

投资评级 优于大市 维持

出口亮眼，高端设备高速增长

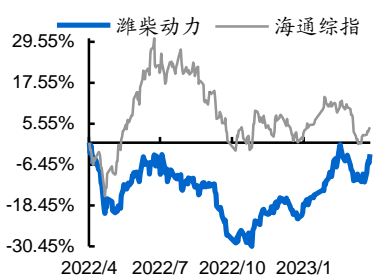
股票数据

04月03日收盘价(元)	12.70
52周股价波动(元)	9.01-13.52
总股本/流通A股(百万股)	8727/5048
总市值/流通市值(百万元)	110827/88790

相关研究

《动力龙头有望受益于行业景气度修复》
 2023.01.16

市场表现



指标	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.6	9.7	23.7
相对涨幅(%)	2.6	10.9	18.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘一鸣

Tel: (021) 23154145

Email: lym15114@haitong.com

证书: S0850522120003

分析师: 房乔华

Tel: 021-23219807

Email: fqh12888@haitong.com

证书: S0850522030001

分析师: 张觉尹

Tel: 021-23185705

Email: zjy15229@haitong.com

证书: S0850523020001

投资要点:

- 潍柴动力发布 2022 年年报。**公司全年营收 1752 亿元，同比下降约 20%；归母净利润 49 亿元，同比下降约 48%；扣非归母净利润 33 亿元，同比下降约 61%。其中 2022Q4 营收 446 亿元，同比增长约 11%；归母净利润 16 亿元，同比增长约 11%；扣非归母净利润 12 亿元，同比增长约 15%。
- 2022 年重卡行业销量同比大幅下滑，但潍柴动力表现优于行业。**根据公司年报，2022 年国内重卡销量仅 67 万台，同比下降 52%。受行业影响，2022 年潍柴动力旗下重卡整车、发动机和变速箱产品分别仅销售 8 万台、57.3 万台和 59 万台，同比下滑 47%/44%/49%，但表现优于行业。
- 发动机业务份额强势。**根据潍柴动力官方公众号“潍柴资讯”，2022 年公司取得重卡发动机份额 32%，工程机械发动机份额 34%，农机发动机份额 18%，仍然居于国内领先地位。随着国六技术逐渐成熟，以及 2023 年行业景气度的修复，我们认为公司在国内重卡的市占率有望提升。
- 出口业务亮眼。**根据潍柴动力官方公众号“潍柴资讯”，2022 年公司发动机、变速箱和重卡出口销量分别同比高速增长 56%/54%/79%。我们认为国内重卡链产品出口高速增长，与中国供应链在疫情中的出色稳定表现，以及国内重卡在海外认知逐渐积累有关。我们预计潍柴动力重卡链出口在 2023 年继续高速增长。
- 高端设备高速增长。**根据公司年报，2022 年公司大缸径发动机实现收入 29.5 亿元，同比增长 109%；高端液压实现国内收入 6.5 亿元，同比增长 14.9%，2018-2022 年复合增长率 27%。潍柴动力大缸径高速发动机以高品质、高性能持续发力数据中心、远洋捕捞、公务艇等市场，产品销量实现高速增长；液压动力总成供不应求。因此，我们认为公司高端设备业务将继续高速增长。
- 我们认为 2023 年重卡景气度有望显著修复，因此公司的营收和业绩有望稳健增长。**我们预计公司 2023/24/25 年取得营收 2159/2316/2487 亿元，归母净利润 74/103/125 亿元，EPS 为 0.84/1.18/1.43 元，2023 年 4 月 3 日收盘价对应 PE 约为 15/11/9 倍。参考可比公司，我们预计公司 2023 年合理 PE 范围为 17-19 倍，对应合理价值区间为 14.36-16.05 元。维持“优于大市”评级。

