

2017年09月01日

# 潍柴动力 (000338.SZ)

## 动态分析

### 重卡强劲增长，产业链核心标杆业绩再超预期

#### 投资要点

- ◆ **上半年收入 7.23 亿元，同比增长 69.90%，归母净利润 26.50 亿元，同比增长 147.70%，超预期。**公司 17 年上半年实现营收 723.13 亿元，同比增长 69.90%；归母净利润 26.50 亿元，同比增长 147.40%；毛利率 21.19%，净利率 4.81%，同比分别下降 1.66 和上升 1.02 个百分点。其中第二季度实现营收 373.25 亿元，同比增长 58.43%；实现归母净利润 14.70 亿元，同比增长 139.24%。17 年上半年受益于重卡持续热销，公司本部及子公司的重卡用发动机、重卡整车、重卡用变速器等产品销量大增，带动公司业绩增长超预期（公司公告 2017 年一季报预计上半年净利润增长 70%-100%，中报业绩预告上调至净利润同比增长 125-150%，中报再次上调预测 1-9 月净利润增长 150%-180%）。下半年在经济走稳回升及其它多重利好的共同影响下重卡产业链有望维持高景气度，公司或将持续受益实现业绩高增长。
- ◆ **多重利好共振下的重卡产业链高景气度或将延续。**根据中汽协数据，1-7 月重卡累计销量 67.4 万辆，同比增长 73.1%。重卡市场的高景气度是在多因素影响下共同产生的：1) 超限超载治理下重卡单车运力下降，物流公司需要购买更多车辆以补充运力；2) 2010 年、2011 年是上一轮重卡销量高峰，销量分别达到 101.5 万辆和 88.1 万辆，目前已逐步进入更替周期，换车需求量大；3) 固定资产投资和基建投资持续复苏，工程类重卡需求量提升；4) 电商时代下快递物流量快速增长，物流类重卡需求量提升。我们判断随着全球及中国经济增长的回升，以上有利因素将持续发酵并助力重卡销量保持高增长。
- ◆ **布局重卡黄金产业链，四大产品协同稳固业内领先地位。**公司在重卡产业链产品涵盖整车及三大关键零部件（发动机、变速器、车桥）。公司本部主要负责生产重卡用发动机，子公司陕西重汽、陕西法士特、汉德车桥分别负责生产整车、变速器及车桥，四大公司围绕重卡产业链协同发展，进一步巩固各自细分领域内的领先地位。上半年公司本部及子公司销售重卡发动机 17.85 万台（同比增长 100.8%），市占率较去年同期提升 4.5 个百分点至 30.6%；陕西重汽销售重卡 7.34 万辆（同比增长 94.7%），市占率达 12.6%，位居国内重卡企业第四位；陕西法士特销售变速箱 42.73 万台（同比增长 73.8%），其中重卡用变速箱市占率已达到 70.1%。随着重卡行业景气度的延续，公司深度布局的重卡核心产业链有望全面受益。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.63 元、0.66 元和 0.71 元，净资产收益率分别为 12.8%、12.2% 和 12.0%，首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 8.60 元，相当于 2018 年 13 倍的动态市盈率
- ◆ **风险提示：**重卡市场景气度回落；原材料价格大幅上涨。

汽车 | 汽车零部件 III

投资评级

**买入-A(首次)**

6 个月目标价

8.60 元

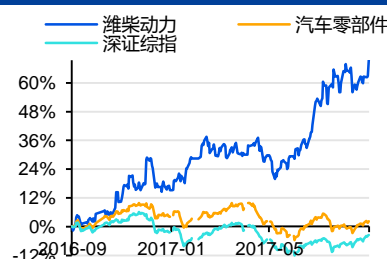
股价(2017-08-31)

7.20 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	57,580.12
流通市值 (百万元)	31,096.16
总股本 (百万股)	7,997.24
流通股本 (百万股)	4,318.91
12 个月价格区间	6.56/14.45 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.79	23.79	64.35
绝对收益	2.71	31.35	60.03

#### 分析师

 林帆  
 SAC 执业证书编号：S0910516040001  
 linfan@huajinsec.cn  
 021-20377188

#### 报告联系人

 刘文婷  
 liuwenting@huajinsec.cn  
 021-20377055

#### 相关报告

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	73,719.9	93,183.5	142,088.4	167,373.1	189,915.2
同比增长(%)	-7.4%	26.4%	52.5%	17.8%	13.5%
营业利润(百万元)	2,578.1	4,118.3	8,378.1	9,429.8	9,883.8
同比增长(%)	-60.9%	59.7%	103.4%	12.6%	4.8%
净利润(百万元)	1,390.6	2,441.2	5,069.5	5,296.1	5,647.4
同比增长(%)	-72.3%	75.6%	107.7%	4.5%	6.6%
每股收益(元)	0.17	0.31	0.63	0.66	0.71
PE	41.4	23.6	11.4	10.9	10.2
PB	1.8	1.8	1.4	1.3	1.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、中报业绩超预期，持续受益于重卡销量高增长.....	4
（一）毛利率稳定、净利率逐季回升.....	4
（二）三费率下降，经营性现金流良好.....	5
二、重卡强劲增长，产业链核心标杆将全面受益.....	6
（一）重卡景气度或将延续，多重利好助力销量高增长.....	6
（二）布局重卡核心产业链，四大产品协同稳固业内领先地位.....	6
三、投资建议.....	7
四、风险提示.....	7

## 图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率.....	4
图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率.....	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变化.....	4
图 4：过往 12 个季度三费率.....	5
图 5：过往 5 年公司经营性净现金流情况.....	5
图 6：17 年以来重卡全行业销量及增速.....	6

## 一、中报业绩超预期，持续受益于重卡销量高增长

公司 17 年上半年实现营收 723.13 亿元，同比增长 69.90%；归母净利润 26.50 亿元，同比增长 147.40%；毛利率 21.19%，净利率 4.81%，同比分别下降 1.66 和上升 1.02 个百分点。其中第二季度实现营收 373.25 亿元，同比增长 58.43%；实现归母净利润 14.70 亿元，同比增长 139.24%。17 年上半年受益于重卡持续热销，公司本部及子公司的重卡用发动机、重卡整车、重卡用变速器等产品销量大增，带动公司业绩增长超预期。下半年重卡产业链在多重利好的共同影响下有望维持高景气度，公司或将持续受益。

图 1：过往 12 个季度营业收入及增长率

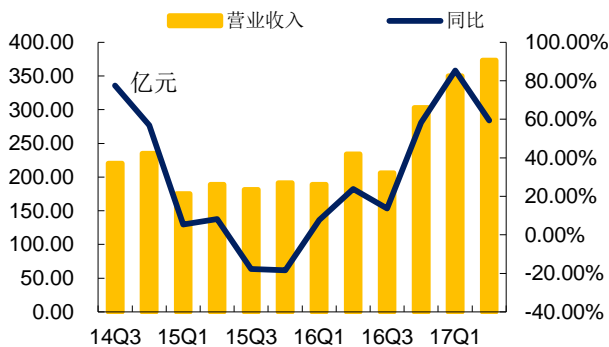
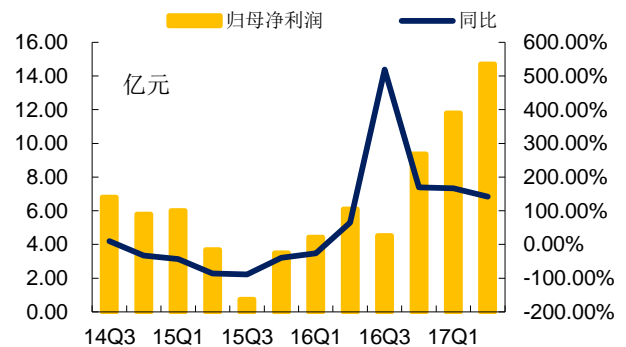


