

潍柴重机 (000880.SZ)

内燃机行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

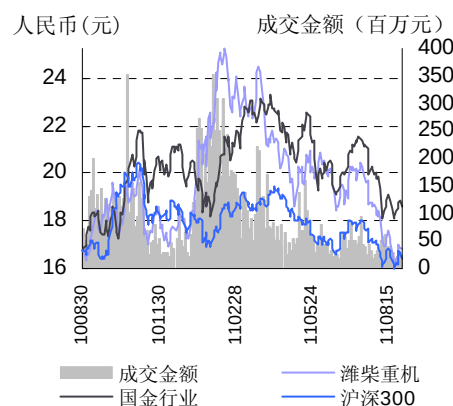
市价(人民币)：16.80元

内河船舶市场景气下滑

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	135.13
总市值(百万元)	4,638.49
年内股价最高最低(元)	25.25/16.21
沪深300指数	2901.22
深证成指	11568.17



相关报告

1. 《柴油机产品结构调整中》，2011.4.22
2. 《业绩符合预期》，2011.3.31
3. 《国务院发布加快长江等内河水运发展的意见》，2011.1.30

董亚光 分析师 SAC 执业编号：S1130511030005
 (8621)61038289
 dongyaguang@gjzq.com.cn

罗立波 联系人
 (8621)61038326
 luolib@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.648	0.789	0.794	0.908	1.062
每股净资产(元)	2.52	3.31	4.10	5.01	6.08
每股经营性现金流(元)	2.80	2.02	1.53	0.53	1.87
市盈率(倍)	25.89	22.37	21.23	18.55	15.87
行业优化市盈率(倍)	52.19	54.17	44.25	44.25	44.25
净利润增长率(%)	158.48%	21.75%	0.61%	14.47%	16.92%
净资产收益率(%)	25.68%	23.82%	19.33%	18.12%	17.48%
总股本(百万股)	276.10	276.10	276.10	276.10	276.10

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

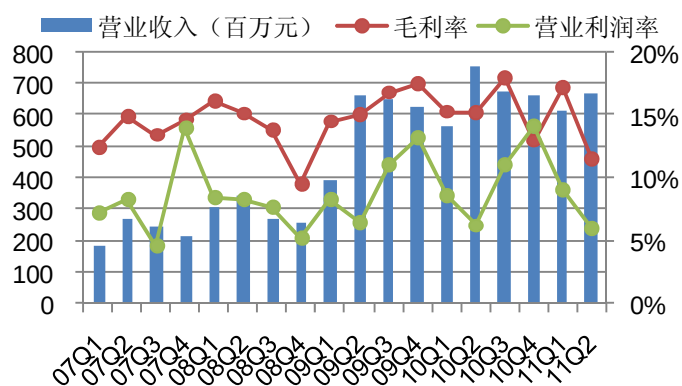
- 公司上半年实现营业收入 1,286 百万元，同比减少 2.72%；归属母公司股东的净利润 83 百万元，同比增长 12.93%，EPS 为 0.30 元。其中，2 季度收入与 1 季度基本持平，但受到毛利率下降的影响，EPS 为 0.13 元。

经营分析

- **内河投资和水运贸易：**今年 1-7 月，我国内河建设完成投资 208 亿元，同比增长 31.9%，与 1 季度 17.4% 的增速相比，有所加快。1-7 月，内河港口完成货物吞吐量同比增长 14.1%，增速比沿海港口高出 1.0 个百分点。这表明政府加大了对内河航运的投资力度，而在内需拉动下，内河航运市场仍然发展速度较快。
- **内河船舶市场：**内河船舶与远洋船舶虽然用途有差别，但价格仍然是相通的。今年以来，受到钢价高企、船价低迷的影响，加上信贷紧缩等因素影响，内河船舶市场有所下滑，部分中小规模、以内河船舶为主的造船厂处于订单稀少、经营困顿的状态。
- **产品结构：**内河船舶继续朝着大型化方向发展，公司 CW200 柴油机产品增长较快，而传统的 160 机型需求有所下滑。CW200 产品在重庆分公司生产，因此上半年公司重庆地区销售收入增长 20.0%；而以 160、170 机型生产为主的潍坊地区销售收入下降 9.5%。发电设备在市场竞争较为激烈的情况下，加大了营销力度，上半年收入同比增长 59.4%。
- **利润率：**公司上半年的综合毛利率为 14.22%，比去年同期下降了 1.0 个百分点，其中 2 季度单季的毛利率为 11.54%。公司毛利率的下降主要是因为毛利率偏低的发电机组占收入比重提高、配件及其他业务毛利率有所降低；柴油机业务随着 CW200 发货量的上升，毛利率提高了 1.0 个百分点。
- **现金流状况良好：**公司上半年经营活动现金流量净额为 206 百万元，虽然比去年同期有所减少，仍远高于净利润水平。公司今年在营销方面做了重要改革，主要经销商订立了销售目标并缴纳了保证金，因此预收款项从年初的 37 百万元增加至上半年末的 130 百万元。

