

公司研究/公告点评

2018年07月10日

交运设备/汽车零部件 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 8.27
合理价格区间(元): 9.51~10.00

谢志才 执业证书编号: S0570512070062
研究员 0755-82492295
xiezhicai@htsc.com

李弘扬 执业证书编号: S0570517030001
研究员 0755-82492080
lihongyang@htsc.com

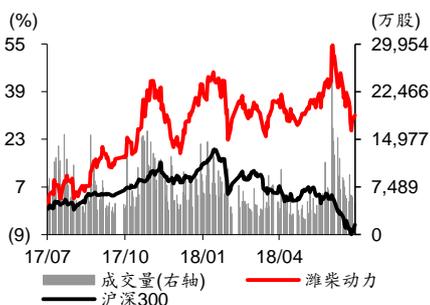
刘千琳 执业证书编号: S0570518060004
研究员 021-28972076
liuqianlin@htsc.com

陈燕平 021-38476102
联系人 chenyanping@htsc.com

相关研究

- 1《潍柴动力(000338,增持): 业绩高增速受益于重卡景气》2018.03
- 2《潍柴动力(000338,增持): 业绩增幅超预期, 行业利好持续》2017.10
- 3《潍柴动力(000338,增持): 受益行业趋势, 前三季预告超预期》2017.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

中报料超预期, 业务布局优化

潍柴动力(000338)

中报业绩预喜, 重卡销量持续超预期

公司7月9日公布2018年半年度业绩预告, 预计2018H1归母净利润约39.8~45.0亿元, 同比+50~70%, 超出我们预期。我们认为公司业绩高增速主要受益于重卡销量持续超预期, 在物流治超、排放标准升级等驱动因素下, 重卡销量稳定性将强于市场预期; 同时, 公司积极开拓非道路发动机、高压液压系统、叉车及智能物流等多元业务, 有望逐渐降低对重卡周期的依赖, 转型为弱周期、高成长标的。预测公司2018-2020年EPS分别为0.97/1.06/1.17元, 维持“增持”评级。

发动机销量维持高增长, 重卡行业周期性有望减弱

公司传统主业持续受益于重卡行业高景气, 我们估计2018H1公司中重型发动机销量约29~30万台, 同比增速约16%。据第一商用车网, 2018H1重卡销量66.98万辆, 同比增长15%。我们认为上半年重卡销量超预期的主要原因来自工程重卡集中采购, 市场因此顾虑重卡销量随基建周期波动, 但我们认为, 物流治超、排放标准趋严等因素将显著减弱重卡行业周期性: 物流治超政策拉动重卡保有量提升后, 后续更新换代需求将随之提升; 我们估计国三重卡保有量约300万辆, 在国六标准实施前将持续处于更新换代高峰期, 未来重卡行业销量稳定性有望强于市场预期。

重型机占比提升带动ASP上行, 多元布局保证业绩稳定增长

受益于物流重卡更新换代和动力升级, 公司H平台10L机销量占比持续提升, 12-13L销量稳定, 总体ASP及毛利率上行。同时, 公司积极覆盖非道路领域, 降低对重卡行业依赖。我们预计公司中重型发动机中适配重卡的比例已从去年的72%降为目前约64%, 工程机械、农用机械、工业动力均保持高增速, 市占率稳步提升。高压液压业务每年保持翻倍增长, “潍柴发动机+林德高压液压”系统总成也在积极试配, 预计明年起有望贡献业绩。凯傲叉车与德马泰克智能物流业务正在积极整合, 协同效应可期。多元产品结构有助于进一步增强公司抗周期波动能力。

有望转型弱周期、高成长标的, 维持“增持”评级

公司传统主业持续受益于重卡景气度及重卡销量稳定性超预期, 非道路发动机、高压液压系统增长迅速, 叉车及智能物流业务等协同效应可期。预测公司2018-2020年归母净利润分别为77.6/84.5/93.2亿元(上调5.4%/8.0%/10.1%), 对应EPS 0.97/1.06/1.17元。基于Wind一致预期, 重卡行业可比公司2018年平均PE约8.2倍, 综合考虑市场估值下移及公司相对可比公司的弱周期性及高成长性, 给予公司20%-25%溢价, 即2018年PE 9.8-10.3倍, 对应目标价9.51-10.00元(下限上调约3%, 上限下调约1%, 中枢上调约1%), 维持“增持”评级。

风险提示: 重卡行业景气不及预期; 公司多元业务发展不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	7,997
流通A股(百万股)	4,315
52周内股价区间(元)	6.63-14.32
总市值(百万元)	66,137
总资产(百万元)	196,235
每股净资产(元)	4.65

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	93,184	151,569	168,694	178,990	191,033
+/-%	25.64	62.66	11.30	6.10	6.73
归属母公司净利润(百万元)	2,441	6,808	7,758	8,447	9,319
+/-%	72.86	178.89	13.95	8.89	10.32
EPS(元, 最新摊薄)	0.31	0.85	0.97	1.06	1.17
PE(倍)	27.09	9.71	8.53	7.83	7.10

