

## 短期增速放缓，打造商用车龙头目标明确

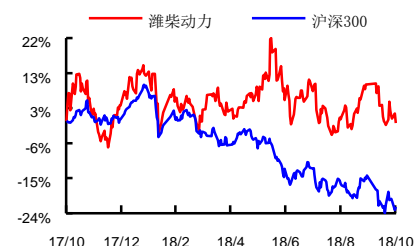
### 投资要点

- **事件：**公司公布 2018 年三季报，前三季度合计实现营业收入 1181.8 亿元，yoy+6%；实现归母净利润 60 亿元，yoy+30.4%。其中第三季度实现营业收入 359.2 亿元，yoy-8.5%；实现归母净利润 16.1 亿元，yoy-17.6%。
- **下半年整车及零部件销量增速随行业放缓，未来动力总成整合提供支撑。**2018Q3 重卡行业整体销量同比下降 21%，公司整车、叉车、零部件等产品整体降幅水平优于行业情况。其中，叉车产品与重卡景气周期关联性不强，目前公司仓储叉车板块收入占比已超 40%，保持稳健增长，在重卡行业放缓的周期下形成托底。从报表情况测算，2018Q3 重卡发动机收入大约同比下降 29.6%，除行业需求下行因素以外，主机厂自配发动机的趋势也对该板块收入造成影响。未来伴随中国重汽和潍柴动力以国标排放升级，在动力总成部分实现一定整合，形成潍柴 WP 系列和曼 MC 系列产品的双技术路径，对公司重卡发动机板块销量将提供支持。
- **公司财务指标保持稳定，经营格局短期或有小幅承压。**三季度公司毛利率 21.3%，同比下降 1.3 个百分点，主要系原材料价格上升抬高生产成本。费用率 13.4% 基本持平。加权 ROE 16.5%，同比提高 3.3 个百分点，资产负债率 69.9%，同比降低 2.2 个百分点，资产结构有一定改善。此外预付账款方面较期初增长 80.8%。因会计政策变更影响，Q3 单季资产减值与信用损失，合计为 1.4 亿元，同比下降 43.2%，较上半年同比下降 70.5% 的水平，实际上或有所扩大。
- **打造商用车全产业链目标明确，抗周期扰动能力强。**公司以重卡产业链为基础，近 10 年稳步实现了对博杜安、林德液压、凯傲、Dematic 的收购，完成了液压系统、智能仓储物流等产业链布局，2017 年之后，战略入主美国 PSI，进军适用于商用车的燃料电池新能源板块。2018Q3 公司董事长兼任中国重汽集团董事长，规划重卡双动力总成技术路线。较国内其他商用车主机厂而言，目前公司在商用车尤其是重卡全产业链上拥有的整体平台优势更明显，多元化扩张对冲板块周期性下行的能力也更突出。
- **盈利预测与评级。**预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.91 元、0.98 元、1.12 元，对应动态 PE 分别为 8 倍、8 倍、7 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**重卡市场或持续低迷；资产减值损失或有所扩大。

### 西南证券研究发展中心

分析师：刘洋  
 执业证号：S1250518090002  
 电话：021-58351909  
 邮箱：liuyqc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	79.97
流通 A 股(亿股)	43.10
52 周内股价区间(元)	7.46-9.75
总市值(亿元)	603.79
总资产(亿元)	1,992.93
每股净资产(元)	4.67

### 相关研究

1. 潍柴动力 (000338)：重卡核心地位不变，外延整合提供内生动力 (2018-08-29)

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	151569.39	168443.48	175013.13	190705.50
增长率	62.66%	11.13%	3.90%	8.97%
归属母公司净利润 (百万元)	6808.34	7315.45	7861.24	8948.24
增长率	178.89%	7.45%	7.46%	13.83%
每股收益 EPS (元)	0.85	0.91	0.98	1.12
净资产收益率 ROE	16.29%	14.88%	14.06%	14.04%
PE	9	8	8	7
PB	1.71	1.42	1.23	1.07

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	151569.39	168443.48	175013.13	190705.50	净利润	9178.37	9862.00	10597.78	12063.18
营业成本	118467.63	129152.16	133941.11	146130.47	折旧与摊销	7364.75	4874.86	4874.86	4874.86
营业税金及附加	738.07	685.27	803.67	860.07	财务费用	590.75	2125.84	2112.61	2038.90
销售费用	10337.77	12729.27	12984.75	14046.22	资产减值损失	1950.14	161.35	703.53	392.16
管理费用	9601.59	12677.71	12676.82	13704.62	经营营运资本变动	3675.22	112.84	733.69	135.75
财务费用	590.75	2125.84	2112.61	2038.90	其他	-6500.90	-532.70	-1644.06	-210.00
资产减值损失	1950.14	161.35	703.53	392.16	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>16258.33</b>	<b>16604.19</b>	<b>17378.42</b>	<b>19294.84</b>
投资收益	153.92	130.00	130.00	130.00	资本支出	-14440.39	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	100.77	80.00	80.00	80.00	其他	9403.15	-1466.93	1988.97	210.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5037.23</b>	<b>-1466.93</b>	<b>1988.97</b>	<b>210.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>10384.90</b>	<b>11121.87</b>	<b>12000.63</b>	<b>13743.07</b>	短期借款	-1596.76	-3174.89	0.00	0.00
其他非经营损益	137.36	480.48	467.35	448.91	长期借款	-14537.52	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>10522.27</b>	<b>11602.35</b>	<b>12467.97</b>	<b>14191.97</b>	股权融资	4104.38	0.00	0.00	0.00
所得税	1343.90	1740.35	1870.20	2128.80	支付股利	-2199.24	-1361.67	-1463.09	-1572.25
净利润	9178.37	9862.00	10597.78	12063.18	其他	7631.41	-183.64	-7708.86	-2038.90
少数股东损益	2370.02	2546.55	2736.54	3114.94	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-6597.74</b>	<b>-4720.20</b>	<b>-9171.95</b>	<b>-3611.14</b>
归属母公司股东净利润	6808.34	7315.45	7861.24	8948.24	<b>现金流量净额</b>	<b>4655.76</b>	<b>10417.06</b>	<b>10195.44</b>	<b>15893.70</b>
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	34221.84	44638.90	54834.34	70728.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	40281.21	47877.56	49175.62	53325.03	销售收入增长率	62.66%	11.13%	3.90%	8.97%
存货	19850.82	21883.12	23452.24	25194.54	营业利润增长率	152.16%	7.10%	7.90%	14.52%
其他流动资产	5986.31	6411.95	4798.69	5194.53	净利润增长率	155.22%	7.45%	7.46%	13.83%
长期股权投资	2638.94	2638.94	2638.94	2638.94	EBITDA 增长率	77.31%	-1.19%	4.78%	8.79%
投资性房地产	569.21	569.21	569.21	569.21	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	28285.56	26191.65	24097.73	22003.81	毛利率	21.84%	23.33%	23.47%	23.37%
无形资产和开发支出	46939.00	44186.40	41433.79	38681.19	三费率	13.55%	16.35%	15.87%	15.62%
其他非流动资产	10865.28	12513.87	12485.53	12457.18	净利率	6.06%	5.85%	6.06%	6.33%
<b>资产总计</b>	<b>189638.17</b>	<b>206911.59</b>	<b>213486.08</b>	<b>230792.46</b>	ROE	16.29%	14.88%	14.06%	14.04%
短期借款	3174.89	0.00	0.00	0.00	ROA	4.84%	4.77%	4.96%	5.23%
应付和预收款项	56341.71	65142.51	67638.47	73079.21	ROIC	16.97%	20.69%	23.75%	28.84%
长期借款	15678.59	15678.59	15678.59	15678.59	EBITDA/销售收入	12.10%	10.76%	10.85%	10.83%
其他负债	58087.98	59825.96	54769.80	56144.51	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>133283.18</b>	<b>140647.06</b>	<b>138086.86</b>	<b>144902.31</b>	总资产周转率	0.86	0.85	0.83	0.86
股本	7997.24	7997.24	7997.24	7997.24	固定资产周转率	5.73	6.47	7.31	8.73
资本公积	135.90	135.90	135.90	135.90	应收账款周转率	12.17	10.74	9.78	10.20
留存收益	28515.60	34469.38	40867.52	48243.52	存货周转率	6.32	5.96	5.81	5.96
归属母公司股东权益	35239.52	42602.51	49000.66	56376.66	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.13%	—	—	—
少数股东权益	21115.47	23662.02	26398.56	29513.50	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>56354.99</b>	<b>66264.53</b>	<b>75399.22</b>	<b>85890.15</b>	资产负债率	70.28%	67.97%	64.68%	62.78%
负债和股东权益合计	189638.17	206911.59	213486.08	230792.46	带息债务/总负债	21.99%	18.58%	18.93%	18.04%
					流动比率	1.28	1.42	1.60	1.72
					速动比率	1.03	1.16	1.31	1.44
					股利支付率	32.30%	18.61%	18.61%	17.57%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.85	0.91	0.98	1.12
					每股净资产	4.41	5.33	6.13	7.05
					每股经营现金	2.03	2.08	2.17	2.41
					每股股利	0.28	0.17	0.18	0.20
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	18340.41	18122.57	18988.10	20656.83					
PE	8.87	8.25	7.68	6.75					
PB	1.71	1.42	1.23	1.07					
PS	0.40	0.36	0.34	0.32					
EV/EBITDA	2.64	1.83	0.91	0.07					
股息率	3.64%	2.26%	2.42%	2.60%					

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn