

强烈推荐-A (维持)

潍柴动力 000338.SZ

当前股价：11.2 元
2017 年 03 月 30 日

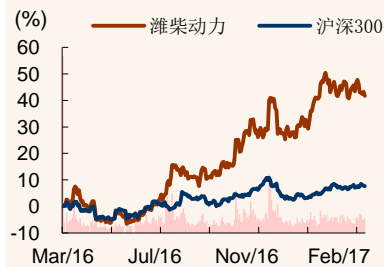
业绩略超预期，1Q 高增长无虞

基础数据

上证综指	3241
总股本 (万股)	399862
已上市流通股 (万股)	215946
总市值 (亿元)	448
流通市值 (亿元)	242
每股净资产 (MRQ)	7.9
ROE (TTM)	7.7
资产负债率	72.8%
主要股东	潍柴控股集团有限公司
主要股东持股比例	16.83%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	27	44
相对表现	-0	20	33



资料来源：贝格数据、招商证券

汪刘胜
0755-25310137
wangls@cmschina.com.cn
S1090511040037

唐楠
S1090511080002

彭琪
S1090514080003

研究助理
寸思敏
cuansimin1@cmschina.com.cn

事件：公司公布 16 年年报，实现营收 932 亿元 (+25.6%)，净利润 24.4 亿元 (+73%)，略高于此前预期，产能利用率提升是盈利提升关键。同时公司公布分红方案，每 10 股分红 2.5 元，送红股 10 股。预计 17Q1 发动机出货量超 10 万台，同比增长 1 倍以上，单季度贡献利润有望环比持平 (16Q4 实现归母净利润 9.4 亿元)，看好公司受益重卡行业持续回暖带来的业绩高弹性，维持公司“强烈推荐-A”投资评级。

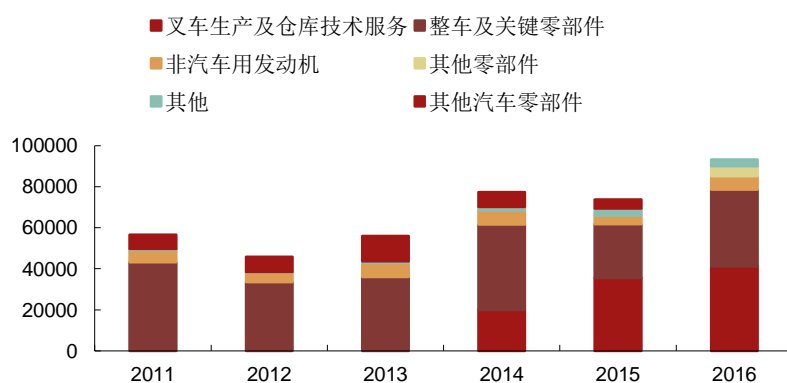
评论：

1、业绩增长略超预期，源于重卡产业链高业绩弹性及叉车业务稳步增长

公司 16 年实现营业收入 932 亿元 (+25.6%)，归母净利润 24.4 亿元 (+73%)，盈利高于收入增长主要得益于重卡动力总成及整车产能利用率提升带来的强业绩弹性。受超限超载治理、PPP 项目推进、基建投资加速、置换需求四方面影响，报告期公司共实现重卡发动机销售 19.8 万台 (+55.32%)，市占率达 27%；变速箱销售 50 万台 (+23.15%)；整车销售 82159 辆 (+46.90%)。

公司叉车业务进一步提升也是业绩超预期主要原因。叉车业务营收占比从 2014 年的 25.08% 提升到 16 年的 44.07%，且毛利率高达 26.75%，比其他业务高近 7 个百分点。凯傲是全球领先的叉车服务商，全球市占率高达 15.1%，近几年的业绩增速维持在 10% 左右，其收入的 45% 来自后市场，后市场业务的毛利率明显高于制造业务，预计 17 将为母公司贡献 6 亿左右盈利。

图 1：公司分业务营收情况 (亿元)



