

强烈推荐-A (维持)

潍柴动力 000338.SZ

当前股价: 8.01 元  
2017 年 11 月 6 日

Q3 业绩大超预期, 转型智能物流供应商

基础数据

上证综指	3390
总股本 (万股)	799724
已上市流通股 (万股)	431891
总市值 (亿元)	641
流通市值 (亿元)	346
每股净资产 (MRQ)	4.8
ROE (TTM)	14.5
资产负债率	%
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	9	48	67
相对表现	4	31	47

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《潍柴动力 (000338) —重卡黄金产业链巨头, KION 打开外延成长空间》2017-08-31
- 2、《潍柴动力 (000338) —业绩略超预期, 1Q 高增长无虞》2017-03-30

汪刘胜

0755-25310137  
wangls@cmschina.com.cn  
S1090511040037

研究助理

寸思敏  
cuansimin1@cmschina.com.cn

事件:

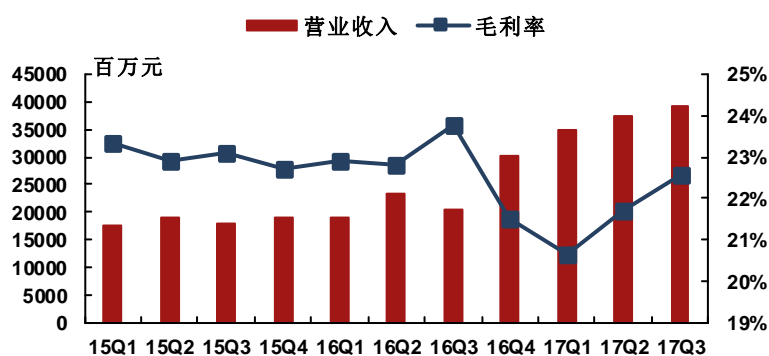
公司公布 17 年三季报, Q3 实现营收 392.4 亿 (+89.4%); 归母净利润 19.5 亿 (+316.1%)。其中毛利率为 22.6% (-1.2pct), 三费率为 13.6% (-4.3pct), 本部发动机业务增利 12 亿。同时预告全年实现净利 61-65 亿, 同比增长 150-166%。重卡行业开启 2-3 年景气周期, 公司作为重卡黄金产业链龙头将显著受益; 并购凯傲转型智能物流供应商, 打开外延成长空间。维持“强烈推荐-A”评级。

评论:

1、Q3 业绩大超预期, 本部发动机业务增利 12 亿

公司 17Q3 实现营收 392.4 亿 (+89.4%), 归母净利 19.5 亿 (+316.1%), 业绩大超预期。我们以母公司报表中净利润-投资收益粗略计算本部重卡发动机业务 Q3 实现 17.3 亿, 相比 16Q3 增利 11.9 亿。其中毛利率为 22.6% (-1.2pct), 主要系德马泰克并表拖累; 三费率为 13.6% (-4.3pct), 销售/管理费用率分别下降 1.2/3.0pct, 主要系营收大幅增长经营效率提升。同时 Q3 计提资产减值准备 2.5 亿元, 其中应收款项坏账准备 2.4 亿元, 会计处理偏谨慎。

图 1: 公司单季度收入和毛利率



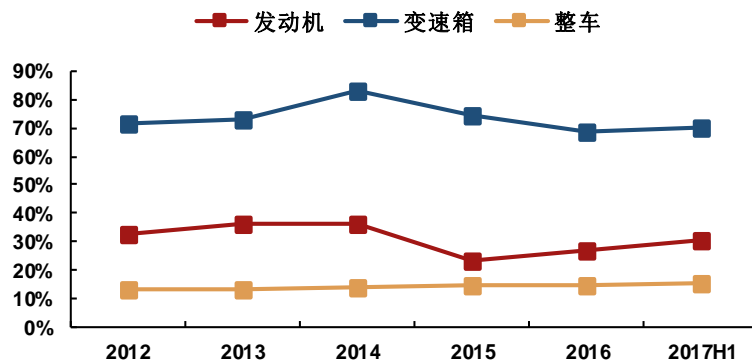
资料来源: 公司数据、招商证券

2、重卡黄金产业链巨头, 发动机市占率重回 30% 以上

公司是国内重卡黄金产业链巨头, 本部重卡发动机结构调整到位, 12/13L 大马力占比显著提升, 17H1 销量达 17.9 万 (+100.8%), 市占率高达 30.6% (+4.5pct); 子公司陕西重汽是国内第四大重卡企业, 17H1 销量达 7.34 万辆 (+94.7%), 市占率提升至 12.6% (+0.8pct); 子公司法士特是重卡变速箱绝对龙头, 17H1 销量达 42.7 万 (+73.8%), 市占率回升至 70.1%。预计 17 全年公司重卡黄金产业链“发动机+变速箱+整车”将贡献 50 亿净利。