图 2：过往 12 个季度归母净利润及增长率



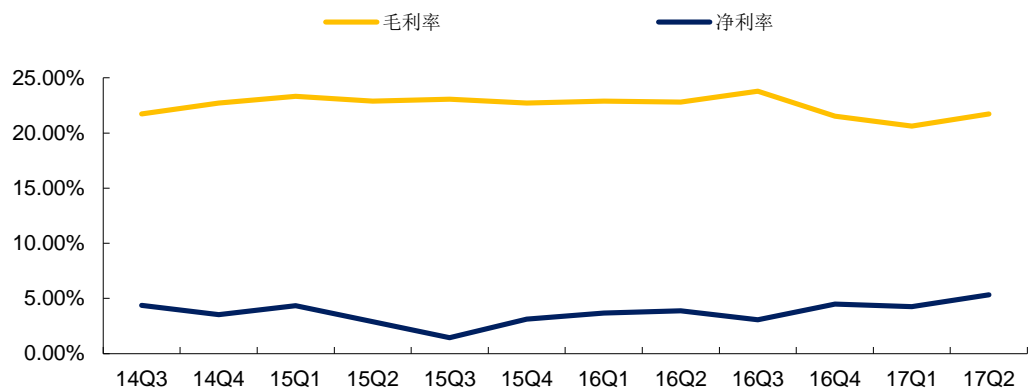
资料来源：Wind，华金证券研究所

资料来源：Wind，华金证券研究所

### （一）毛利率稳定、净利率逐季回升

17 年上半年公司综合毛利率 21.19%，净利率 4.81%，同比分别下降 1.66 和上升 1.02 个百分点。公司近年来毛利率基本维持稳定，主要原因是公司做大做强主业，进而形成了规模效应，在一定程度上抵御了原材料价格波动的影响。净利率方面受益于三费率的下降，从 15 年下半年开始持续提升。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变化



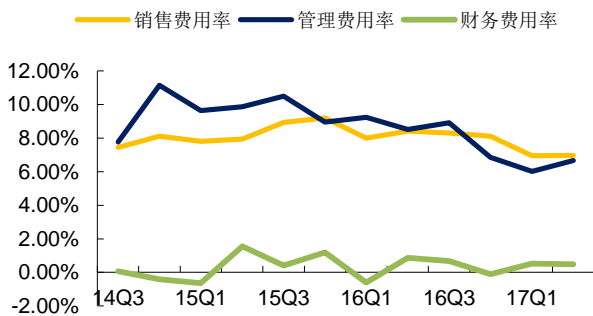
资料来源：Wind，华金证券研究所

## (二) 三费率下降，经营性现金流良好

17年上半年公司三费率合计 13.81%，比上年同期下降 3.46 个百分点。三费中，管理费用率与销售费用率呈现明显的下降趋势。

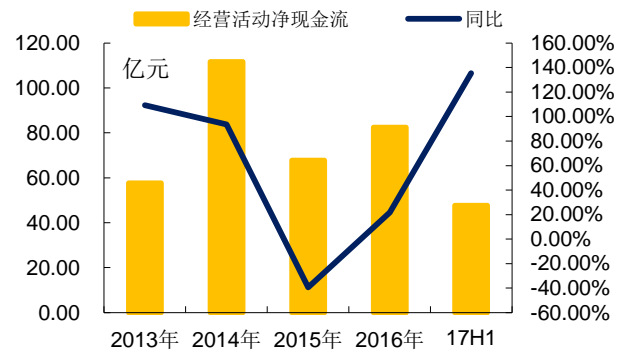
现金流方面，公司近年来现金流情况良好，17 年上半年实现经营性净现金流 47.66 亿元，同比增长 135.47%，显示出公司良好的现金回流能力。

图 4：过往 12 个季度三费率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：过往 5 年公司经营性净现金流情况



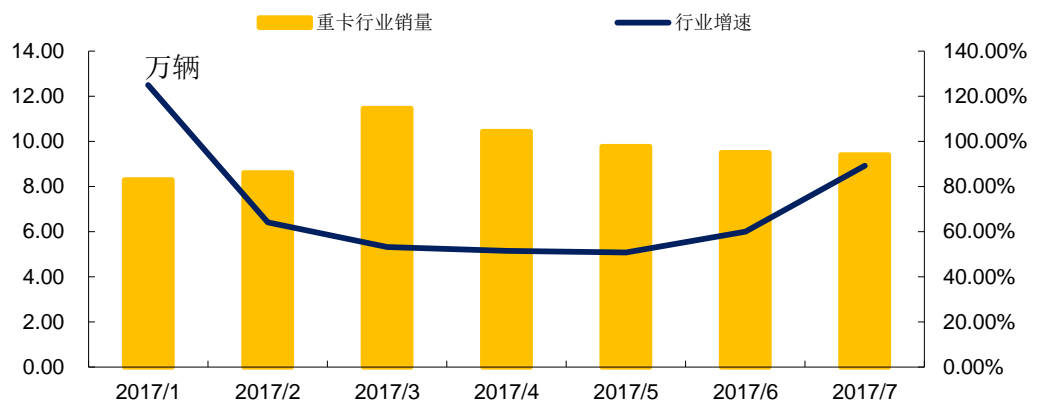
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、重卡强劲增长，产业链核心标杆将全面受益

### （一）重卡景气度或将延续，多重利好助力销量高增长

根据中汽协数据，1-7月重卡累计销量67.4万辆，同比增长73.1%。重卡市场的高景气度是在多因素影响下共同产生的：1) 超限超载治理下重卡单车运力下降，物流公司需要购买更多车辆以补充运力；2) 2010年、2011年是上一轮重卡销量高峰，销量分别达到101.5万辆和88.1万辆，目前已逐步进入更替周期，换车需求量大；3) 固定资产投资和基建投资持续复苏，工程类重卡需求量提升；4) 电商时代下快递物流量快速增长，物流类重卡需求量提升。以上有利因素有望在未来延续并助力重卡销量保持高增长。