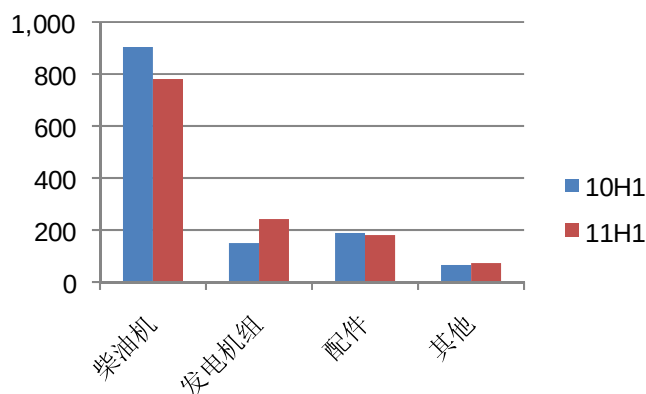
- **大功率中速机业务：**目前公司大功率中速机新业务已具备批量生产能力，首批产品正在制造中，市场处于开拓阶段。此项业务主要面向沿海船舶、远洋船舶辅机等，与全球造船市场紧密相关。在全球新船订单偏少的情况下，预计公司或将从与政府相关的领域，如海洋执法船舶等进行突破。

图表1：公司各季度的销售收入和利润率

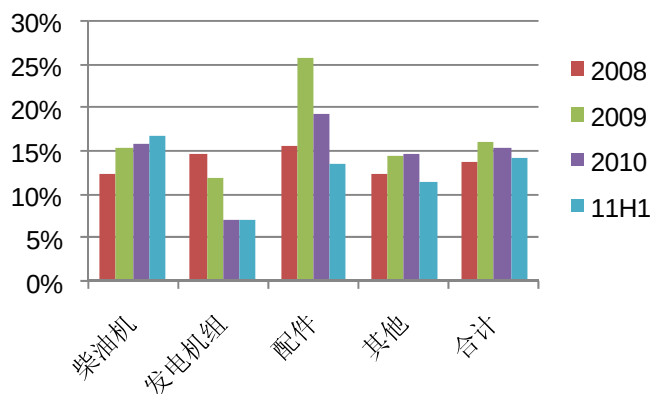


来源：公司公告，国金证券研究所

图表2：公司分项业务销售收入（百万元）

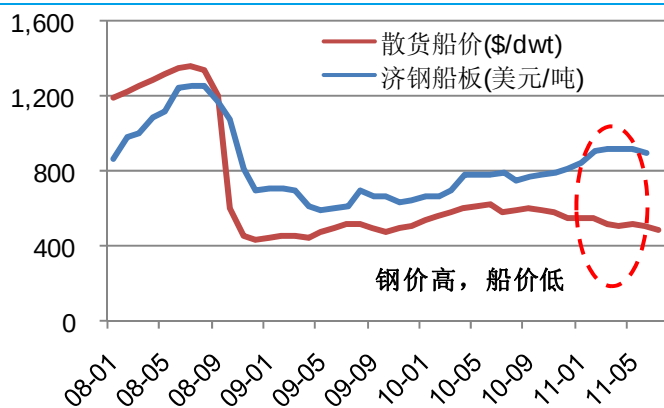


图表3：公司分项业务的毛利率



来源：公司公告，WIND，克拉克松，国金证券研究所

图表4：船价和钢价的对比



盈利预测和投资建议

- 根据目前内河造船市场的需求形势，我们下调了公司的盈利预测，2011-2013 年营业收入分别为 2,684, 3,101 和 3,572 百万元，净利润分别为 219, 251 和 293 百万元；EPS 分别为 0.794, 0.908 和 1.062 元。当前股价对应 11 年 21.2 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 船舶市场持续低迷的风险。内河船舶柴油发动机占公司现有柴油机销售比例较大，目前内河船舶市场受到成本上升、船价下跌等因素抑制，如果持续低迷，对公司 CW200 等大型化产品的市场需求影响也会加深。

