

行业下行拖累公司业绩，新业务规模稳步扩大

证券研究报告

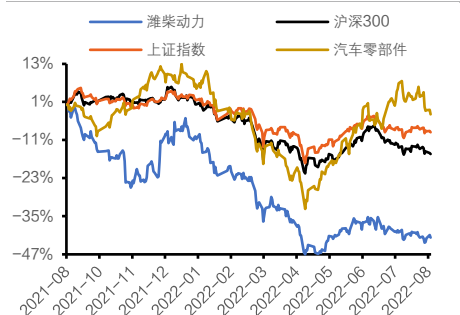
投资评级：增持(首次)

基本数据

2022-08-30

收盘价(元)	11.47
流通股本(亿股)	69.93
每股净资产(元)	8.30
总股本(亿股)	87.27

最近 12 月市场表现



分析师 李渤

SAC 证书编号: S0160521050001
 libo@ctsec.com

相关报告

- 《牵手博世，深度打造燃料电池产业链》 2017-11-23

核心观点

重卡行业下行，H1 经营承压

据公司公告，2022H1 公司营收 867 亿元，同比-36%，归母净利润 23.9 亿元，同比-63%，毛利率 17.7%；Q2 公司营收 456 亿元，同比-35%，归母净利润 13.4 亿元，同比-58%，毛利率 16.9%，环比-1.7pp。我们认为公司 H1 业绩表现较弱，主因：1) 国内疫情扰动、国六升级等因素拖累，重卡行业需求大幅下滑；2) 俄乌冲突影响其海外业务表现。展望 H2，我们认为随着疫情影响消减、原材料价格回落以及行业困境反转，拐点或在 Q4，公司收入和净利润有望改善。

重卡业务拖累公司业绩

据中汽协，H1 国内重卡销量 38 万辆，同比-64%，其中公司控股子公司陕重汽销量 3.9 万辆，同比-67%，并录得亏损 5.5 亿（去年同期盈利 5.2 亿），法士特变速箱收入 51 亿，同比-57%，其净利润 1.3 亿，同比-87%。

新业务拓展顺利

据公司公告，H1 公司非重卡业务规模整体维持了增长，对重卡行业依赖度进一步降低。凯傲实现销售收入 55.4 亿欧元，同比增长 11.4%，其中以德马泰克实现销售收入 20.9 亿欧元，同比增长 13%。潍柴雷沃实现销量 7.6 万台，同比增长 28%。大缸径发动机实现收入 9.8 亿元，同比增长 68.7%；高端液压实现国内收入 3.4 亿元，同比增长 16.4%。

► **盈利预测与投资建议：** 预计公司 2022~2024 年营业收入为 1864.62、2144.14、2373.48 亿元，同比增长-8.39%、14.99%、10.70%；归母净利润为 60.78、82.97、108.89 亿元，同比增长-34.33%、36.52%、31.24%，对应 PE 分别为 16.47、12.06、9.19，予以“增持”评级。

► **风险提示：** 新产品销售不及预期；宏观经济下行风险；汇率波动风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	197288	203548	186462	214414	237348
收入增长率(%)	13.15	3.17	-8.39	14.99	10.70
归母净利润(百万元)	9228	9254	6078	8297	10889
净利润增长率(%)	1.35	0.28	-34.33	36.52	31.24
EPS(元/股)	1.16	1.10	0.70	0.95	1.25
PE	13.61	16.26	16.47	12.06	9.19
ROE(%)	17.93	13.05	8.09	9.96	11.57
PB	2.43	2.20	1.33	1.20	1.06

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表					资产负债表					现金流量表							
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	197288	203548	186462	214414	237348	成长性											
减:营业成本	158979	163947	151967	172260	186841	营业收入增长率	13%	3%	-8%	15%	11%	营业利润增长率	-12%	11%	-35%	33%	34%
营业税费	832	797	559	750	902	净利润增长率	1%	0%	-34%	37%	31%	EBITDA 增长率	-4%	10%	-25%	23%	16%
销售费用	10961	10903	10794	11936	13222	EBITDA 增长率	-4%	10%	-25%	23%	16%	EBIT 增长率	-12%	3%	-38%	49%	31%
管理费用	7731	8056	8204	9434	11393	NOPLAT 增长率	-6%	-4%	-36%	50%	29%	投资资本增长率	9%	11%	3%	6%	23%
研发费用	6013	6888	7458	8791	10206	净资产增长率	16%	28%	6%	9%	11%	利润率					
财务费用	296	-450	-670	591	75	毛利率	19%	19%	19%	20%	21%	营业利润率	6%	7%	5%	6%	7%
资产减值损失	-663	-688	-319	-26	21	净利率	6%	6%	4%	5%	6%	EBITDA/营业收入	11%	11%	9%	10%	10%
加:公允价值变动收益	-410	396	0	0	0	EBIT/营业收入	6%	6%	4%	5%	6%	运营效率					
投资和汇兑收益	1295	442	791	927	849	固定资本周转天数	59	60	96	93	93	流动资产周转天数	-51	-49	-29	-58	-60
营业利润	12487	13889	9035	12031	16142	流动营业资本周转天数	-51	-49	-29	-58	-60	流动资产周转天数	283	288	193	268	201
加:营业外净收支	221	166	1	73	58	应收账款周转天数	27	30	24	27	27	存货周转天数	63	69	55	63	62
利润总额	12708	14055	9037	12103	16200	总资产周转天数	463	485	509	482	480	投资资本周转天数	233	251	283	260	289
减:所得税	1412	2493	1382	1781	2578	投资回报率						ROE	18%	13%	8%	10%	12%
净利润	9228	9254	6078	8297	10889	ROA	3%	3%	2%	3%	4%	ROIC	9%	7%	5%	6%	7%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	费用率						销售费用率	6%	5%	6%	6%	6%
货币资金	62429	75043	30426	45888	48859	管理费用率	4%	4%	4%	4%	5%	财务费用率	0%	0%	0%	0%	0%
交易性金融资产	5852	6387	6387	6387	6387	三费/营业收入	10%	9%	10%	10%	10%	偿债能力					
应收账款	15285	18191	6439	25468	9768	资产负债率	70%	63%	57%	63%	57%	资产权益比	236%	169%	130%	172%	134%
应收票据	19296	9602	15991	16723	17440	流动比率	1.23	1.39	1.16	1.06	1.07	速动比率	0.92	1.02	0.87	0.69	0.82
预付账款	1164	1570	1226	1433	1617	利息保障倍数	10.64	11.62	4.95	7.74	10.50	分红指标					
存货	31301	31585	14877	44936	19620	DPS(元)	0.38	0.37	0.00	0.00	0.00	分红比率					
其他流动资产	1928	3103	3103	3103	3103	股息收益率	2%	2%	0%	0%	0%	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
可供出售金融资产						EPS(元)	1.16	1.10	0.70	0.95	1.25	BVPS(元)	6.49	8.13	8.61	9.55	10.79
持有至到期投资						PE(X)	13.61	16.26	16.47	12.06	9.19	PB(X)	2.43	2.20	1.33	1.20	1.06
长期股权投资	4944	6713	8951	10364	12171	P/FCF						P/S	0.63	0.77	0.54	0.47	0.42
投资性房地产	682	647	862	971	1067	EV/EBITDA	5.14	5.10	6.07	4.12	4.29	CAGR(%)					
固定资产	31725	33190	48788	54425	60431	PEG	10.05	57.25	—	0.33	0.29	ROIC/WACC					
在建工程	5046	6032	6342	6653	7189	REP											
无形资产	23826	20908	27878	29358	31202												
其他非流动资产	567	821	692	693	735												
资产总额	271062	277044	250515	323148	309754												
短期债务	5731	2222	2326	2430	1329												
应付账款	45177	39596	26353	57847	31827												
应付票据	23112	27797	10788	38076	14743												
其他流动负债	6606	5837	5837	5837	5837												
长期借款	12027	12907	12907	12907	12907												
其他非流动负债	6878	7116	5968	6654	6579												
负债总额	190363	174083	141767	204179	177242												
少数股东权益	29231	32055	33632	35657	38389												
股本	7934	8727	8712	8712	8712												
留存收益	45192	50782	55157	63353	74163												
股东权益	80699	102962	108747	118969	132512												
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E												
净利润	9228	9254	6078	8297	10889												
加:折旧和摊销	8858	10597	9541	9741	9547												
资产减值准备	1234	895	319	26	-21												
公允价值变动损失	410	-396	0	0	0												
财务费用	1302	1240	1581	1503	1451												
投资收益	-1295	-442	-791	-927	-849												
少数股东损益	2068	2307	1577	2025	2732												
营运资金的变动	2601	-8532	-13739	19545	-17445												
经营活动产生现金流量	22992	14658	4852	39730	6238												
投资活动产生现金流量	-9417	-5409	-44271	-22349	-22190												
融资活动产生现金流量	-3005	3123	-5110	-1817	19003												

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。