

潍柴动力 (000338) 2018年中报点评

推荐 (维持)

当前价: 7.82元

不断增强综合实力, 业绩韧性开始显现

事项:

- ❖ 公司发布 2018 年中报, 报告期内实现营业收入 822.64 亿元, 同比增长 13.8%; 实现归母净利润 43.93 亿元, 同比增长 65.8%。

评论:

- ❖ **规模效应显著, 重卡黄金产业链增长强劲。** 环保治理力度空前, 排放升级步伐明显加快, 大量车辆更新需求陆续释放, 使得重卡销量稳定性增强。18H1 重卡市场景气持续, 根据中汽协数据, 2018 年 1-6 月我国累计销售重卡 67.18 万辆, 同比增长 15.1%。公司的重卡黄金产业链显著受益, 中报业绩增速亮眼。

报告期内母公司销售重卡用发动机 19.4 万台, 同比增长 8.9%; 实现营业收入 208.05 亿元, 同比增长 13.4%; 实现净利润 37.86 亿元, 同比增长 60.0%; 毛利率达 29.0%, 同比提升 5.2ppt, 环比提升 0.1ppt。毛利率同比显著提升主要原因是: (1) 产能利用率维持高位运转规模效应凸显; (2) 12/13L 大排量产品占比进一步提升。18H1 公司销售 12/13L 发动机 11.4 万台, 同比增长 12.9%, 占重卡发动机销量比重达 58.8, 较 2017 年提升 0.2ppt。

2018 年上半年公司控股子公司陕重汽累计销售重卡 8.4 万辆, 同比增长 14.4%, 市场占有率 12.5%, 位居国内重卡行业第一梯队。陕重汽 18H1 实现营业收入 279.5 亿元, 同比增长 24.9%; 实现净利润 6.5 亿元, 同比增长 155.5%; 净利率达 2.3%, 较 2017 年提升 0.9ppt, 恢复到重卡整车企业净利率的正常水平。控股子公司法士特 18H1 累计销售变速器 52.3 万台, 同比增长 22.4%, 其中, 重卡用变速箱市场占有率约 75.2% 左右, 继续保持行业绝对领先地位。

- ❖ **发动机主业日益精进, 打造中国的“康明斯”。** 公司深耕发动机主业, 技术实力、产品质量、客户服务等方面的竞争优势不断增强, 夯实了行业龙头地位。

**客户结构更加均衡:** 2018 上半年公司重卡发动机产品对一汽、福田的配套比例逐渐提高, 对徐工、三一的配套量快速增长。18H1 公司重卡发动机市场占有率达 28.9%, 继续在行业内保持龙头地位。我们预计公司在大批量发动机领域的竞争优势使公司市场份额未来稳定在 30% 以上。

**品类结构更加完善:** 近两年重卡产业链业务业绩的高增长有利于公司加快进行其它品类发动机的市场开拓。2018 年 1-6 月母公司累计销售发动机 35.6 万台, 同比增长 17.8%, 其中非重卡发动机品类共销售 16.2 万台, 占比 45.1%, 较 2017 年提升 5.2ppt。品类结构完善有利于缓解对单一市场过于依赖的风险。

- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。** 此前市场对重卡销量大幅下滑和公司业绩周期波动抱有疑虑, 这也导致公司估值水平始终难以提升。我们认为, 在环保政策的扭曲下, 重卡市场或将呈现弱波动态势, 而公司通过调整产品和业务结构, 业绩韧性有望超出市场预期。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 1.00/1.08/1.16 元, 对应 PE 为 8/7/7 倍, 维持“推荐”评级。

- ❖ **风险提示:** 重卡销量不及预期、海外业务拓展不及预期

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	151,569	170,614	182,501	196,789
同比增速(%)	62.7%	12.6%	7.0%	7.8%
净利润(百万)	6,808	8,008	8,661	9,251
同比增速(%)	178.9%	17.6%	8.1%	6.8%
每股盈利(元)	0.85	1.00	1.08	1.16
市盈率(倍)	9	8	7	7
市净率(倍)	2	1	1	1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2018 年 8 月 29 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 欧子辰

电话: 021-20572551

邮箱: ouzichen@hcyjs.com

执业编号: S0360515100001

公司基本数据

总股本(万股)	799,724
已上市流通股(万股)	640,657
总市值(亿元)	627.78
流通市值(亿元)	338.75
资产负债率(%)	70.3
每股净资产(元)	4.6
12 个月内最高/最低价	9.61/6.55

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《潍柴动力 (000338): 一季度增长超预期, 产品力带动市占率回升》

