

潍柴动力 (000338.SZ)

再次交出辉煌答卷

杨华超 分析师 电话: 021-68828289 eMail: yhc2@gf.com.cn SAC执业证书编号: S0260511010016	黎韦清 分析师 电话: 020-87555888-630 eMail: lwq@gf.com.cn S0260511020007	汤俊 分析师 电话: 020-87555888-628 eMail: lwq@gf.com.cn S0260511010005
--	--	---

盈利预测与风险提示

我们上调2011年业绩预测为4.89 (+15%)元。预计2011-2013业绩水平为4.89元、5.36元和5.72元。在一种最悲观的预计下,预计潍柴发动机总销量有望达到63万台,同比上升约8%-10%,法士特亦是如此。再考虑山工集团协同效应的继续发扬,以及2010业绩释放不充分,因此2010年业绩增速保持在15%-20%左右是合理的。目前对应估值水平约为11.3倍,与主要重卡相关股票估值水平相当,但是公司从治理、研发和产业链等角度而言都要优于其他竞争对手,理应给予一定溢价。同时,主要工程机械公司2011年估值在15倍PE左右,远高于公司估值水平。短期而言,目前公司订单持续到了5月份,上半年不确定因素少,并且一季度有望实现20%以上的增长,因此我们维持公司买入的评级,公司估值水平在13-15倍较为合理。

公司业绩超预期的因素将来自于明年1月1号国四标准推行所带来的提前透支消费,届时公司全年发动机销量有望突破70万,而这将是大概率事件。公司的风险来自于原材料成本大幅上升,以及国家投资项目不如预期。

2010, 成绩辉煌

2010年公司实现营业总收入约为632.8亿元人民币,同比增长78.13%。归属于上市公司股东的净利润约为67.82亿元人民币,同比增长99%。每股基本盈利4.07元人民币。公司业绩情况基本符合市场预期,又一次给市场交了一份辉煌的答卷。每10股拟派现4.3元。

2010 年市占率大幅上升, 2011 有望继续提升

公司发动机在重卡领域的市场占有率达到了40.1%,市占率同比上升了5.1个百分点,公司自身预计2011年有望再提高2个百分点。公司在5吨装载机配套领域的市占率达到了84.8%,与去年同期提高了4.8个百分点。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	35525.1	63279.5	67568.5	74800.0	76750.0
增长率(%)	7.24%	78.13%	6.78%	10.70%	2.61%
EBITDA(百万元)	6002.81	11071.0	12246.0	13514.3	14443.8
净利润(百万元)	3407.42	6782.15	8150.71	8926.91	9522.14
增长率(%)	76.43%	99.04%	20.18%	9.52%	6.67%
每股收益(元)	4.09	4.07	4.89	5.36	5.72
市盈率	15.76	12.87	11.29	10.31	9.66
市净率	4.57	4.71	3.45	2.58	2.04
EV/EBITDA	8.48	7.13	6.23	5.00	3.88

数据来源: 潍柴动力股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	55.22
目标价格(元)	65-73
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-8.38%	7.10%	59.54%
沪深300	0.51%	6.27%	-3.29%

股票数据

总股本/流通A股(百万股)	1,666.09/691.11
主要股东:	
香港中央结算代理人有限公司	
主要股东持股比例	12.08%

财务比率

ROE	28.99%
ROA	14.74%
资产负债率	56.76%
每股净资产(元)	14.11

2009 年报数据

概述

潍柴动力今日公布2010年年度报告：2010年公司实现营业总收入约为632.8亿元人民币，同比增长78.13%。归属于上市公司股东的净利润约为67.82亿元人民币，同比增长99%。每股基本盈利4.07元人民币。公司业绩情况基本符合市场预期，又一次给市场交了一份辉煌的答卷。每10股拟派现4.3元。

盈利预测与投资评级

我们上调2011年业绩预测为4.89（+15%）元。预计2011-2013业绩水平为4.89元、5.36元和5.72元。

在一种最悲观的预计下，我们假设物流重卡类发动机下降5%，工程及其他类重卡发动机上升10%，工程机械发动机上升30%（保障房，水利基建等的拉动，同时考虑到在挖掘机等领域的拓展），大客车发动机销量突破2万台，则总销量有望达到63万台，同比上升约8%-10%，法士特亦是如此。再考虑山工集团协同效应的继续发扬，因此2010年业绩增速保持在15%-20%左右是合理的。同时如果考虑2010年业绩释放的不充分，那么保守预计2011年业绩有望达到4.89元以上，对应估值水平约为11.3倍，与主要重卡相关股票估值水平相当，但是公司从治理、研发和产业链等角度而言都要优于其他竞争对手，理应给予一定溢价。同时，主要工程机械公司2011年估值在15倍PE左右，远高于公司估值水平。短期而言，目前公司订单持续到了5月份，上半年不确定因素少，并且一季度有望实现20%以上的增长，因此我们维持公司买入的评级。

公司业绩超预期的因素将来自于明年1月1号国四标准推行所带来的提前透支消费，届时公司全年发动机销量有望突破70万，而这将是大概率事件。公司的风险来自于原材料成本大幅上升，以及国家投资项目执行不如预期。

各项业务精彩纷呈，市占率大幅度上升

从公司各项销售数据来看，公司再次实现了大幅的增长，2010年年初所有人都担心重卡行业的增速放缓。最终结果却是全行业重卡销量增长了59.9%，销量达到了101.7万辆，再次挑战了市场的想象力。

柴油机：公司共销售各类柴油机约57万台，同比增长了77%。其中，重卡发动机413988台，同比增长了83.04%。10-12L蓝擎国三系列发动机销量继续大幅上升，全年销量达到了37.6万台，比去年增长了20万台！值得一提的是，公司发动机在重卡领域的市场占有率达到了40.1%，市占率同比上升了5.1个百分点。

工程机械发动机：发动机14.1万台，同比增长了72.15%，其中5吨以上装载机发动机销量为12.8万台，同比增长66.72%（依旧好于5吨以上装载机行业，销量15.1万台，其增长幅度为56.38%）。因此，公司在5吨装载机配套领域的市占率达到了84.8%，与去年同期提高了4.8个百分点。

变速箱：法士特全年共销售变速箱85.23万台，同比增长了60.20%。基本上与同期重卡行业增速59.9%持平。但是其利润却增长了118%。

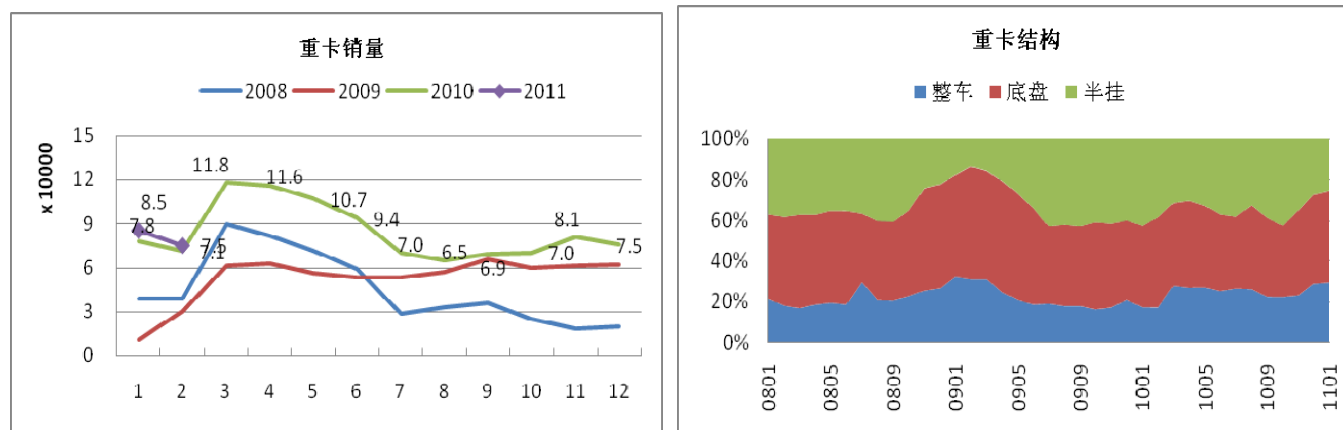
重型汽车：调整之后开始发力，如果说2009年是陕重汽的调整之年，该年其销售下滑了8.7%，那么2010年则是转变之年。2010年陕重汽销售突破10万辆，同比