图表5：分项业务预测

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
柴油机					
销售收入（百万元）	1,585.89	1,746.00	1,606.32	1,815.14	2,051.11
增长率（YOY）	247.14%	10.10%	-8.00%	13.00%	13.00%
毛利率	15.44%	16.01%	17.15%	17.20%	17.20%
销售成本（百万元）	1,341.02	1,466.40	1,330.84	1,502.94	1,698.32
增长率（YOY）	235.62%	9.35%	-9.24%	12.93%	13.00%
毛利（百万元）	244.87	279.61	275.48	312.20	352.79
增长率（YOY）	327.50%	14.19%	-1.47%	13.33%	13.00%
占总销售额比重	67.85%	65.60%	59.84%	58.53%	57.41%
占主营业务利润比重	65.05%	68.28%	69.38%	68.33%	67.32%
发电机组					
销售收入（百万元）	204.74	335.89	520.63	624.75	737.21
增长率（YOY）	-45.90%	64.06%	55.00%	20.00%	18.00%
毛利率	11.89%	7.24%	7.20%	7.20%	7.20%
销售成本（百万元）	180.40	311.57	483.14	579.77	684.13
增长率（YOY）	-44.03%	72.71%	55.07%	20.00%	18.00%
毛利（百万元）	24.34	24.32	37.49	44.98	53.08
增长率（YOY）	-56.64%	-0.07%	54.12%	20.00%	18.00%
占总销售额比重	8.76%	12.62%	19.39%	20.15%	20.64%
占主营业务利润比重	6.47%	5.94%	9.44%	9.85%	10.13%
配件					
销售收入（百万元）	250.21	435.64	392.08	462.65	545.93
增长率（YOY）	5.94%	74.11%	-10.00%	18.00%	18.00%
毛利率	25.75%	19.38%	15.50%	15.50%	15.50%
销售成本（百万元）	185.77	351.20	331.30	390.94	461.31
增长率（YOY）	-6.69%	89.05%	-5.66%	18.00%	18.00%
毛利（百万元）	64.44	84.44	60.77	71.71	84.62
增长率（YOY）	73.74%	31.04%	-28.03%	18.00%	18.00%
占总销售额比重	10.71%	16.37%	14.61%	14.92%	15.28%
占主营业务利润比重	17.12%	20.62%	15.31%	15.70%	16.15%
材料及其他					
销售收入（百万元）	296.38	143.86	165.44	198.53	238.23
增长率（YOY）	170.35%	-51.46%	15.00%	20.00%	20.00%
毛利率	14.43%	14.67%	14.10%	14.10%	14.10%
销售成本（百万元）	253.62	122.76	142.11	170.54	204.64
增长率（YOY）	164.44%	-51.60%	15.77%	20.00%	20.00%
毛利（百万元）	42.76	21.10	23.33	27.99	33.59
增长率（YOY）	211.66%	-50.65%	10.55%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	12.68%	5.41%	6.16%	6.40%	6.67%
占主营业务利润比重	11.36%	5.15%	5.87%	6.13%	6.41%
销售总收入（百万元）	2337.22	2661.39	2684.46	3101.07	3572.48
销售总成本（百万元）	1960.81	2251.92	2287.39	2644.18	3048.40
毛利（百万元）	376.41	409.47	397.07	456.89	524.08
平均毛利率	16.11%	15.39%	14.79%	14.73%	14.67%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	2
买入	0	0	0	0	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.00	1.00	1.60

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-05-21	买入	15.31	20.00 ~ 20.00
2 2011-01-13	买入	21.07	26.55 ~ 29.73
3 2011-01-30	买入	22.13	26.55 ~ 29.73
4 2011-03-31	买入	21.20	N/A
5 2011-04-22	买入	21.01	N/A

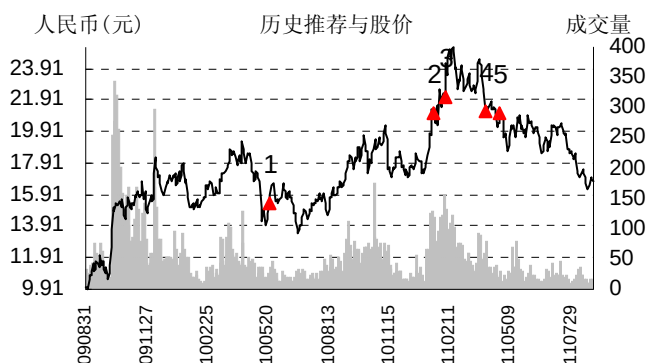
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33089915

传真: 0755-27527129

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B