2018-03-29

《潍柴动力 (000338) 一季报点评: 高基数上高速增长, 盈利能力进一步提升》

2018-04-28

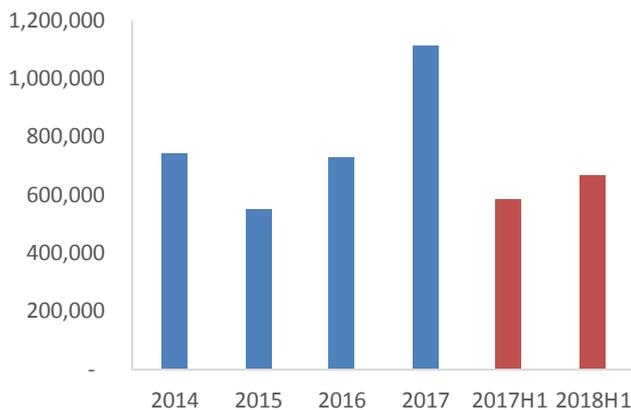
《潍柴动力 (000338) 半年报预告点评: 股份回购彰显信心, 业绩韧性有望持续超预期》

2018-07-23

## 一、规模效应显著，重卡黄金产业链增长强劲

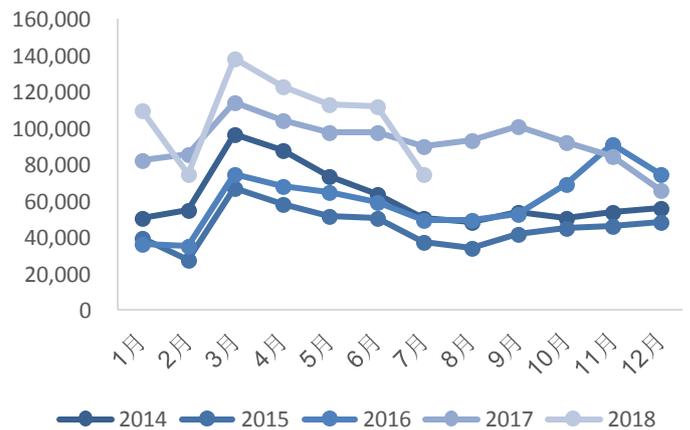
环保治理力度空前，排放升级步伐明显加快，大量车辆更新需求陆续释放，使得重卡销量的稳定性增强。2018 上半年重卡市场景气持续，根据中汽协数据，2018 年 1-6 月我国累计销售重卡 67.18 万辆，同比增长 15.1%。公司的重卡黄金产业链显著受益，中报业绩增速亮眼。