增长了71%，好于行业水平。该年，陕重汽在中国重卡市场上升到了第4位，比去年上升了一位。市占率也到了10%左右。

表1：潍柴动力主要产品销量		台				
		2006	2007	2008	2009	2010
发动机		145890	244886	295717	322406	577000
	重卡	80480	151376	197351	226170	413988
	同比	26.76%	88.09%	30.37%	14.60%	83.04%
工程机械		59210	85073	88302	82125	141375
	同比	30.21%	43.68%	3.80%	-7.00%	72.14%
变速箱		295888	430183	464515	532049	852353
	同比	101.98%	45.39%	7.98%	14.54%	60.20%

数据来源：公司资料，广发证券发展研究中心

图1：重卡市场情况



数据来源：汽协，广发证券发展研究中心

管理协同效应促进业绩额外增长

财务指标继续好转。公司综合毛利率稳重有升（0.4%），在原材料成本上升的2010年获得此成果实属不易。我们认为产销规模的扩大以及产品结构的改善是公司盈利水平逆势上升的重要因素（10-12L国三蓝擎发动机占总的发动机的比例已经由去年的53%上升到了今年的66%，而其盈利能力要比公司其他类型产品毛利率更高）。

管理协同效应助公司业绩超额增长10%。另外值得关注的是，在营业收入增长78%的情况下，公司的费用比例却低于收入增速。报告期内，公司销售费用、管理费用及财务费用分别同比增长72.4%、48.5%和-35.13%。我们的分析之所以要强调这一点，乃是因为在分析预测过程中，这往往容易被人忽视。但是费用率的下降所体现出的管理协同效应的上升，实际上是公司业绩成长性的一个比较重要的因素，因为其贡献的业绩增速达到了近10%。

从主要子公司的经营情况来看，陕重汽2010年实现净利润约为4.59亿元，而上年同期为1.86亿元，法式特实现净利润为19.2亿元，是上年同期的2.18倍。

资产负债表

单位：百万元

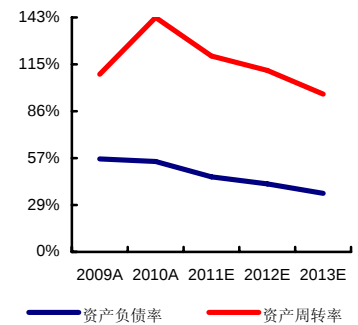
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	25,123	37,689	46,580	59,656	70,130
货币资金	6,578	11,159	17,950	26,669	38,215
应收及预付	12,732	17,726	19,188	22,620	21,948
存货	5,807	8,793	9,438	10,364	9,964
其他流动资产	6	11	4	4	4
非流动资产	11,095	14,471	14,186	14,558	14,863
长期股权投资	287	1,068	1,068	1,068	1,068
固定资产	7,018	7,856	7,589	7,155	6,573
在建工程	1,207	2,409	3,100	3,865	4,678
无形资产	1,638	1,625	1,754	1,795	1,869
其他长期资产	944	1,514	675	675	675
资产总计	36,218	52,160	60,766	74,214	84,993
流动负债	17,672	25,359	25,614	28,581	28,205
短期借款	1,042	545	0	0	0
应付及预收	16,092	24,696	25,614	28,581	28,205
其他流动负债	539	117	0	0	0
非流动负债	2,884	3,431	2,240	2,240	2,240
长期借款	942	955	955	955	955
应付债券	1,282	1,285	1,285	1,285	1,285
其他非流动负债	661	1,191	0	0	0
负债合计	20,557	28,790	27,854	30,821	30,445
股本	833	1,666	1,666	1,666	1,666
资本公积	2,440	1,993	1,993	1,993	1,993
留存收益	8,489	14,870	23,021	31,948	41,470
归属母公司股东权益	11,755	18,515	26,680	35,607	45,129
少数股东权益	3,907	4,855	6,232	7,786	9,419
负债和股东权益	36,218	52,160	60,766	74,214	84,993

