

内河航运景气下滑致使业绩低于预期

潍柴重机(000880)调研报告

报告关键点:

- 公司160系列、170系列、CW200系列市场占有率分别为80-90%、55%、30%
- 公司大功率中速机项目一期建设完成,部分产品已实现交货
- 内河航运景气度下降,中速船用柴油机需求萎缩,4季度订单环比回升

报告摘要:

- 公司主营业务以柴油机业务为主。**公司主营业务为内燃机、发电机及发电机组的生产、销售,柴油机业务在主营收入中占比60%以上。内燃机业务为中速船用柴油机制造及销售,产品包括6160系列(100-400马力)、6170、8170系列(350-800马力)、CW200系列(600-2400马力)中速柴油机、引进Man公司的27/38系列(2700-5000马力)、32/40系列(5000-7000马力的)和15KW到1250KW的柴油发电机组,CW200发动机由公司设立于重庆江津的分公司生产。160、170、200主要用于内河航运领域。
- 三季度行业增速处于底部,四季度环比回升。**1-9月,公司实现营业收入17.87亿元,同比下降10.52%,净利润1.26亿元,同比下降4.7%。其中,第三季度实现收入、净利润分别为5亿元,4275万元,同比下降25.85%和26.9%。受船舶行业低迷影响,3季度下游需求出现负增长,公司船用柴油机产品订单减少,柴油机业务毛利率下降。从4季度开始订单量环比有一定回升。我们认为今年将是行业发展的低点,未来2-3年公司业绩将持续改善。
- 大功率中速机项目已实现部分产品交货。**2008年,公司引进MAN公司全套技术研发生产27/38和32/40系列,项目设计产能300台/年,其中27/38系列柴油机100台,32/40系列柴油机200台,计划年增销售收入25.6亿,利润总额2.10亿,净利润1.57亿,该项目主要面向沿海中大型船舶,受国际新船订单变动的影响较大,目前项目处于小规模生产阶段。10月,公司32/40产品为浙江一家民营造船厂交付一台7缸的产品,意向订单逐步增多,未来有望在海监局、海事局等相关政府部门拿到订单取得突破。
- 170系列、CW200系列机型为公司目前的主力产品。**2011年上半年,柴油机业务在主营收入中占比60%,其中,8170系列占比40%,CW200系列占比45%,6160系列占比10%,为潍柴动力代售的高速机占比5%左右,传统的6160机型主要面对的原有客户,未来需求将逐步下滑。170机型2007年推出第一台产品,现有产能达到4000台左右;CW200项目的技改项目已经完成,规划产能4000台,目前能够满足市场的需求。
- 主导产品的市场竞争格局。**6160系列产品公司市场占有率达到80-90%,8170系列主要由淄博柴油机和潍柴重机两家企业生产,淄柴选用了洋马的技术,产能4000-5000台左右,目前公司市场占有率达到55%;CW200系列主要有公司、石油济柴、淄柴和镇江中船设备公司生产,公司的市场占有率30%;32/38、32/40主要有公司、陕柴重工、杭州中高三家企业生产。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,337.2	2,661.4	2,682.6	3,183.4	3,609.1
Growth(%)	97.9%	13.9%	0.8%	18.7%	13.4%
净利润	178.9	217.8	202.2	242.2	291.7
Growth(%)	158.5%	21.7%	-7.1%	19.8%	20.4%
毛利率(%)	16.1%	15.4%	14.6%	14.4%	14.7%
净利润率(%)	7.7%	8.2%	7.5%	7.6%	8.1%
每股收益(元)	0.65	0.79	0.73	0.88	1.06
每股净资产(元)	2.52	3.31	4.04	4.92	5.98
市盈率	22.2	18.2	19.6	16.4	13.6
市净率	5.7	4.3	3.6	2.9	2.4

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级:

目标价格:

16.11 元

期限:

6 个月 上次预测:

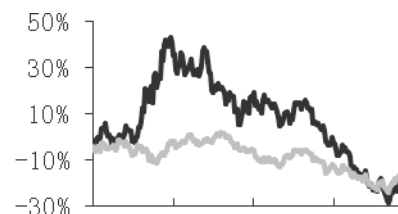
现价(2011年11月15日): 14.39 元

报告日期:

2011-11-16

总市值(百万元)	3,973.09
流通市值(百万元)	1,944.59
总股本(百万股)	276.10
流通股本(百万股)	135.14
12个月最低/最高	12.31/25.98 元
十大流通股东(%)	16.09%
股东户数	25,824

12个月股价表现



11/10 02/11 05/11 08/11

— 潍柴重机 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.71)	(12.12)	(1.27)
绝对收益	(0.28)	(18.06)	(18.47)

王书伟

 021-68763578
 执业证书编号

张仲杰

 021-68767839
 执业证书编号

行业分析师

 wangsw@essence.com.cn
 S1450511090004

高级行业分析师

 zhangzj@essence.com.cn
 S1450511020002

➤ **毛利率缓慢下降，成本控制较好。**三季度，公司综合毛利率为14.25%，同比下降1.91个百分点，年初以来毛利率呈逐步下降态势，主要由于公司产品结构的变化，在柴油机市场持续低迷的情况下，毛利率偏低的发电机组收入占比有所提升；大功率中速机项目部分完工后折旧费用有所增加。原材料价格波动对公司影响有限，主要由于公司部分零部件以外购件、外协件的方式为主，公司有较强的议价能力。原材料由集团（包括潍柴动力、潍柴重机）集中采购，能够部分抵御原材料波动的风险。近三年来，公司销售费率、管理费率均保持在相对合理的水平，显示了良好的费用控制能力。

➤ **内河航运向大型化、大吨位趋势发展，中低速船迎来快速发展契机。**目前，我国内河三级及以上航道仅占全国总里程的约8%，而美国为61%，德国为76%，同时，内河运输船舶平均吨位仅450载重吨，为美国的3/8，不足德国的1/3，吨位较低影响了内河运输企业的发展。“十二五”期间，中央安排450亿元财政资金，加大航道、支持保障系统和中西部地区港口等的资金投入，同时安排50亿元财政引导资金，推进内河船型标准化和运力结构调整。“十二五”内河航运投资将比“十一五”期间增加2.7倍，我国力争用10年左右的时间建成现代化内河水运体系。作为内河船舶柴油机的龙头生产企业，公司有望未来五到十年受益于大型化、大吨位趋势的发展。

➤ **盈利预测及投资评级。**我们预计公司2011-2013年实现销售收入分别为26.83亿元、31.8亿元、36.1亿元，同比分别增长0.8%、18.7%、13.4%，实现净利润为2.02亿元、2.42亿元、2.92亿元，同比分别增长-7.1%、19.8%、20.4%，对应的每股收益分别为0.73元、0.88元、1.06元，首次给予“增持-A”的评级。

➤ **风险提示。**1. 内河航运景气度持续下滑；2. 国家相关政策实施进程缓慢；3. 大功率中速机项目量产速度及订单量低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-11-15		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,337.2	2,661.4	2,682.6	3,183.4	3,609.1	成长性					
减: 营业成本	1,960.8	2,251.9	2,289.8	2,724.9	3,077.7	营业收入增长率	97.9%	13.9%	0.8%	18.7%	13.4%
营业税费	10.9	8.5	10.3	12.4	13.2	营业利润增长率	158.0%	14.9%	-10.7%	20.7%	19.8%
销售费用	19.9	14.6	40.2	30.8	36.3	净利润增长率	158.5%	21.7%	-7.1%	19.8%	20.4%
管理费用	121.1	135.0	137.6	163.2	184.4	EBITDA 增长率	135.0%	21.1%	-19.2%	26.4%	18.8%
财务费用	-8.2	-14.4	-32.8	-33.7	-45.1	EBIT 增长率	160.9%	12.6%	-18.6%	23.6%	17.9%
资产减值损失	2.3	1.0	1.0	0.2	0.7	NOPLAT 增长率	162.3%	19.1%	-14.3%	22.5%	18.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-271.5%	-19.1%	-241.8%	-25.4%	-4.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	34.6%	31.3%	22.1%	21.7%	21.5%
营业利润	230.4	264.7	236.5	285.5	341.9	利润率					
加: 营业外净收支	0.2	0.9	1.4	-0.5	1.3	毛利率	16.1%	15.4%	14.6%	14.4%	14.7%
利润总额	230.7	265.6	237.9	285.0	343.2	营业利润率	9.9%	9.9%	8.8%	9.0%	9.5%
减: 所得税	51.8	47.8	35.7	42.7	51.5	净利润率	7.7%	8.2%	7.5%	7.6%	8.1%
净利润	178.9	217.8	202.2	242.2	291.7	EBITDA/营业收入	10.8%	11.5%	9.2%	9.8%	10.3%
资产负債表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	9.5%	9.4%	7.6%	7.9%	8.2%
货币资金	1,081.6	1,225.8	889.4	1,283.9	1,625.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	47	42	59	80	90
应收账款	1.3	11.1	6.5	10.6	10.4	流动营业资本周转天数	-104	-162	-151	-118	-117
应收票据	0.5	0.9	0.7	0.9	1.0	流动资产周转天数	132	180	180	165	190
预付帐款	10.7	55.3	93.1	142.6	195.9	应收账款周转天数	0	1	1	1	1
存货	113.0	165.7	239.0	242.5	297.6	存货周转天数	23	19	27	27	27
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	224	298	347	335	351
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-12	-47	9	44	32
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	180.0	180.0	180.0	180.0	ROE	25.7%	23.8%	18.1%	17.8%	17.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.4%	8.7%	7.6%	7.4%	7.7%
固定资产	324.2	292.4	589.9	819.2	980.9	ROIC	76.0%	-52.8%	-56.0%	48.4%	76.9%
在建工程	257.4	408.7	507.4	424.4	344.7	费用率					
无形资产	93.8	135.9	126.9	118.5	110.7	销售费用率	0.9%	0.5%	1.5%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	23.2	29.2	31.1	32.6	31.9	管理费用率	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
资产总额	1,905.8	2,504.9	2,664.1	3,255.4	3,778.4	财务费用率	-0.4%	-0.5%	-1.2%	-1.1%	-1.2%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	5.7%	5.1%	5.4%	5.0%	4.9%
应付帐款	515.3	567.5	610.6	706.7	809.4	偿债能力					
应付票据	610.2	837.3	782.0	971.8	1,074.4	资产负债率	63.5%	63.5%	58.1%	58.3%	56.3%
其他流动负债	79.5	138.6	106.4	119.2	109.4	负债权益比	173.6%	174.0%	138.6%	139.6%	128.9%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.00	0.95	0.82	0.93	1.07
其他非流动负债	4.3	47.3	48.7	99.0	134.8	速动比率	0.91	0.84	0.66	0.80	0.92
负债总额	1,209.3	1,590.6	1,547.6	1,896.7	2,128.0	利息保障倍数	-27.13	-17.34	-6.21	-7.47	-6.58
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	276.1	276.1	276.1	276.1	276.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	420.4	638.1	840.3	1,082.6	1,374.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	696.5	914.2	1,116.4	1,358.7	1,650.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	178.9	217.8	202.2	242.2	291.7	EPS(元)	0.65	0.79	0.73	0.88	1.06
加: 折旧和摊销	31.1	56.6	44.4	61.7	75.7	BVPS(元)	2.52	3.31	4.04	4.92	5.98
资产减值准备	2.3	1.0	1.0	0.2	0.7	PE(X)	22.2	18.2	19.6	16.4	13.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.7	4.3	3.6	2.9	2.4
财务费用	-	-	-32.8	-33.7	-45.1	P/FCF	5.0	27.6	-7.2	11.2	12.9
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	1.7	1.5	1.5	1.2	1.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	14.0	11.9	13.3	9.4	7.1
营运资金的变动	564.6	324.3	-147.0	290.4	123.3	CAGR(%)	10.6%	10.2%	16.6%	15.1%	9.9%
经营活动产生现金流量	772.8	556.6	67.8	560.9	446.4	PEG	2.1	1.8	1.2	1.1	1.4
投资活动产生现金流量	-219.3	-469.3	-37.0	-200.1	-150.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-	-	32.8	33.7	45.1	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王书伟，机械行业分析师，主要负责工程机械、基础件、及工业制冷与空调设备等行业的分析研究；华东师范大学经济学硕士，3年证券行业研究经验，2011年加入安信证券研究中心。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

王书伟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方禅

021-68765913

凌洁

021-68765237

梁涛

021-68766067

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazzn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

胡珍

0755-82558073

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034