风险提示: 重卡销量不及预期，原材料价格大幅上涨。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	220215	175158	215924	231641	248674
(+/-)YoY(%)	11.6%	-20.5%	23.3%	7.3%	7.4%
净利润(百万元)	9493	4905	7373	10280	12500
(+/-)YoY(%)	2.9%	-48.3%	50.3%	39.4%	21.6%
全面摊薄 EPS(元)	1.09	0.56	0.84	1.18	1.43
毛利率(%)	19.0%	17.8%	19.1%	19.6%	19.7%
净资产收益率(%)	13.2%	6.7%	9.2%	11.3%	12.1%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

营收及盈利预测：

智能物流业务：潍柴海外控股子公司凯傲是内部物流领域的全球领先供应商。我们认为随着全球经济的修复，该业务在2023/24/25年有望取得5%/5%/5%的增长。考虑到规模效应，毛利率也将有所修复，预计2023/24/25年分别为20.5%/21.3%/21.6%。

农业装备业务：我们认为该业务主要与农业投资相关，预计2023/24/25年营收稳健增长，增速为10%/5%/5%，毛利率维持稳定。

整车及关键零部件业务：该业务主要与国内重卡市场相关。2022年国内重卡景气度较低，我们认为2023年行业将迎来显著修复，同比增长45%左右。因此我们预计公司该业务2023/24/25年营收同比增速为50%/10%/10%。随着规模效应的提升，毛利率也将有所增长，预计2023/24/25年分别为19.9%/20.3%/20.3%。

表1 公司分业务盈利预测（百万元）

收入(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
智能物流	78910	82856	86999	91349
农业装备	17343	19077	20031	21033
整车及关键零部件	61708	92562	101818	112000
其他汽车零部件	9406	13639	15003	16503
其他主营业务	7790	7790	7790	7790
合计	175 58	215924	231641	248674
成本(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
智能物流	63955	65874	68509	71592
农业装备	15072	16579	17408	18279
整车及关键零部件	50430	74133	81175	89293
其他汽车零部件	7907	11465	12612	13873
其他主营业务	6646	6646	6646	6646
合计	144011	174697	186350	199682
毛利(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
智能物流	14955	16982	18490	19757
农业装备	2271	2498	2622	2754
整车及关键零部件	11278	18429	20643	22707
其他汽车零部件	1499	2174	2391	2630
其他主营业务	1144	1144	1144	1144
合计	31147	41227	45291	48992
毛利率	2022A	2023E	2024E	2025E
智能物流	19.0%	20.5%	21.3%	21.6%
农业装备	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
整车及关键零部件	18.3%	19.9%	20.3%	20.3%
其他汽车零部件	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
其他主营业务	14.7%	14.7%	14.7%	14.7%
合计	17.8%	19.1%	19.6%	19.7%

营业收入-同比	2022A	2023E	2024E	2025E
智能物流	1%	5%	5%	5%
农业装备		10%	5%	5%
整车及关键零部件	-41%	50%	10%	10%
其他汽车零部件	-28%	45%	10%	10%
其他主营业务	1%	0%	0%	0%
营业成本-同比	2022A	2023E	2024E	2025E
智能物流	8%	3.0%	4.0%	4.5%
农业装备		10%	5%	5%
整车及关键零部件	-42%	47%	9.5%	10%
其他汽车零部件	-27%	45%	10%	10%
其他主营业务	4%	0%	0%	0%

资料来源：公司年报（2022），海通证券研究所

表 2 可比公司估值比较

可比公司	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
中国重汽	16.66	0.88	0.18	0.86	1.23	19	93	19	14
福田汽车	3.50	-0.77	0.01	0.22	0.30	-5	350	16	12
平均						7	221	18	13