利润表

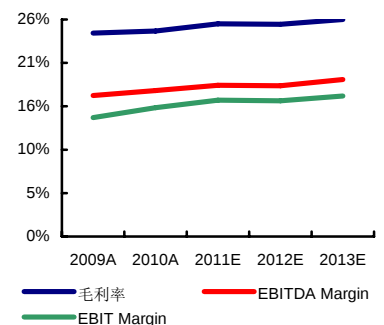
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	35525	63280	67569	74800	76750
营业成本	26867	47704	50342	55774	56792
营业税金及附加	157	295	307	344	351
销售费用	1697	2925	3123	3458	3548
管理费用	1740	2584	2759	3055	3134
财务费用	147	95	17	52	-1
资产减值损失	430	506	0	0	0
公允价值变动收益	0	4	0	0	0
投资净收益	40	71	71	71	71
营业利润	4528	9245	11091	12189	12998
营业外收入	186	189			
营业外支出	34	37			
利润总额	4680	9397	11243	12341	13149
所得税	732	1398	1716	1859	1994
净利润	3948	7999	9527	10481	11155
少数股东损益	540	1217	1376	1554	1633
归属母公司净利润	3407	6782	8151	8927	9522
EBITDA	6003	11071	12246	13514	14444
EPS (元)	4.09	4.07	4.89	5.36	5.72

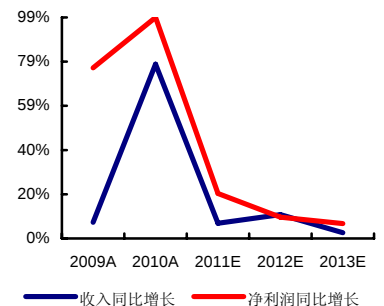
资产负债率趋势



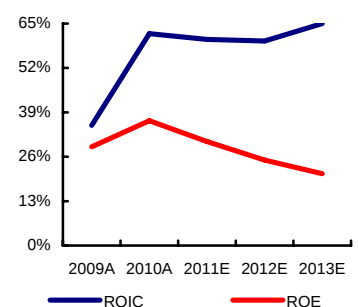
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2,439	8,703	10,106	10,260	13,195
净利润	3,948	7,999	9,527	10,481	11,155
折旧摊销	939	1,300	1,209	1,345	1,519
营运资金变动	-2,939	-804	-1,195	-1,391	696
其它	493	207	564	-175	-175
投资活动现金流	-1,340	-2,007	-1,520	-1,494	-1,601
资本支出	-1,335	-1,772	-1,592	-1,565	-1,673
投资变动	-5	-340	71	71	71
其他	0	104	0	0	0
筹资活动现金流	-586	-1,462	-1,794	-48	-48
银行借款	4,538	1,664	-545	0	0
债券融资	-4,691	-2,519	-1,133	0	0
股权融资	78	90	0	0	0
其他	-510	-696	-116	-48	-48
现金净增加额	513	5,234	6,792	8,719	11,546
期初现金余额	5,864	6,578	11,159	17,950	26,669
期末现金余额	6,377	11,812	17,950	26,669	38,215