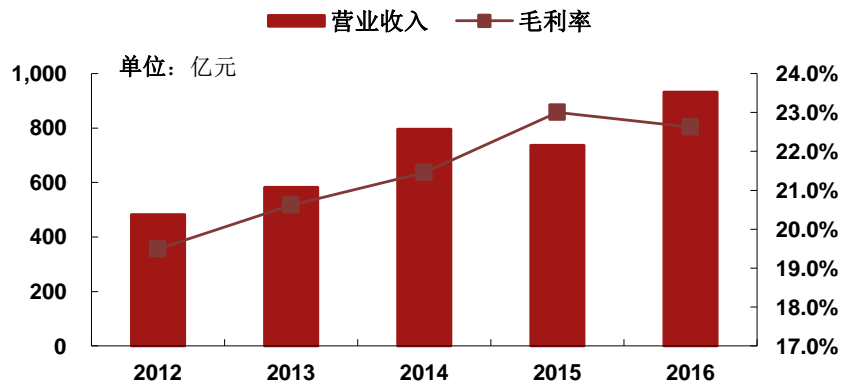
资料来源：招商证券

2、历经 4 年行业低迷，练就优秀成本费用管控能力

历经过去 4 年的行业低迷，公司练就优秀的成本、费用管理能力。16 年毛利率水平同 15 年持平，处 11 年以来历史地位。同时，费用率控制良好，三项费率都

出现下滑。其中销售费用受主销售规模增加和 KION Group AG、Dematic Group 并表影响，同比增加 21.83%，费率下降 30ppt；管理费用受职工薪酬增加同比略增 5.81%，费率下降 150ppt；财务费用受益于汇兑收益，同比下降 58.8%。

图 2：公司年度营收及毛利率一览



资料来源：公司公告，招商证券

3、受益治超工程机械回暖持续影响，17 年上半年业绩高增长无虞

受超限超载治理和工程机械回暖，预计 17 年行业增速超 20%，达到 85 万辆。公司作为重卡产业链核心龙头，拥有发动机、变速箱、车桥等核心零部件及陕重汽整车子公司，体现出高业绩弹性。子公司陕汽重卡 17 年 1 月、2 月重卡销售 11155 辆、13295 辆，同比大增 126.31%、180.49%，环比持平。我们认为，1Q 高业绩高增长持续，从行业看上半年无虞。

4、盈利预测与评级

我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为：0.72、0.79、0.87 元，对应 17-19 年 PE 为：15.6、14.2、12.9 倍。看好公司受益重卡行业持续回暖带来的业绩高弹性，维持公司“强烈推荐-A”投资评级。

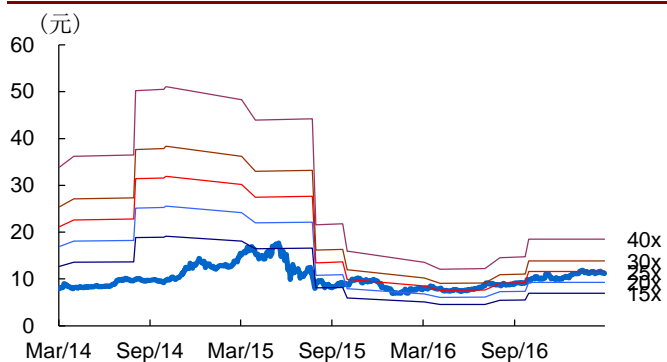
风险提示：行业增速不及预期；公司海外项目整合不及预期

表 2：简式盈利预测模型

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	73720	93184	107000	116500	126843
同比增长	-7%	26%	15%	9%	9%
营业利润(百万元)	2578	4118	4947	5492	6084
同比增长	-61%	60%	20%	11%	11%
净利润(百万元)	1391	2441	2874	3159	3468
同比增长	-72%	76%	18%	10%	10%
每股收益(元)	0.35	0.61	0.72	0.79	0.87
P/E(倍)	32.2	18.3	15.6	14.2	12.9
P/B(倍)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2