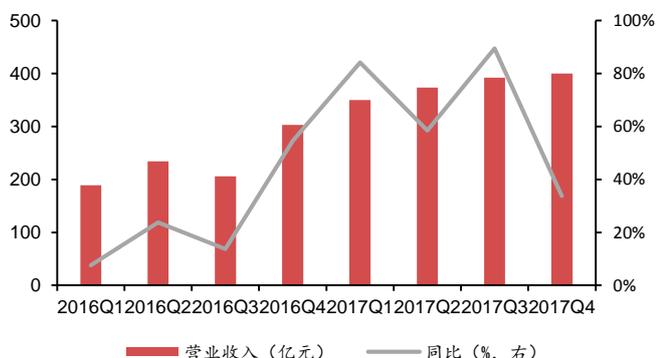
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 潍柴动力 2016年-2017年单季度主要财务指标

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营收(亿元)	188.79	234.07	206.05	302.92	349.88	373.25	392.37	400.19
营收同比(%)	7.64	23.74	13.74	54.58	84.13	58.43	89.42	33.81
归母净利(亿元)	4.43	6.09	4.53	9.37	11.80	14.70	19.53	22.05
归母净利同比(%)	-26.26	65.05	519.43	153.22	158.38	139.24	316.05	144.87
扣非后归母净利(亿元)	3.81	5.29	4.91	7.65	11.66	13.74	19.37	19.95
经营活动现金净流量(亿元)	1.79	18.44	-4.42	66.69	-5.77	53.43	12.31	102.61
投资活动现金净流量(亿元)	-15.53	-10.64	-8.15	-161.98	-9.87	-5.45	-9.65	-25.40
筹资活动现金净流量(亿元)	-1.02	17.40	-31.63	132.66	2.18	-16.07	23.13	-75.21
ROE(%)	1.39	1.90	1.43	2.98	3.65	4.49	5.51	6.00
扣非后ROE(%)	1.19	1.65	1.56	2.43	3.61	4.19	5.46	5.43
销售净利率(%)	3.68	3.87	3.07	4.50	4.25	5.33	6.23	8.14

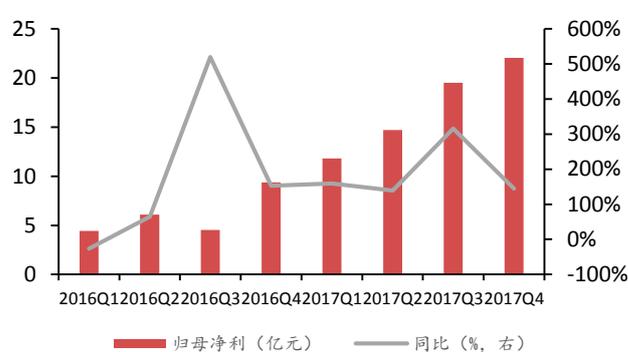
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 潍柴动力 2016年-2017年单季度营收



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 潍柴动力 2016年-2017年单季度归母净利



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

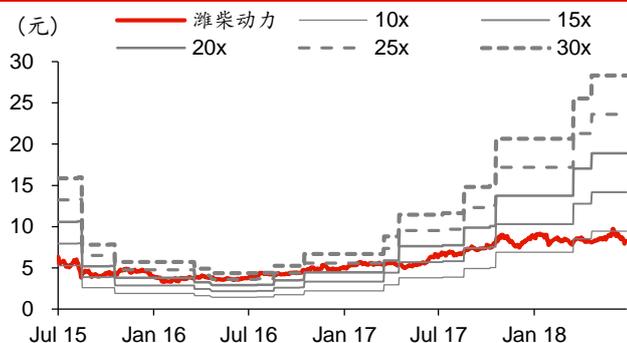
图表4: 相关上市公司可比估值

代码	证券简称	价格	每股收益 EPS (元)			市盈率 PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000581.SZ	威孚高科	21.91	2.67	2.88	3.18	8.05	7.46	6.76
000903.SZ	云内动力	3.07	-	-	-	-	-	-
000951.SZ	中国重汽	14.20	1.41	1.50	1.62	8.30	7.82	7.25
	平均					8.17	7.64	7.01

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; EPS数据基于Wind一致预期均值, 数据截至7月9日收盘

PE/PB - Bands

图表5: 潍柴动力历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 潍柴动力历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示:

- 1) 重卡行业景气不及预期: 基建投资低于预期, 治超影响、重卡更新换代低于预期等。
- 2) 公司经营不及预期: 公司重卡及动力总成等零部件销量不及预期, 液压系统及智能化物流系统布局进度不及预期等。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	76,406	100,340	109,942	128,468	148,496
现金	27,123	34,222	80,745	97,252	114,557
应收账款	11,336	13,573	5,464	3,823	4,252
其他应收账款	821.00	857.63	3,590	5,471	5,950
预付账款	595.83	559.80	1,686	1,733	1,885
存货	16,091	19,851	6,546	7,747	8,427
其他流动资产	20,439	31,278	11,910	12,442	13,425
非流动资产	87,130	89,298	55,522	54,665	52,797
长期投资	1,545	2,639	1,305	1,492	1,536
固定投资	25,796	27,067	27,220	25,180	22,949
无形资产	25,157	23,840	22,805	23,184	23,321
其他非流动资产	34,632	35,752	4,192	4,810	4,990
资产总计	163,536	189,638	165,463	183,133	201,293
流动负债	58,980	78,474	73,827	81,665	89,381
短期借款	4,772	3,175	843.22	912.04	939.40
应付账款	21,898	30,655	27,534	30,298	33,295
其他流动负债	32,311	44,644	45,450	50,455	55,147
非流动负债	60,282	54,810	27,346	28,538	29,340
长期借款	30,216	15,679	16,277	16,949	17,640
其他非流动负债	30,066	39,131	11,069	11,589	11,700
负债合计	119,262	133,283	101,174	110,203	118,722
少数股东权益	12,660	21,115	21,291	21,482	21,802
股本	3,999	7,997	7,997	7,997	7,997
资本公积	30.14	135.90	135.90	135.90	135.90
留存公积	27,906	28,516	34,864	43,312	52,630
归属母公司股东权益	31,614	35,240	42,999	51,448	60,769
负债和股东权益	163,536	189,638	165,463	183,133	201,293

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	8,250	16,258	43,547	19,503	19,494
净利润	3,596	9,178	7,933	8,638	9,639
折旧摊销	6,027	7,365	4,963	5,632	6,191
财务费用	198.82	590.75	306.86	(185.03)	(402.37)
投资损失	(120.49)	(153.92)	(250.00)	(400.00)	(1,000)
营运资金变动	(2,680)	(1,059)	35,320	5,812	4,952
其他经营现金	1,229	337.23	(4,726)	5.42	114.42
投资活动现金	(19,630)	(5,037)	21,303	(3,801)	(3,323)
资本支出	4,460	2,542	4,999	3,500	3,750
长期投资	696.94	2,728	(2,419)	190.17	47.23
其他投资现金	(14,474)	232.57	23,883	(110.91)	474.08
筹资活动现金	11,742	(6,598)	(18,328)	804.77	1,135
短期借款	1,811	(1,597)	(2,332)	68.82	27.36
长期借款	22,932	(14,538)	598.43	671.65	691.80
普通股增加	0.00	3,999	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(196.75)	105.76	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(12,805)	5,432	(16,594)	64.30	415.38
现金净增加额	444.17	4,656	46,523	16,507	17,305

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	93,184	151,569	168,694	178,990	191,033
营业成本	72,100	118,468	139,341	148,084	157,993
营业税金及附加	450.86	738.07	3,290	3,455	3,802
营业费用	7,645	10,338	10,560	11,187	11,863
管理费用	7,652	9,602	10,796	11,545	12,513
财务费用	198.82	590.75	306.86	(185.03)	(402.37)
资产减值损失	984.41	1,950	300.00	450.00	486.00
公允价值变动收益	(155.32)	100.77	1.24	2.11	2.28
投资净收益	120.49	153.92	250.00	400.00	1,000
营业利润	4,111	10,385	4,351	4,857	5,781
营业外收入	641.33	298.58	4,470	4,800	5,000
营业外支出	114.27	161.22	55.34	102.15	110.32
利润总额	4,638	10,522	8,766	9,555	10,671
所得税	1,041	1,344	832.76	916.30	1,032
净利润	3,596	9,178	7,933	8,638	9,639
少数股东损益	1,155	2,370	175.32	191.10	320.13
归属母公司净利润	2,441	6,808	7,758	8,447	9,319
EBITDA	10,336	18,340	9,621	10,304	11,569
EPS (元, 基本)	0.31	0.85	0.97	1.06	1.17

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	25.64	62.66	11.30	6.10	6.73
营业利润	56.74	152.64	(58.10)	11.62	19.03
归属母公司净利润	72.86	178.89	13.95	8.89	10.32
获利能力 (%)					
毛利率	22.63	21.84	17.40	17.27	17.30
净利率	2.62	4.49	4.60	4.72	4.88
ROE	7.72	19.32	18.04	16.42	15.33
ROIC	4.73	14.51	50.43	263.67	(90.77)
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.93	70.28	61.15	60.18	58.98
净负债比率 (%)	33.21	18.34	17.46	16.60	16.02
流动比率	1.30	1.28	1.49	1.57	1.66
速动比率	1.01	1.01	1.40	1.48	1.57
营运能力					
总资产周转率	0.67	0.86	0.95	1.03	0.99
应收账款周转率	8.31	11.03	16.06	34.57	42.06
应付账款周转率	3.94	4.51	4.79	5.12	4.97
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.85	0.97	1.06	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	1.03	2.03	5.45	2.44	2.44
每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.41	5.38	6.43	7.60
估值比率					
PE (倍)	27.09	9.71	8.53	7.83	7.10
PB (倍)	2.09	1.88	1.54	1.29	1.09
EV_EBITDA (倍)	8.13	4.58	8.73	8.15	7.26

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com