资料来源：Wind 一致性预测（收盘价日期为 2023 年 4 月 3 日），海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	175158	215924	231641	248674
每股收益	0.56	0.84	1.18	1.43	营业成本	144011	174697	186350	199682
每股净资产	8.39	9.23	10.41	11.84	毛利率%	17.8%	19.1%	19.6%	19.7%
每股经营现金流	-0.27	5.01	2.30	4.38	营业税金及附加	481	776	784	806
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	10661	12955	11582	11812
P/E	22.59	15.03	10.78	8.87	营业费用率%	6.1%	6.0%	5.0%	4.8%
P/B	1.51	1.38	1.22	1.07	管理费用	8092	9177	9266	9325
P/S	0.63	0.51	0.48	0.45	管理费用率%	4.6%	4.3%	4.0%	3.8%
EV/EBITDA	4.41	3.17	2.42	1.35	EBIT	4073	10114	14973	18346
股息率%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-909	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.8%	19.1%	19.6%	19.7%	资产减值损失	-875	-368	-41	-190
净利润率	2.8%	3.4%	4.4%	5.0%	投资收益	243	0	0	0
净资产收益率	6.7%	9.2%	11.3%	12.1%	营业利润	5834	9746	14932	18155
资产回报率	1.7%	2.3%	3.0%	3.4%	营业外收支	251	0	0	0
投资回报率	2.5%	5.3%	7.4%	8.3%	利润总额	6085	9746	14932	18155
盈利增长 (%)					EBITDA	15221	21601	25960	31406
营业收入增长率	-20.5%	23.3%	7.3%	7.4%	所得税	403	1462	2240	2723
EBIT 增长率	-68.0%	148.3%	48.0%	22.5%	有效所得税率%	6.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-48.3%	50.3%	39.4%	21.6%	少数股东损益	778	911	2411	2932
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	4905	7373	10280	12500
资产负债率	64.5%	64.6%	63.1%	61.3%					
流动比率	1.41	1.34	1.38	1.43	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.02	1.11	1.04	1.20	货币资金	70842	90801	95919	116821
现金比率	0.59	0.67	0.67	0.76	应收账款及应收票据	31021	28958	35387	33689
经营效率指标					存货	33374	20006	36935	24079
应收账款周转天数	41.19	25.00	25.00	25.00	其它流动资产	33247	41305	30493	44495
存货周转天数	85.99	55.00	55.00	55.00	流动资产合计	168484	181070	198733	219085
总资产周转率	0.60	0.71	0.71	0.71	长期股权投资	5341	7121	7846	8558
固定资产周转率	4.81	5.54	5.75	6.16	固定资产	37894	40064	40496	40246
					在建工程	7980	7490	7745	8373
					无形资产	22759	20764	20512	19654
					非流动资产合计	125182	136538	139866	144259
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	293666	317607	338599	363343
净利润	4905	7373	10280	12500	短期借款	4609	4048	3487	3843
少数股东损益	778	911	2411	2932	应付票据及应付账款	67585	78980	85935	91527
非现金支出	12436	11855	11028	13250	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-796	0	0	0	其它流动负债	47549	52372	54277	57641
营运资金变动	-19671	23592	-3685	9506	流动负债合计	119743	135400	143699	153012
经营活动现金流	-2349	43731	20034	38189	长期借款	22782	22782	22782	22782
资产	-6563	-20848	-13191	-16458	其它长期负债	47030	47030	47030	47030
投资	-4314	-2363	-1165	-1185	非流动负债合计	69813	69813	69813	69813
其他	2332	0	0	0	负债总计	189555	205213	213512	222825
投资活动现金流	-8545	-23211	-14356	-17643	实收资本	8727	8727	8727	8727
债权募资	9728	-561	-561	356	归属于母公司所有者权益	73184	80557	90837	103337
股权募资	1676	0	0	0	少数股东权益	30926	31838	34249	37181
其他	-6552	0	0	0	负债和所有者权益合计	293666	317607	338599	363343
融资活动现金流	4852	-561	-561	356					
现金净流量	-5865	19960	5117	20902					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 03 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘一鸣 汽车行业
房乔华 汽车行业
张觉尹 汽车行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 中鼎股份,伯特利,瑞鹤模具,华依科技,潍柴动力,保隆科技,奥福环保,比亚迪,文灿股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。