风险提示: 重卡行业景气度下滑; KION 整合进度不及预期

图 2：17H1 公司重卡黄金链市占率均有所回升

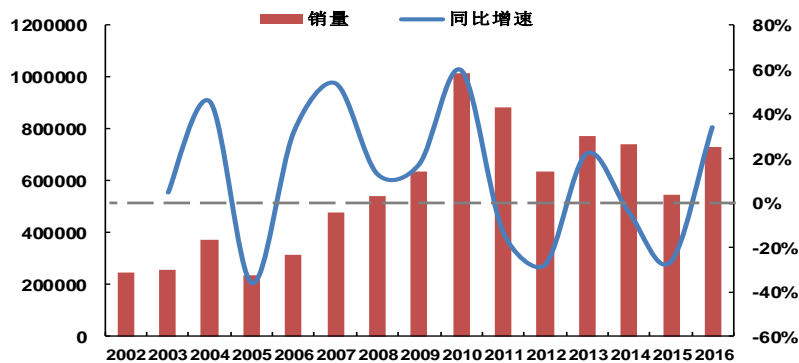


资料来源：公司公告，招商证券

### 3、重卡行业已完成中期筑底，开启 2-3 年景气周期

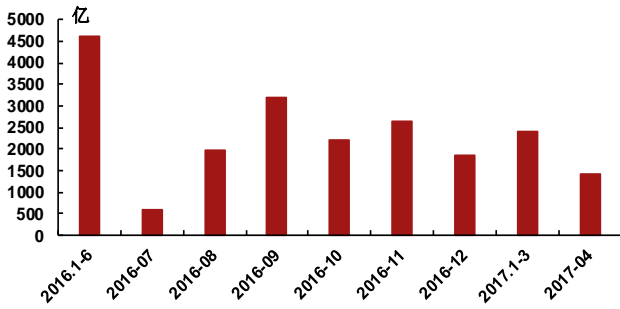
重卡连接下游固定资产投资，与宏观经济周期密切相关，行业周期性突出；内生周期性因素在于重卡自身的更新需求，外生周期性因素在于宏观经济的景气度。上一轮重卡销量在 10、11 年时达到顶峰，根据 5-6 年的换购周期，重卡已进入换购升级的高峰期；下游固定资产投资自 16 年 8 月以来发改委核准固定资产投资项目速度明显加快，多个 PPP 项目入库对未来 2-3 年固定资产投资增速形成有力支撑。我们认为重卡行业在 15 年已完成中期筑底，目前处于周期性景气上行阶段，未来 2-3 年维持 70-80 万辆以上销量是大概率事件，公司坐拥重卡黄金产业链将显著受益。

图 3：广义重卡年度销量以及同比增速



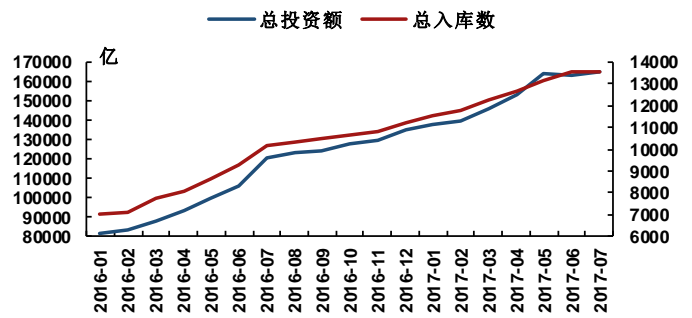
资料来源：中汽协，招商证券

图 4：发改委核准固定资产投资项目速度明显加快



资料来源：国家发改委，招商证券

图 5：PPP 项目入库总数和总投资额稳步上升

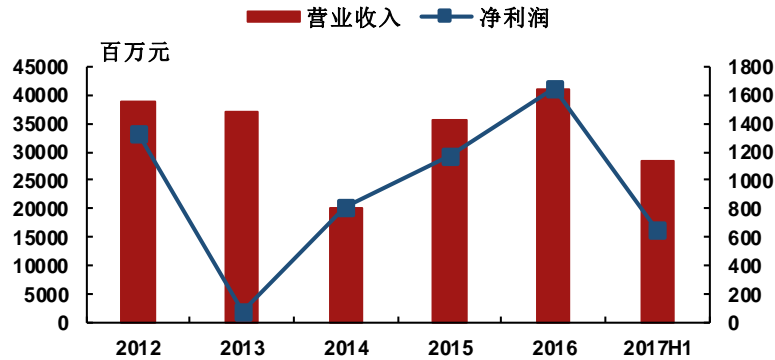


资料来源：Wind，招商证券

#### 4、并购凯傲转型智能物流供应商，打开外延成长空间

公司近年来持续增持凯傲集团股份，目前持股 43.26% 成为第一大股东。凯傲集团是全球第二大工业叉车制造商，自 14 年公司并表以来凯傲业绩实现高速增长，16 年实现营收 410.6 亿 (+15.7%)，净利 16.5 亿 (+40.0%)。凯傲于 16 年收购全球第三大仓储物流供应商德马泰克打造全球智能物流龙头，收购完成后两者协同效应凸显，在产品线与客户地域上完美互补；同时随着电商快速发展，未来中国智能物流市场空间较大，两者有望携手进入中国市场，再造一条智能物流黄金产业链。

图 6：KION 历年营收以及净利润一览



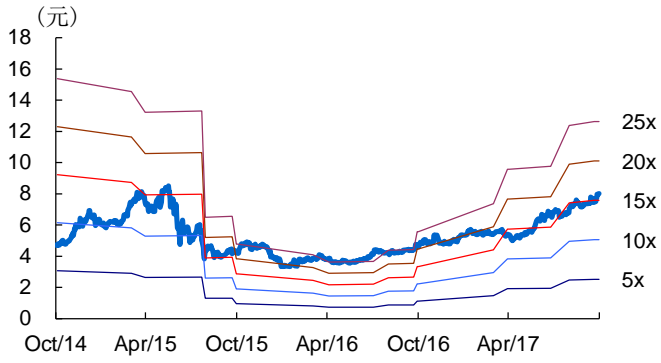
资料来源：公司公告，招商证券

#### 盈利预测与评级

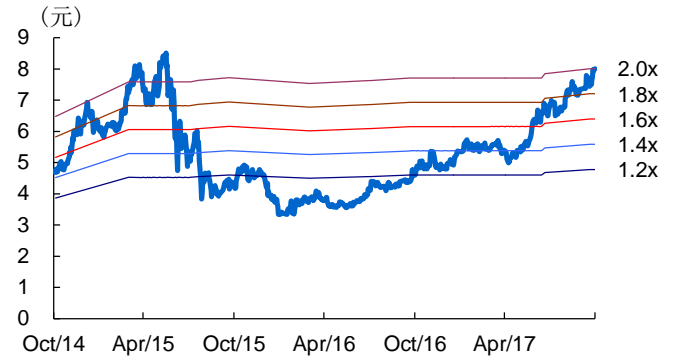
公司 Q3 实现营收 392.4 亿 (+89.4%)；归母净利润 19.5 亿 (+316.1%)。其中毛利率为 22.6% (-1.2pct)，三费率为 13.6% (-4.3pct)，本部发动机业务增利 12 亿。同时预告全年实现净利 61-65 亿，同比增长 150-166%。重卡行业开启 2-3 年景气周期，公司作为重卡黄金产业链龙头将显著受益；并购凯傲转型智能物流供应商，打开外延成长空间。我们预计 17-19 年净利为 62.43、66.20、69.94 亿，对应 EPS 为 0.78、0.83、0.87 元，维持“强烈推荐-A”评级。