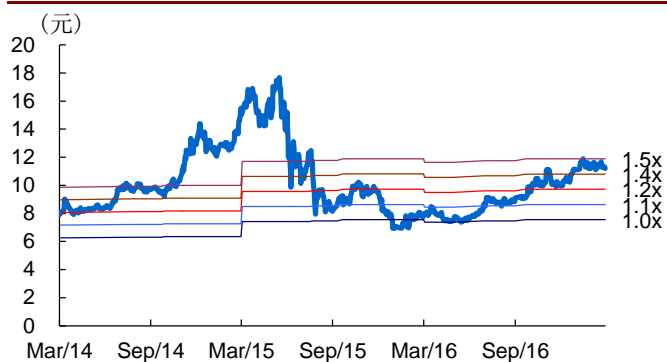
资料来源：公司数据、招商证券

图 3：潍柴动力历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：潍柴动力历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	57753	76406	70148	75050	84272
现金	24601	27123	15000	15017	18920
交易性投资	38	129	129	129	129
应收票据	8928	16743	19225	20932	22791
应收款项	8977	11336	12024	13091	14253
其它应收款	646	821	943	1026	1118
存货	11842	16091	18047	19649	21394
其他	2722	4163	4780	5205	5667
非流动资产	57121	87585	86916	86162	85357
长期股权投资	1447	1545	1545	1545	1545
固定资产	23666	25802	27736	29317	30610
无形资产	12860	25363	22827	20544	18490
其他	19147	34875	34809	34755	34713
资产总计	114873	163991	157065	161212	169630
流动负债	39870	58980	58820	59176	63433
短期借款	2961	4772	3553	0	0
应付账款	14265	21898	25143	27376	29806
预收账款	1637	4627	5313	5785	6298
其他	21006	27684	24811	26016	27328
长期负债	33277	60449	50449	50449	50449
长期借款	7284	30216	20216	20216	20216
其他	25993	30233	30233	30233	30233
负债合计	73147	119429	109269	109625	113881
股本	3999	3999	3999	3999	3999
资本公积金	(475)	(265)	(265)	(265)	(265)
留存收益	28205	28005	29879	32175	34696
少数股东权益	9997	12823	14183	15678	17319
归属于母公司所有者权益	31729	31738	33613	35909	38430
负债及权益合计	114873	163991	157065	161212	169630

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	6774	8250	11674	11386	11805
净利润	1391	2441	2874	3159	3468
折旧摊销	5362	6027	7330	7418	7468
财务费用	1218	463	250	250	250
投资收益	(115)	(120)	35	35	35
营运资金变动	(1897)	(1328)	(285)	(1102)	(1200)
其它	816	768	1471	1627	1783
投资活动现金流	(4115)	(19630)	(6669)	(6669)	(6669)
资本支出	(4345)	(4460)	(6669)	(6669)	(6669)
其他投资	230	(15171)	0	0	0
筹资活动现金流	(2176)	11742	(17128)	(4700)	(1232)
借款变动	(3431)	12621	(15844)	(3553)	0
普通股增加	1999	0	0	0	0
资本公积增加	(1421)	210	0	0	0
股利分配	(500)	(800)	(1000)	(862)	(948)
其他	1177	(289)	(285)	(285)	(285)
现金净增加额	483	362	(12123)	17	3904

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	73720	93184	107000	116500	126843
营业成本	56760	72100	82786	90136	98139
营业税金及附加	184	451	518	564	614
营业费用	6246	7645	8778	9557	10406
管理费用	7174	7652	8786	9566	10416
财务费用	486	199	250	250	250
资产减值损失	383	984	900	900	900
公允价值变动收益	(23)	(155)	(155)	(155)	(155)
投资收益	115	120	120	120	120
营业利润	2578	4118	4947	5492	6084
营业外收入	694	671	671	671	671
营业外支出	188	152	152	152	152
利润总额	3083	4638	5467	6011	6604
所得税	921	1041	1232	1358	1495
净利润	2163	3596	4234	4653	5109
少数股东损益	772	1155	1360	1494	1641
归属于母公司净利润	1391	2441	2874	3159	3468
EPS (元)	0.35	0.61	0.72	0.79	0.87

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-7%	26%	15%	9%	9%
营业利润	-61%	60%	20%	11%	11%
净利润	-72%	76%	18%	10%	10%
获利能力					
毛利率	23.0%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
净利率	1.9%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%
ROE	4.4%	7.7%	8.6%	8.8%	9.0%
ROIC	3.7%	3.9%	5.6%	6.2%	6.4%
偿债能力					
资产负债率	63.7%	72.8%	69.6%	68.0%	67.1%
净负债比率	13.5%	24.2%	15.1%	12.5%	11.9%
流动比率	1.4	1.3	1.2	1.3	1.3
速动比率	1.2	1.0	0.9	0.9	1.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	4.6	5.2	4.9	4.8	4.8
应收帐款周转率	7.9	9.2	9.2	9.3	9.3
应付帐款周转率	3.8	4.0	3.5	3.4	3.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.35	0.61	0.72	0.79	0.87
每股经营现金	1.69	2.06	2.92	2.85	2.95
每股净资产	7.94	7.94	8.41	8.98	9.61
每股股利	0.20	0.25	0.22	0.24	0.26
估值比率					
PE	32.2	18.3	15.6	14.2	12.9
PB	1.4	1.4	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	13.5	11.0	7.8	7.4	7.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

汪刘胜，1998年毕业于上海同济大学机械系，7年产业从业经历，招商证券研究发展中心从事汽车、新能源行业研究10年。2008年获得英国金融时报与 Starmine（全球知名证券分析师专业评级机构）全球最佳分析师-亚太区最佳选股师奖，亚太区汽车行业分析师排名第三名；并入围新财富最佳分析师评选。2009年获水晶球奖项，新财富最佳分析师上榜，2014年获水晶球第一并获得新财富最佳分析师第二名，2016年获得新财富第五。

主要研究特点：客观、独立，准确把握行业发展规律，并综合经济的发展形势对行业的影响。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。