图6：17年以来重卡全行业销量及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

### （二）布局重卡核心产业链，四大产品协同稳固业内领先地位

公司在重卡产业链产品涵盖整车及三大关键零部件（发动机、变速器、车桥）。公司本部主要负责生产重卡用发动机，子公司陕西重汽、陕西法士特、汉德车桥分别负责生产整车、变速器及车桥，四大公司围绕重卡产业链协同发展，进一步巩固各自细分领域内的领先地位。上半年公司本部及子公司销售重卡发动机17.85万台（同比增长100.8%），市占率较去年同期提升4.5个百分点至30.6%；陕汽销售重卡7.34万辆（同比增长94.7%），市占率达12.6%，位居国内重卡企业第四位；法士特销售变速箱42.73万台（同比增长73.8%），其中重卡用变速箱市占率已达到70.1%。随着重卡行业景气度的延续，公司深度布局的重卡产业链有望全面受益。

### 三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.63 元、0.66 元和 0.71 元，净资产收益率分别为 12.8%、12.2% 和 12.0%，首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 8.60 元，相当于 2018 年 13 倍的动态市盈率。

### 四、风险提示

重卡市场景气度回落；原材料价格大幅上涨。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	73,719.9	93,183.5	142,088.4	167,373.1	189,915.2	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	56,760.1	72,100.0	111,082.3	132,430.5	151,047.0	营业收入增长率	-7.4%	26.4%	52.5%	17.8%	13.5%
营业税费	184.1	450.9	639.4	769.9	873.6	营业利润增长率	-60.9%	59.7%	103.4%	12.6%	4.8%
销售费用	6,246.2	7,644.6	10,372.5	11,716.1	13,294.1	净利润增长率	-72.3%	75.6%	107.7%	4.5%	6.6%
管理费用	7,173.8	7,651.7	9,662.0	12,218.2	14,243.6	EBITDA 增长率	-19.5%	22.9%	35.8%	7.6%	4.3%
财务费用	485.8	198.8	996.8	624.1	498.5	NOPLAT 增长率	-60.9%	55.8%	119.8%	6.6%	3.3%
资产减值损失	383.4	984.4	1,000.0	300.0	200.0	投资资本增长率	0.0%	68.5%	-5.4%	0.7%	-3.6%
加:公允价值变动收益	-23.4	-155.3	-107.4	15.6	25.4	净资产增长率	2.1%	6.8%	22.2%	11.2%	10.3%
投资和汇兑收益	115.0	120.5	150.0	100.0	100.0						
<b>营业利润</b>	2,578.1	4,118.3	8,378.1	9,429.8	9,883.8	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	505.3	519.3	466.8	497.1	494.4	毛利率	23.0%	22.6%	21.8%	20.9%	20.5%
<b>利润总额</b>	3,083.4	4,637.6	8,844.8	9,926.9	10,378.2	营业利润率	3.5%	4.4%	5.9%	5.6%	5.2%
减:所得税	920.7	1,041.4	1,901.6	2,183.9	2,283.2	净利率	1.9%	2.6%	3.6%	3.2%	3.0%
<b>净利润</b>	1,390.6	2,441.2	5,069.5	5,296.1	5,647.4	EBITDA/营业收入	11.3%	11.0%	9.8%	9.0%	8.2%
						EBIT/营业收入	4.2%	4.6%	6.6%	6.0%	5.5%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	63.7%	72.8%	70.7%	67.2%	68.9%
货币资金	24,601.3	27,123.0	32,617.4	37,729.2	44,411.3	负债权益比	175.3%	268.0%	241.2%	205.3%	221.6%
交易性金融资产	37.9	129.3	78.1	81.7	96.4	流动比率	1.45	1.30	1.22	1.38	1.39
应收帐款	9,622.4	12,157.2	20,996.8	16,197.3	31,281.5	速动比率	1.15	1.02	0.90	1.03	1.07
应收票据	8,927.9	16,742.9	18,779.2	21,204.4	26,274.4	利息保障倍数	6.31	21.71	9.41	16.11	20.83
预付帐款	401.6	595.8	1,025.7	921.3	1,250.5	<b>营运能力</b>					
存货	11,841.6	16,090.7	26,751.2	26,395.8	32,734.5	固定资产周转天数	112	96	66	56	47
其他流动资产	2,320.0	3,567.2	2,780.8	2,889.3	3,079.1	流动营业资本周转天数	-3	-3	-11	-8	0
可供出售金融资产	650.3	498.4	526.8	558.5	527.9	流动资产周转天数	298	259	227	224	232
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	49	42	42	40	45
长期股权投资	1,447.2	1,545.0	2,045.0	2,055.0	2,065.0	存货周转天数	60	54	54	57	56
投资性房地产	588.9	608.1	597.1	602.1	607.1	总资产周转天数	574	539	443	399	379
固定资产	23,665.8	25,801.6	26,198.6	25,419.1	24,282.2	投资资本周转天数	139	148	118	98	85
在建工程	2,589.4	1,642.5	674.0	459.2	287.4	<b>费用率</b>					
无形资产	12,860.4	25,363.0	22,376.7	19,790.4	17,204.1	销售费用率	8.5%	8.2%	7.3%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	15,318.7	32,126.2	30,358.0	30,540.9	30,653.1	管理费用率	9.7%	8.2%	6.8%	7.3%	7.5%
<b>资产总额</b>	114,873.4	163,990.7	185,805.3	184,844.1	214,754.3	财务费用率	0.7%	0.2%	0.7%	0.4%	0.3%
短期债务	2,961.1	4,771.6	4,000.0	4,000.0	3,500.0	三费/营业收入	18.9%	16.6%	14.8%	14.7%	14.8%
应付帐款	18,051.7	26,896.7	43,033.5	41,992.6	53,418.5	<b>投资回报率</b>					
应付票据	5,283.9	8,758.9	19,381.6	12,960.5	21,897.0	ROE	4.4%	7.7%	12.8%	12.2%	12.0%
其他流动负债	13,573.1	18,553.1	18,123.7	17,661.6	20,923.9	ROA	1.9%	2.2%	3.7%	4.2%	3.8%
长期借款	7,283.7	30,216.1	20,000.0	20,000.0	20,000.0	ROIC	7.5%	11.7%	15.3%	17.3%	17.7%
其他非流动负债	25,993.4	30,232.5	26,817.1	27,681.0	28,243.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	73,146.9	119,429.0	131,355.9	124,295.7	147,983.0	DPS(元)	0.05	0.13	0.16	0.21	0.23
少数股东权益	9,997.0	12,823.4	14,697.1	17,144.0	19,591.6	分红比率	28.8%	40.9%	25.2%	31.6%	32.6%
股本	3,998.6	3,998.6	7,997.2	7,997.2	7,997.2	股息收益率	0.7%	1.7%	2.2%	2.9%	3.2%
留存收益	28,154.5	27,936.0	31,755.2	35,407.1	39,182.6						
<b>股东权益</b>	41,726.5	44,561.7	54,449.5	60,548.4	66,771.4						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.17	0.31	0.63	0.66	0.71
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	3.97	3.97	4.97	5.43	5.90
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	PE(X)	41.4	23.6	11.4	10.9	10.2
净利润	2,162.7	3,596.3	5,069.5	5,296.1	5,647.4	PB(X)	1.8	1.8	1.4	1.3	1.2
加:折旧和摊销	5,361.6	6,026.8	4,557.7	4,930.7	5,245.0	P/FCF	42.7	15.1	-86.1	12.8	9.2
资产减值准备	383.4	984.4	-	-	-	P/S	0.8	0.6	0.4	0.3	0.3
公允价值变动损失	23.4	155.3	-107.4	15.6	25.4	EV/EBITDA	3.1	4.4	4.5	4.0	3.5
财务费用	1,218.0	463.3	996.8	624.1	498.5	CAGR(%)	53.0%	31.1%	6.3%	53.0%	31.1%
投资损失	-115.0	-120.5	-150.0	-100.0	-100.0	PEG	0.8	0.8	1.8	0.2	0.3
少数股东损益	772.1	1,155.1	1,873.7	2,446.9	2,447.6	ROIC/WACC	0.9	1.5	1.9	2.2	2.2
营运资金的变动	-1,213.6	4,714.4	359.5	-4,081.6	-2,363.0						
<b>经营活动产生现金流量</b>	6,773.9	8,250.4	12,599.8	9,131.8	11,400.9						
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4,115.0	-19,630.5	-722.4	-1,264.4	-1,287.6						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-2,175.6	11,741.6	-6,383.0	-2,755.5	-3,431.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所



## 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；

## 分析师声明

林帆声明，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**

华金证券股份有限公司（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：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

**风险提示：**

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn