烈推荐-A”投资评级:** 2011 年大型船用发动机项目投产, 我们对毛利率做保守预测, 但是中大型功率船用柴油机前景依然看好, 潍柴具有技术与品牌优势。考虑所得税下调, 我们上调 EPS 预测 10 年 0.8 元、11 年 1.02 元, 估值明显低于中小盘平均水平, 强烈推荐, 目标价 28 元。

□ **风险因素:** 原材料价格上涨; 大机项目能否顺利达产。

财务数据与估值

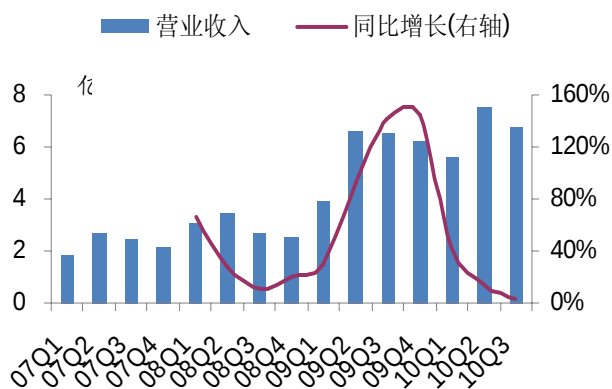
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1181	2337	2871	3633	4831
同比增长	29%	98%	23%	27%	33%
营业利润(百万元)	89	230	260	332	470
同比增长	15%	158%	13%	27%	42%
净利润(百万元)	69	179	221	282	399
同比增长	28%	158%	24%	27%	42%
每股收益(元)	0.25	0.65	0.80	1.02	1.45
PE	79.1	30.6	24.7	19.4	13.7
PB	10.6	7.9	6.0	4.6	3.5

资料来源: 招商证券

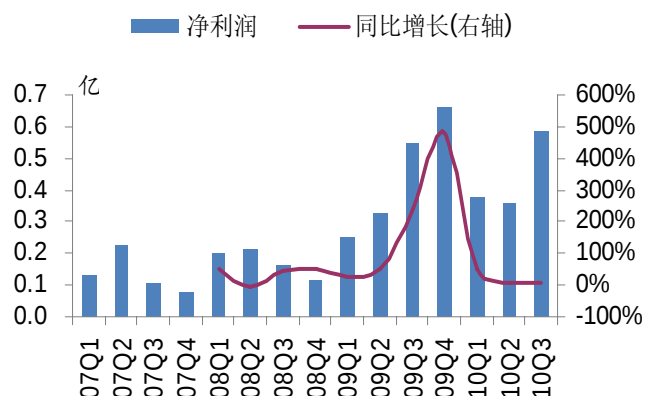
表 1: 营业收入及盈利假设表

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1181	2337	2871	3633	4831
配件	236	250	300	360	432
发电机组	378	205	328	393	452
船用柴油机	457	1586	1887	2453	3435
其他收入	110	296	356	427	512
增长率	28.8%	97.9%	22.8%	26.6%	33.0%
配件	14.2%	5.9%	20.0%	20.0%	20.0%
发电机组	65.7%	-45.9%	60.0%	20.0%	15.0%
船用柴油机	32.5%	247.1%	19.0%	30.0%	40%
其他收入	-19.9%	170.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	13.9%	16.1%	16.1%	15.9%	16.4%
配件(%)	15.7%	25.8%	20.0%	20.0%	20.0%
发电机组(%)	14.8%	11.9%	14.0%	14.0%	14.0%
船用柴油机(%)	12.5%	15.4%	16.0%	15.8%	16.5%
其他(%)	12.5%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
收入构成	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
配件(%)	20.0%	10.7%	10.5%	9.9%	8.9%
发电机组(%)	32.0%	8.8%	11.4%	10.8%	9.4%
船用柴油机(%)	38.7%	67.8%	65.7%	67.5%	71.1%
其他(%)	9.3%	12.7%	12.4%	11.7%	10.6%

资料来源: 公司财务报告, 招商证券研发中心

图 1: 潍柴重机季度营业收入增长示意图


资料来源: 招商证券研发中心

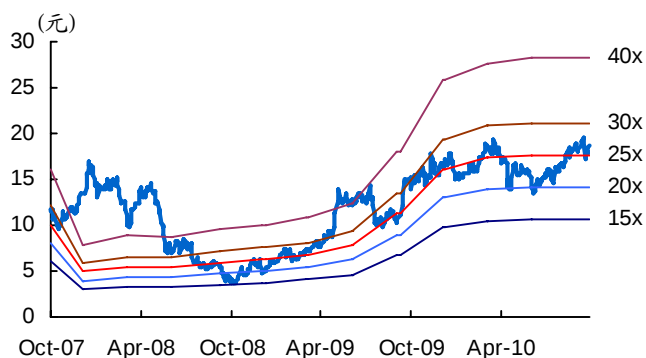
图 2: 潍柴重机季度净利润增长示意图


资料来源: 招商证券研发中心

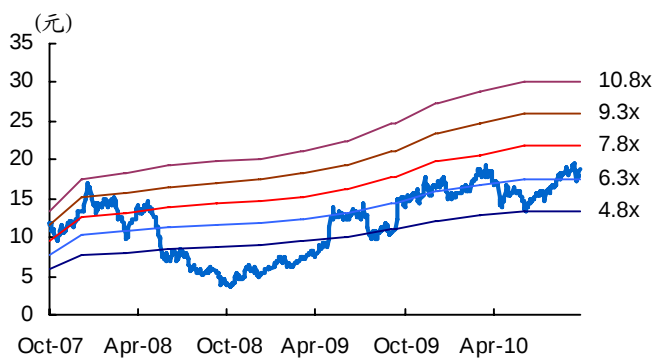
表 2: 各季度业绩回顾

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	09(1-3Q)	10(1-3Q)
一、营业总收入	395	663	654	625	565	757	675	1712	1997
二、营业总成本	362	620	582	543	516	710	600	1564	1826
其中：营业成本	338	563	544	516	478	642	553	1445	1673
营业税金及附加	2	3	3	2	2	2	2	9	6
营业费用	6	14	11	-10	8	19	10	30	36
管理费用	17	38	27	39	30	50	39	83	120
财务费用	-1	-1	-2	-3	-2	-3	-3	-5	-9
资产减值损失	0	3	-1	0	0	0	-1	2	0
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	33	43	72	82	49	47	75	148	171
加：营业外收入	0	0	0	0	0	0	0	0	1
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0
五、利润总额	33	43	72	83	49	48	75	148	172
减：所得税	8	10	17	17	11	12	16	35	39
六、净利润	25	33	55	66	38	36	59	113	132
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	25	33	55	66	38	36	59	113	132
EPS	0.09	0.12	0.20	0.24	0.14	0.13	0.21	0.41	0.48
主要比率									
毛利率	14.5%	15.0%	16.8%	17.5%	15.3%	15.2%	18.0%	15.6%	16.2%
主营税金率	0.6%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%
营业利润率	8.4%	6.5%	11.0%	13.2%	8.6%	6.3%	11.0%	8.7%	8.6%
净利率	6.4%	4.9%	8.4%	10.6%	6.7%	4.7%	8.7%	6.6%	6.6%
营业费率	1.5%	2.1%	1.6%	-1.7%	1.3%	2.5%	1.4%	1.8%	1.8%
管理费	4.4%	5.8%	4.1%	6.2%	5.4%	6.6%	5.8%	4.8%	6.0%
实际税率	23.3%	24.3%	23.7%	20.0%	22.9%	24.8%	21.8%	23.8%	23.0%
YoY									
收入增长率	28.5%	91.6%	140.9%	144.0%	42.8%	14.3%	3.2%	85.1%	16.6%
营业利润增长率	26.6%	49.8%	242.8%	513.9%	47.7%	10.1%	3.5%	125.1%	15.3%
净利润增长率	27.1%	50.6%	237.9%	482.8%	48.9%	10.2%	6.8%	95.0%	17.2%

资料来源：招商证券

图 3: 潍柴重机历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 4: 潍柴重机历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	504	1207	1539	2039	2849
现金	293	1082	1287	1265	1424
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	0	1	1	1
应收款项	1	1	1	304	606
其它应收款	1	1	1	1	2
存货	183	113	237	451	795
其他	1	11	13	17	22
非流动资产	499	699	831	951	1061
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	280	324	466	595	712
无形资产	96	94	84	76	68
其他	123	281	281	281	281
资产总计	1003	1906	2370	2990	3910
流动负债	486	1205	1448	1808	2357
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	263	446	548	695	919
预收账款	36	44	46	58	77
其他	186	714	854	1055	1361
长期负债	0	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	4	4	4	4
负债合计	486	1209	1452	1812	2361
股本	276	276	276	276	276
资本公积金	589	589	589	589	589
留存收益	(348)	(169)	53	313	684
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	518	696	918	1178	1549
负债及权益合计	1003	1906	2370	2990	3910

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	163	773	385	181	367
净利润		179	221	282	399
折旧摊销		0	47	60	71
财务费用		0	0	0	0
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	114	(224)	(168)
其它		594	2	63	65
投资活动现金流	(193)	(219)	(180)	(180)	(180)
资本支出		0	(180)	(180)	(180)
其他投资		(219)	0	0	0
筹资活动现金流	0	0	0	(22)	(28)
借款变动		0	0	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	0	(22)	(28)
其他		0	0	0	0
现金净增加额	(30)	554	205	(21)	158

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1181	2337	2871	3633	4831
营业成本	1017	1961	2409	3055	4038
营业税金及附加	4	11	11	15	19
营业费用	14	20	43	55	72
管理费用	61	121	146	178	232
财务费用	(4)	(8)	0	0	0
资产减值损失	(0)	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	89	230	260	332	470
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	90	231	260	332	470
所得税	21	52	39	50	70
净利润	69	179	221	282	399
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	69	179	221	282	399
EPS (元)	0.25	0.65	0.80	1.02	1.45

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	29%	98%	23%	27%	33%
营业利润	15%	158%	13%	27%	42%
净利润	28%	158%	24%	27%	42%
获利能力					
毛利率	13.9%	16.1%	16.1%	15.9%	16.4%
净利率	5.9%	7.7%	7.7%	7.8%	8.3%
ROE	13.4%	25.7%	24.1%	23.9%	25.8%
ROIC	12.7%	24.7%	24.1%	23.9%	25.8%
偿债能力					
资产负债率	48.4%	63.5%	61.3%	60.6%	60.4%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
存货周转率	6.7	13.2	13.8	8.9	6.5
应收帐款周转率	413.7	3928.1	5058.8	23.9	10.6
应付帐款周转率	5.3	5.5	4.8	4.9	5.0
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.65	0.80	1.02	1.45
每股经营现金	0.59	2.80	1.40	0.65	1.33
每股净资产	1.87	2.52	3.32	4.27	5.61
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.08	0.10
估值比率					
PE	79.1	30.6	24.7	19.4	13.7
PB	10.6	7.9	6.0	4.6	3.5
EV/EBITDA	68.1	28.8	23.5	18.5	13.4

分析师承诺

负责本研究报告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。

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，七年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2007 年第二名，2008 年第五名，2009、2010 年第一名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。