图 7：潍柴动力历史 PE Band

图 8：潍柴动力历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券



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
<b>流动资产</b>	57753	76406	113119	123573	136436
现金	24601	27123	29294	37278	45497
交易性投资	38	129	129	129	129
应收票据	8928	16743	29108	30006	31623
应收款项	8977	11336	18204	18766	19777
其它应收款	646	821	1427	1471	1551
存货	11842	16091	27705	28451	29984
其他	2722	4163	7252	7471	7874
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>114873</b>	<b>163991</b>	<b>200036</b>	<b>209735</b>	<b>221793</b>
<b>流动负债</b>	39870	58980	82830	84650	88390
短期借款	2961	4772	4000	4000	4000
应付账款	14265	21898	38599	39638	41774
预收账款	1637	4627	8156	8376	8827
其他	21006	27684	32075	32636	33789
<b>长期负债</b>	33277	60449	60449	60449	60449
长期借款	7284	30216	30216	30216	30216
其他	25993	30233	30233	30233	30233
<b>负债合计</b>	<b>73147</b>	<b>119429</b>	<b>143278</b>	<b>145098</b>	<b>148839</b>
股本	3999	3999	7997	7997	7997
资本公积金	(475)	(265)	(265)	(265)	(265)
留存收益	28205	28005	33248	37995	43003
少数股东权益	9997	12823	15777	18909	22219
归属于母公司所有者权益	31729	31738	40980	45727	50735
<b>负债及权益合计</b>	<b>114873</b>	<b>163991</b>	<b>200036</b>	<b>209735</b>	<b>221793</b>

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	6774	8250	11523	16811	17159
净利润	1391	2441	6243	6620	6994
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)	(6139)	(714)	(1023)
其它	816	768	3804	3202	3434
<b>投资活动现金流</b>	(4115)	(19630)	(6669)	(6669)	(6669)
资本支出	(4345)	(4460)	(6669)	(6669)	(6669)
其他投资	230	(15171)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(2176)	11742	(2682)	(2158)	(2271)
借款变动	(3431)	12621	(5397)	0	0
普通股增加	1999	0	3999	0	0
资本公积增加	(1421)	210	0	0	0
股利分配	(500)	(800)	(1000)	(1873)	(1986)
其他	1177	(289)	(285)	(285)	(285)
<b>现金净增加额</b>	483	362	2171	7984	8219

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	73720	93184	162000	167000	176000
营业成本	56760	72100	127089	130511	137544
营业税金及附加	184	451	784	808	852
营业费用	6246	7645	10854	11189	11792
管理费用	7174	7652	10692	11189	11792
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
<b>营业利润</b>	2578	4118	11396	12119	12836
营业外收入	694	671	671	671	671
营业外支出	188	152	152	152	152
<b>利润总额</b>	3083	4638	11916	12638	13355
所得税	921	1041	2719	2886	3051
<b>净利润</b>	2163	3596	9196	9752	10304
少数股东损益	772	1155	2954	3132	3309
<b>归属于母公司净利润</b>	1391	2441	6243	6620	6994
<b>EPS (元)</b>	0.35	0.61	0.78	0.83	0.87

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-7%	26%	74%	3%	5%
营业利润	-61%	60%	177%	6%	6%
净利润	-72%	76%	156%	6%	6%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.0%	22.6%	21.6%	21.9%	21.9%
净利率	1.9%	2.6%	3.9%	4.0%	4.0%
ROE	4.4%	7.7%	15.2%	14.5%	13.8%
ROIC	3.7%	3.9%	9.9%	9.6%	9.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.7%	72.8%	71.6%	69.2%	67.1%
净负债比率	13.5%	24.2%	17.1%	16.3%	15.4%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.5	1.5
速动比率	1.2	1.0	1.0	1.1	1.2
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
存货周转率	4.6	5.2	5.8	4.6	4.7
应收帐款周转率	7.9	9.2	11.0	9.0	9.1
应付帐款周转率	3.8	4.0	4.2	3.3	3.4
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.35	0.61	0.78	0.83	0.87
每股经营现金	1.69	2.06	1.44	2.10	2.15
每股净资产	7.94	7.94	5.12	5.72	6.34
每股股利	0.20	0.25	0.23	0.25	0.26
<b>估值比率</b>					
PE	23.0	13.1	10.3	9.7	9.2
PB	1.0	1.0	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	21.4	17.5	8.1	7.8	7.5

## 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，2010年获水晶球奖项并获得新财富最佳分析师第三名。2011年新财富最佳分析师上榜，并获得水晶球第四名、金牛奖最佳分析师第三名。2012年入围新财富最佳分析师评选，2013年水晶球第四名，新财富最佳分析师第五名。2014年水晶球第一名，新财富最佳分析师第二名。2015年金牛奖第一名，水晶球公募类第一名，新财富最佳分析师第三名。2016年金牛奖第二名，新财富最佳分析师第五名。

**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。