

## 潍柴动力(000338)

### 业绩再超市场预期，长期仍有上行空间 买入(维持)

2017年10月31日

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	93,184	162,605	172,362	182,359
同比(%)	26.40	74.50	6.00	5.80
净利润(百万元)	2,441	6,377	6,893	7,051
同比(%)	75.55	161.22	8.10	2.28
毛利率(%)	22.63	22.80	22.70	22.70
ROE(%)	12.91	44.50	44.60	42.66
每股收益(元)	0.31	0.80	0.86	0.88
P/E	26	10	9	9
P/B	2.0	2.1	1.9	1.7

#### 事件:

公司发布 2017 年三季度报告，1-9 月公司实现营业收入 1115.5 亿元，同比增长 76.3%；实现归母净利润 46.0 亿元，同比增长 198.8%。

#### 投资要点:

■ 公司前三季度净利润 46 亿元（同比+199%），预告 2017 年全年净利润 61-65 亿元，同比增长 150-166%，再超市场预期。主要原因：1）三季度重卡行业淡季不淡，三季度销售 28.5 万辆（同比+87.5%，环比-4.9%）。2）公司发动机和重卡市场份额提升，三季度实现营业收入 392.4 亿元（同比+89.4%，环比+5.1%），实现净利润 19.5 亿元（同比+316.0%，环比+32.9%）。3）公司盈利能力环比提升，三季度毛利率 22.6%，环比提升 0.9 个百分点，综合费用率 13.6%，环比下降 0.5 个百分点。4）海外业务增长明显，凯傲公司 2017 年 1-9 月实现营业收入 56.8 亿欧元（同比+47.5%），净利润 2.3 亿欧元（同比+40.2%）。公司公告三季度计提资产减值准备 2.5 亿元，若剔除该因素影响，公司盈利能力更为乐观。

■ 重卡销量持续超预期，预计 2017 年销量超过 110 万辆，景气度有望持续至 2018 年。根据第一商用车网，9 月重卡单月销量 10.1 万辆（同比+91.0%），连续四月创历史新高。综合考虑四季度为行业旺季，华北地区环保限产，预计四季度重卡销量与三季度持平，2017 全年将超过 110 万辆，存在超预期可能。由于行业库存仍处于较低水平，随着宏观经济逐渐企稳，固定资产投资回升，我们预计本轮重卡行业景气有望持续至 2018 年。

■ 中国重卡长期均衡销量区间上推至 70-90 万，对标国际龙头康明斯，潍柴动力产品结构和盈利仍有上行空间。1）从国际经验来看，重卡保有量将跟随宏观经济保持“平稳增长”，今年上半年 GDP 增速 6.9%，略有回升。2）据我们测算，超限超载治理对物流车有效运力下降 20%左右，以物流车保有量 250 万辆为基数，预计 2016-2018 年期间累计带来新增需求约 50 万辆。重卡保有量将超过 600 万辆，年化更新需求增加约 10 万辆，长期均衡销量在 70-90 万辆。3）2016 年康明斯重卡发动机销量 7.9 万台，单台价格 3.1 万美元，远高于潍柴动力单台价格 7.8 万元人民币。随着产品结构升级，大马力发动机占比提升，潍柴动力产品结构和盈利能力仍有上行空间。

证券分析师 高登

执业证书编号: S0600516070003

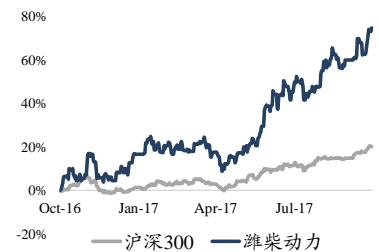
010-66573557

gaod@dwzq.com.cn

研究助理 陈斯竹

chenszh@dwzq.com.cn

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	8.01
一年最低/最高价	4.35/8.05
市净率(倍)	2.02
流通 A 股市值(百万元)	34,595

#### 基础数据

每股净资产(元)	3.97
资本负债率(%)	72.83
总股本(百万股)	7,997
流通 A 股(百万股)	4,319

#### 相关研究

1. 潍柴动力：受益重卡高景气，三季度再超预期-20170830
2. 潍柴动力：工程车需求接力，业绩再超市场预期-20170713
3. 潍柴动力 2017 年一季度点评：业绩继续超预期，国内高端装备龙头-20170429
4. 潍柴动力 2017 年一季度业绩预告点评：工程车需求复苏，一季报继续超预期-20170417

■ **海外并购支持战略转型，成就国内装备制造龙头。**2010 年以前，公司以发动机为核心，整车和变速箱为支撑，成为国内重卡和工程机械的行业龙头。2012 年 8 月，潍柴以 7.4 亿欧元收购凯傲公司 25%股权和林德液压 70%权益，逐步将股权比例提升至 43.26%。2016 年 6 月 22 日，凯傲收购德马泰克，进入物流自动化装备领域。公司逐步成为以发动机、液压、叉车和物流装备等多业务并举，国内与海外均衡发展的全球性装备制造龙头。