图表 1 重卡行业年度销量走势



资料来源：中汽协，华创证券

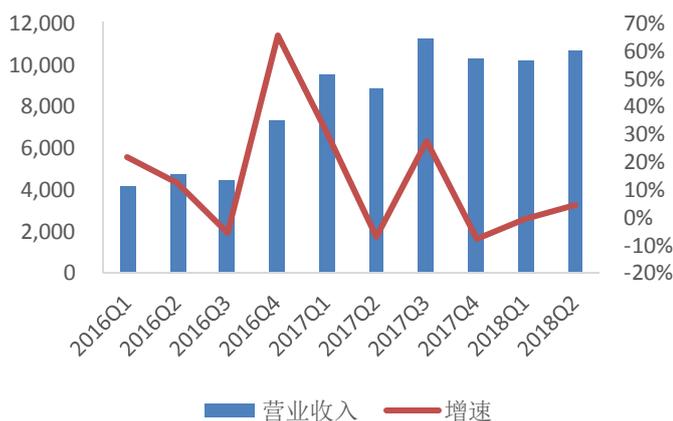
图表 2 重卡行业月度销量走势



资料来源：中汽协，华创证券

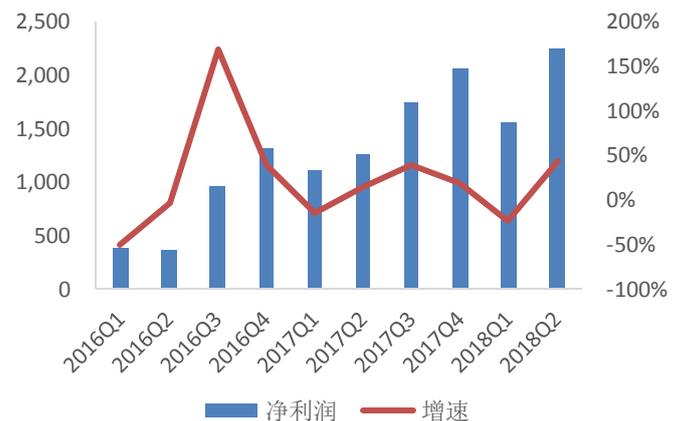
报告期内母公司销售重卡用发动机 19.4 万台，同比增长 8.9%；实现营业收入 208.05 亿元，同比增长 13.4%；实现净利润 37.86 亿元，同比增长 60.0%；毛利率达 29.0%，同比提升 5.2ppt，环比提升 0.1ppt。毛利率同比显著提升主要原因是：（1）产能利用率维持高位运转规模效应凸显；（2）12/13L 大排量产品占比进一步提升。18H1 公司销售 12/13L 发动机 11.4 万台，同比增长 12.9%，占重卡发动机销量比重达 58.8，较 2017 年提升 0.2ppt。

图表 3 潍柴母公司单季度营收及增速



资料来源：公司公告，华创证券

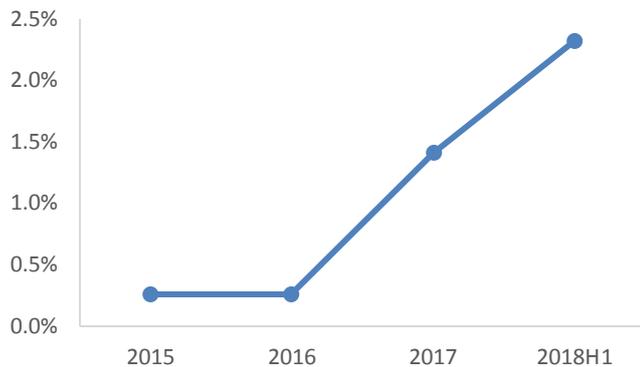
图表 4 潍柴母公司单季度净利及增速



资料来源：公司公告，华创证券

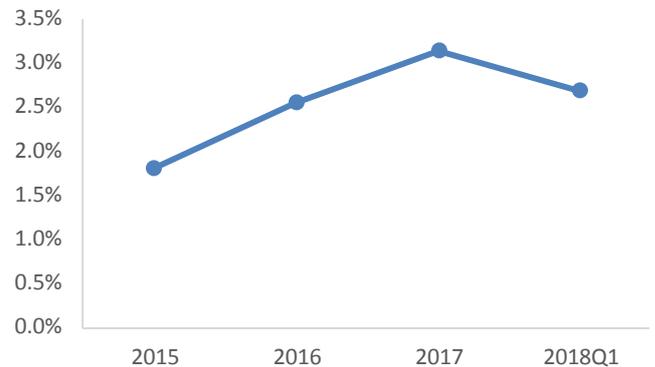
2018 年上半年公司控股子公司陕重汽累计销售重卡 8.4 万辆，同比增长 14.4%，市场占有率 12.5%，位居国内重卡行业第一梯队。陕重汽 18H1 实现营业收入 279.5 亿元，同比增长 24.9%；实现净利润 6.5 亿元，同比增长 155.5%；净利率达 2.3%，较 2017 年提升 0.9ppt，恢复到重卡整车企业净利率的正常水平。控股子公司法士特 18H1 累计销售变速器 52.3 万台，同比增长 22.4%，其中，重卡用变速箱市场占有率约 75.2% 左右，继续保持行业绝对领先地位。

图表 5 陕重汽净利率情况



资料来源：公司公告、华创证券

图表 6 中国重汽净利率情况



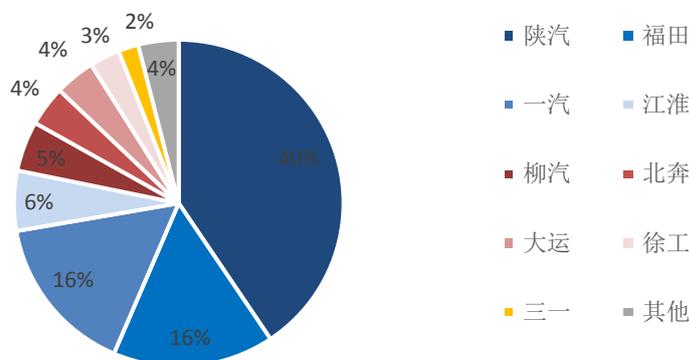
资料来源：公司公告、华创证券

## 二、发动机主业日益精进，打造中国的“康明斯”

公司在适当进行业务多元化布局的同时不忘深耕发动机主业，技术实力、产品质量、客户服务等方面的竞争优势不断增强，进一步完善了客户结构和品类结构，夯实了行业龙头地位，为迈向国际打下了坚实基础。

**客户结构更加均衡：**2018 上半年公司重卡发动机产品对一汽、福田的配套比例逐渐提高，对徐工、三一的配套量快速增长。18H1 公司重卡发动机市场占有率达 28.9%，继续在行业内保持龙头地位。我们预计公司在重卡发动机领域的竞争优势将使公司市场份额未来稳定在 30% 以上。

图表 7 18H1 公司重卡用发动机客户结构



资料来源：公司调研、华创证券

**品类结构更加完善：**近两年重卡产业链业务业绩的高增长有利于公司加快进行其它品类发动机的市场开拓。2018 年 1-6 月母公司累计销售发动机 35.6 万台，同比增长 17.8%，其中非重卡发动机品类共销售 16.2 万台，占比 45.1%，较 2017 年提升 5.2ppt。发动机品类结构更加完善有利于缓解对单一市场过于依赖的风险。

**排放升级蓄势待发：**2021 年 7 月 1 日起所有生产、进口、销售和登记注册的重型柴油车应符合国六排放标准。目前公司已完成全系列道路用国六产品开发，部分产品已批量投放市场。WP13 等 5 款发动机取得欧 VI-C 阶段认证，是国内最早通过该认证的企业。公司攻克 DPF 被动再生技术、高效 SCR 技术、自适应发动机排放控制技术，使产品在动力性、经济性及排放上有了质的飞跃。面对被称为世界最严排放法规的国六标准，公司有望凭借自身过硬的技术实力在排放升级过程中抢占市场份额，竞争优势将进一步得到凸显。

### 三、多元业务稳中向好，海外增速受汇率压制

18H1 控股子公司林德液压（中国）国内销售规模继续保持翻番增长，徐工、山推、三一、中联等大客户订单同比均实现大幅增长。林德液压（中国）18H1 销售 1.1 万台，同比增长 100.6%；实现营业收入 1.3 亿元，同比增长 103.9%。

18H1 控股子公司凯傲集团的北美业务，尤其是德马泰克部分受欧元对美元汇率波动影响较大。根据公司半年报，18H1 凯傲实现营业收入 298.6 亿元，同比增长；实现净利润 8.9 亿元，同比增长。根据 KION GROUP 所披露的 2018 年中报，18H1 其实现营收 38.74 亿欧元，同比增长 1.8%；实现净利润 1.48 亿欧元，同比增长 2.1%。其中叉车业务营收为 28.18 亿欧元，同比增长 3.9%；智能物流业务实现营收 10.49 亿欧元，同比增长-3.0%。凯傲的叉车业务与德马泰克智能物流业务有望实现优势和区位互补，有望共同拓宽市场范围。

### 四、盈利预测及投资建议

此前市场始终对重卡销量大幅下滑和公司业绩周期波动抱有疑虑，这也导致公司估值水平始终难以提升。我们认为，在环保政策的扭曲下，重卡市场或将呈现弱波动态势，而公司通过调整产品和业务结构，业绩韧性有望超出市场预期。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 为 1.00/1.08/1.16 元，对应 PE 为 8/8/7 倍，维持“推荐”评级。

### 五、风险提示

重卡销量不及预期、海外业务拓展不及预期

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	34,222	52,753	70,004	86,512
应收票据	25,291	25,291	25,291	25,291
应收账款	13,573	15,278	16,342	17,622
预付账款	560	628	671	723
存货	19,851	22,260	23,795	25,654
其他流动资产	6,844	6,844	6,844	6,844
流动资产合计	100,340	123,054	142,948	162,646
其他长期投资	6,362	6,362	6,362	6,362
长期股权投资	2,639	2,639	2,639	2,639
固定资产	27,067	19,342	13,822	9,878
在建工程	1,219	1,219	1,219	1,219
无形资产	23,840	23,840	23,840	23,840
其他非流动资产	28,171	28,171	28,171	28,171
非流动资产合计	89,298	81,573	76,053	72,108
<b>资产合计</b>	<b>189,638</b>	<b>204,627</b>	<b>219,000</b>	<b>234,754</b>
短期借款	3,175	3,175	3,175	3,175
应付票据	12,361	12,361	12,361	12,361
应付账款	30,655	34,376	36,745	39,616
预收款项	5,815	6,546	7,002	7,550
其他应付款	7,723	7,723	7,723	7,723
一年内到期的非流动负债	5,596	5,596	5,596	5,596
其他流动负债	13,148	13,148	13,148	13,148
流动负债合计	78,474	82,925	85,750	89,169
长期借款	15,679	15,679	15,679	15,679
应付债券	10,460	10,460	10,460	10,460
其他非流动负债	28,671	28,671	28,671	28,671
非流动负债合计	54,810	54,810	54,810	54,810
<b>负债合计</b>	<b>133,283</b>	<b>137,735</b>	<b>140,560</b>	<b>143,979</b>
归属母公司所有者权益	35,240	43,248	51,909	61,160
少数股东权益	21,115	23,644	26,531	29,615
<b>所有者权益合计</b>	<b>56,355</b>	<b>66,892</b>	<b>78,440</b>	<b>90,775</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>189,638</b>	<b>204,627</b>	<b>219,000</b>	<b>234,754</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>20,417</b>	<b>18,969</b>	<b>17,398</b>	<b>16,654</b>
现金收益	18,445	19,316	17,431	16,642
存货影响	-3,760	-2,409	-1,534	-1,859
经营性应收影响	-12,699	-2,773	-1,708	-1,932
经营性应付影响	16,272	4,451	2,825	3,419
其他影响	2,159	384	384	384
<b>投资活动现金流</b>	<b>-9,078</b>	<b>153</b>	<b>153</b>	<b>153</b>
资本支出	-6,684	-1	-1	-1
股权投资	-940	154	154	154
其他长期资产变化	-1,454	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-4,240</b>	<b>-591</b>	<b>-300</b>	<b>-300</b>
借款增加	-7,459	0	0	0
财务费用	-591	-591	-300	-300
股东融资	2,615	0	0	0
其他长期负债变化	1,195	0	0	0

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>151,569</b>	<b>170,614</b>	<b>182,501</b>	<b>196,789</b>
营业成本	118,468	132,847	142,004	153,098
营业税金及附加	738	831	889	958
销售费用	10,338	11,943	13,122	14,169
管理费用	9,602	11,090	12,775	13,775
财务费用	591	591	300	300
资产减值损失	1,950	1,000	600	600
公允价值变动收益	101	0	0	0
投资收益	154	154	154	154
<b>营业利润</b>	<b>10,385</b>	<b>12,713</b>	<b>13,213</b>	<b>14,289</b>
营业外收入	299	299	299	299
营业外支出	161	161	161	161
<b>利润总额</b>	<b>10,522</b>	<b>12,851</b>	<b>13,350</b>	<b>14,427</b>
所得税	1,344	2,313	1,802	2,092
<b>净利润</b>	<b>9,178</b>	<b>10,537</b>	<b>11,548</b>	<b>12,335</b>
少数股东损益	2,370	2,529	2,887	3,084
<b>归属母公司净利润</b>	<b>6,808</b>	<b>8,008</b>	<b>8,661</b>	<b>9,251</b>
NOPLAT	10,838	11,401	11,861	12,644
EPS(摊薄) (元)	0.85	1.00	1.08	1.16

**主要财务比率**

	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	62.7%	12.6%	7.0%	7.8%
EBIT 增长率	132.8%	11.9%	-1.4%	7.9%
归母净利润增长率	178.9%	17.6%	8.1%	6.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.8%	22.1%	22.2%	22.2%
净利率	6.1%	6.2%	6.3%	6.3%
ROE	19.3%	18.5%	16.7%	15.1%
ROIC	12.4%	11.7%	10.9%	10.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	70.3%	67.3%	64.2%	61.3%
债务权益比	112.8%	95.0%	81.1%	70.0%
流动比率	127.9%	148.4%	166.7%	182.4%
速动比率	102.6%	121.5%	139.0%	153.6%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收帐款周转天数	32	32	32	32
应付帐款周转天数	93	93	93	93
存货周转天数	60	60	60	60
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.85	1.00	1.08	1.16
每股经营现金流	2.55	2.37	2.18	2.08
每股净资产	4.41	5.41	6.49	7.65
<b>估值比率</b>				
P/E	9	8	7	7
P/B	2	1	1	1
EV/EBITDA	6	6	7	7

## 汽车组团队介绍

**组长、高级分析师：欧子辰**

美国凯斯西储大学经济学硕士。2013 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖新能源汽车第五名

**分析师：王俊杰**

南京大学经济学硕士。曾任职于财通证券。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖新能源汽车第五名团队成员

**助理研究员：朱闽婷**

英国帝国理工学院经济学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖新能源汽车第五名团队成员

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	侯春钰	销售助理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliy an@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny ing@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

### 行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500