主要财务比率

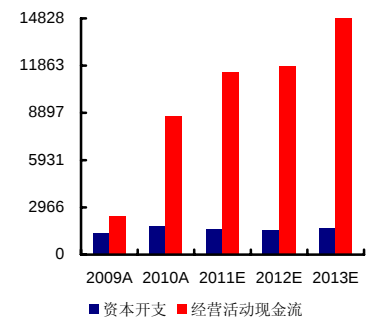
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	7.2%	78.1%	6.8%	10.7%	2.6%
营业利润	72.5%	104.2%	20.0%	9.9%	6.6%
归属于母公司净利润	76.4%	99.0%	20.2%	9.5%	6.7%
获利能力					
毛利率	24.4%	24.6%	25.5%	25.4%	26.0%
净利率	11.1%	12.6%	14.1%	14.0%	14.5%
ROE	29.0%	36.6%	30.5%	25.1%	21.1%
ROIC	35.3%	62.2%	60.5%	60.0%	65.2%
偿债能力					
资产负债率	56.8%	55.2%	45.8%	41.5%	35.8%
净负债比率	-18.1%	-35.7%	-47.7%	-56.3%	-66.0%
流动比率	1.42	1.49	1.82	2.09	2.49
速动比率	1.04	1.07	1.38	1.66	2.06
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.43	1.20	1.11	0.96
应收账款周转率	11.36	16.02	13.44	13.34	14.17
存货周转率	4.61	6.53	5.33	5.38	5.70
每股指标 (元)					
每股收益	4.09	4.07	4.89	5.36	5.72
每股经营现金流	2.93	5.22	6.07	6.16	7.92
每股净资产	14.11	11.11	16.01	21.37	27.09
估值比率					
P/E	15.8	12.9	11.3	10.3	9.7
P/B	4.6	4.7	3.4	2.6	2.0
EV/EBITDA	8.5	7.1	6.2	5.0	3.9

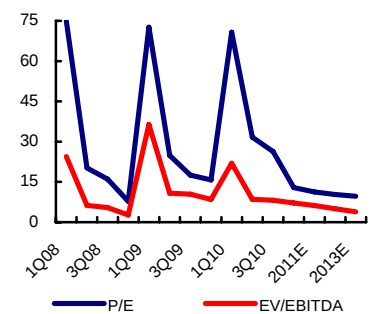
资本支出与经营活动现金流

百万元

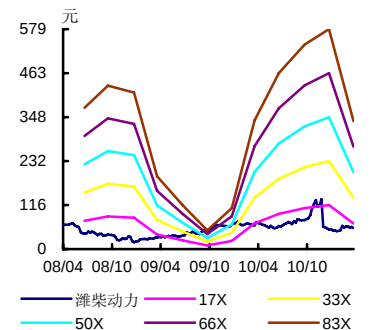
识别风险，发现价值



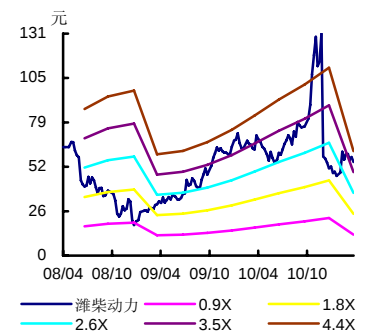
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发汽车行业研究小组

杨华超，分析师，上海交通大学企业管理学博士，曾在上汽集团、德尔福、英格索兰、光大证券等公司任职，2010 年进入广发证券发展研究中心。

黎韦清，分析师，南开大学经济学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

汤俊，分析师，武汉理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

潍柴动力(000338.sz)_季报点评	黎韦清	2010-10-26
潍柴动力(000338.sz)_中报点评	汤俊	2010-08-23
潍柴动力(000338.sz)_年报点评	黎韦清	2010-04-27

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。