■ **投资建议：**考虑行业景气回升、公司业绩再超市场预期，上调公司 2017/18/19 年盈利预测为 0.80/0.86/0.88 元（2016 年 EPS 为 0.31 元）。公司当前价 8.01 元，分别对应 2017/18/19 年 10/9/9 倍 PE。我们认为公司合理估值为 2017 年 15 倍 PE，目标价 12 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 宏观经济持续低迷，导致重卡需求不达预期，行业增速下滑；2) 市场竞争加剧导致公司市场份额下降。

潍柴动力三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>76,406</b>	<b>107,385</b>	<b>112,393</b>	<b>122,254</b>	<b>营业收入</b>	<b>93,184</b>	<b>162,605</b>	<b>172,362</b>	<b>182,359</b>
现金	27,123	24,762	24,633	29,249	营业成本	72,100	125,531	133,235	140,963
应收款项	11,336	19,236	20,390	21,573	营业税金及附加	451	813	862	912
存货	16,091	24,353	25,848	27,347	销售费用	7,645	11,382	12,410	13,677
其他	21,856	39,033	41,522	44,085	管理费用	7,652	10,082	11,721	12,400
<b>非流动资产</b>	<b>87,585</b>	<b>90,083</b>	<b>92,313</b>	<b>94,274</b>	财务费用	199	2,157	2,007	1,996
长期股权投资	1,545	1,545	1,545	1,545	投资净收益	120	200	100	100
固定资产	25,802	28,273	30,473	32,404	其他	-1,140	-1,298	-167	-170
无形资产	25,363	25,393	25,423	25,453	<b>营业利润</b>	<b>4,118</b>	<b>11,542</b>	<b>12,060</b>	<b>12,340</b>
其他	34,875	34,872	34,872	34,872	营业外净收支	519	180	250	250
<b>资产总计</b>	<b>163,991</b>	<b>197,467</b>	<b>204,706</b>	<b>216,528</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,638</b>	<b>11,722</b>	<b>12,310</b>	<b>12,590</b>
<b>流动负债</b>	<b>58,980</b>	<b>94,008</b>	<b>94,113</b>	<b>98,816</b>	所得税费用	1,041	2,344	2,462	2,518
短期借款	4,772	-	-	-	少数股东损益	1,155	3,001	2,954	3,022
应付账款	21,898	43,936	46,632	49,337	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,441</b>	<b>6,377</b>	<b>6,893</b>	<b>7,051</b>
其他	32,311	50,072	47,480	49,479	EBIT	3,681	10,878	11,362	11,564
<b>非流动负债</b>	<b>60,449</b>	<b>57,481</b>	<b>57,581</b>	<b>57,581</b>	EBITDA	8,882	9,404	10,059	10,491
长期借款	30,216	30,216	30,216	30,216					
其他	30,233	27,265	27,365	27,365					
<b>负债总计</b>	<b>119,429</b>	<b>151,490</b>	<b>151,694</b>	<b>156,398</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	12,823	15,824	18,779	21,800	每股收益(元)	0.31	0.80	0.86	0.88
归属母公司股东权益	31,738	30,153	34,233	38,330	每股净资产(元)	3.97	3.77	4.28	4.79
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>163,991</b>	<b>197,467</b>	<b>204,706</b>	<b>216,528</b>	发行在外股份(百万股)	3,999	7,997	7,997	7,997
					ROIC(%)	4.28%	14.42%	14.10%	13.50%
					ROE(%)	12.91%	44.50%	44.60%	42.66%
					毛利率(%)	22.63%	22.80%	22.70%	22.70%
					EBITMargin(%)	-0.10%	11.80%	13.20%	14.80%
					销售净利率(%)	2.62%	3.92%	4.00%	3.87%
					资产负债率(%)	72.83%	76.72%	74.10%	72.23%
					收入增长率(%)	26.40%	74.50%	6.00%	5.80%
					净利润增长率(%)	75.55%	161.22%	8.10%	2.28%
					P/E	26.24	10.05	9.29	9.09
					P/B	2.02	2.12	1.87	1.67
					EV/EBITDA	12.66	11.96	11.18	10.72
现金流量表 (百万元)									
	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	8,250	11,341	7,691	12,666					
投资活动现金流	-19,630	-2,938	-3,100	-3,100					
筹资活动现金流	11,742	-10,763	-4,720	-4,950					
现金净增加额	362	-2,361	-129	4,616					
折旧和摊销	6,027	701	969	1,239					
资本开支	-4,460	-3,200	-3,200	-3,200					
营运资本变动	-2,680	-1,993	-5,200	-712					
企业自由现金流	1,742	4,211	1,659	6,579					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>