

评级: 买入 (维持)

市场价格: 17.66 元

分析师: 何俊艺

执业证书编号: S0740523020004

公司盈利预测及估值

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	175,158	213,958	227,224	246,765	266,753
增长率 yoy%	-14%	22%	6%	9%	8%
净利润(百万元)	4,905	9,014	11,307	13,379	14,309
增长率 yoy%	-47%	84%	25%	18%	7%
每股收益(元)	0.56	1.03	1.30	1.53	1.64
每股现金流量	-0.27	3.15	2.15	0.83	4.63
净资产收益率	5%	8%	9%	10%	9%
P/E	31.4	17.1	13.7	11.6	10.9
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6	1.4

备注: 数据截至 2024 年 5 月 14 日收盘

基本状况

总股本(百万股)	8,727
流通股本(百万股)	4,972
市价(元)	17.66
市值(百万元)	154,111
流通市值(百万元)	87,799

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年一季报, 24Q1 实现营业收入 563.8 亿元, 同比+5.5%, 环比+5.2%; 实现归母净利润 26.0 亿元, 同比+40.1%, 环比+3.4%; 实现扣非归母净利润 23.4 亿元, 同比+34.6%, 环比-4.0%。
- 收入:** 营收同比增长系天然气发动机销量高增, 环比增长系重卡发动机销量增长。根据交强险数据, 公司 Q1 天然气重卡发动机 3.1 万辆, 同比+136.7%; 公司 Q1 重卡发动机 4.6 万辆, 环比+8.0%。
- 利润:** Q1 盈利能力同比改善。Q1 公司毛利率/净利率分别为 22.1%/5.9%, 同比+3.4pp/+1.7pp, 环比-1.5pp/-0.1pp。公司毛利率改善主要系产品结构优化, Q1 公司天然气发动机占重卡发动机 66.0%, 环比+0.4pp, 同比+39.6pp, 而气体机单机价值更高。
- 凯傲为公司贡献重要增量。** 2024 年 1-3 月, 凯傲集团实现营业收入 28.6 亿欧元, 同比增长 2.8%; 调整后 EBIT 2.3 亿欧元, 同比增长 45.4%; 净利润 1.1 亿欧元, 同比增长 50.9%。其中, 工业车辆和服务业务实现营业收入 21.5 亿欧元, 调整后 EBIT 2.4 亿欧元; 供应链解决方案业务实现营业收入 7.2 亿欧元, 调整后 EBIT 1840 万欧元, EBIT 实现扭亏。
- 天然气重卡高景气, 气体机高市占率持续保持。** 根据交强险数据, 4 月天然气重卡销量达 2.64 万辆, 渗透率 40.6%, 渗透率同比+22.4pp, 环比+1.6pp, 行业高景气, 油气差价带来的燃气车结构性增量机遇预计仍将继续, 燃气车需求将持续上升。公司凭借黄金动力链等优势, 市场份额持续保持 60% 以上, 最新 4 月份额为 62.5%。
- “国三”、“国四”淘汰政策的逐步实施给行业带来置换性增量。** 根据第一商用车网, “十四五”规划等政策收官之年临近, 国三淘汰加速, 国四淘汰启动, 国四车型淘汰可能在 2024 年下半年迎来高峰, 预计有 200 万辆的国三、国四车的置换空间, 存量运力替换需求有望成为公司未来主营业务的重要增长点。
- 盈利预测:** 考虑股权激励以及天然气重卡高景气, 调整公司 24-25 年归母净利润为 113.1、133.8 亿元 (前值为 95.9、110.0 亿), 新增 2026 年盈利预测 143.1 亿元, 同比增速依次为 25%、18%、7%, 对应当前 PE 14X、12X、11X, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 重卡销量不及预期、重卡出口不及预期、油气价差变动存在不确定性。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	92,857	107,378	110,713	147,481	营业收入	213,958	227,224	246,765	266,753
应收票据	8,703	0	0	0	营业成本	168,842	178,371	192,230	207,801
应收账款	23,754	23,808	24,115	25,286	税金及附加	749	795	864	934
预付账款	1,691	2,676	2,883	3,117	销售费用	13,410	14,242	15,466	16,719
存货	37,930	35,797	59,514	49,133	管理费用	9,457	10,043	10,907	11,790
合同资产	3,329	3,644	4,514	4,866	研发费用	8,045	8,544	9,278	10,030
其他流动资产	32,990	30,363	32,745	34,697	财务费用	560	-1,061	-1,302	-1,203
流动资产合计	197,925	200,022	229,970	259,713	信用减值损失	-402	-402	-402	-402
其他长期投资	14,196	15,033	16,267	17,529	资产减值损失	-1,084	-1,084	-1,084	-1,084
长期股权投资	5,175	5,175	5,175	5,175	公允价值变动收益	-363	-363	-363	-363
固定资产	44,073	34,241	26,752	21,063	投资收益	746	746	746	746
在建工程	7,451	7,551	7,551	7,451	其他收益	1,015	1,015	1,015	1,015
无形资产	23,071	22,673	23,236	23,364	营业利润	12,905	16,300	19,331	20,692
其他非流动资产	42,357	42,381	42,402	42,413	营业外收入	400	400	400	400
非流动资产合计	136,322	127,053	121,383	116,994	营业外支出	154	154	154	154
资产合计	334,247	327,075	351,353	376,707	利润总额	13,151	16,546	19,577	20,938
短期借款	2,047	97	226	335	所得税	1,939	2,482	2,936	3,140
应付票据	27,627	28,105	30,934	32,991	净利润	11,212	14,064	16,641	17,798
应付账款	60,127	53,511	58,246	63,587	少数股东损益	2,198	2,757	3,262	3,489
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	9,014	11,307	13,379	14,309
合同负债	15,235	4,090	4,442	4,802	NOPLAT	11,689	13,163	15,534	16,775
其他应付款	7,499	7,499	7,499	7,499	EPS (摊薄)	1.03	1.30	1.53	1.64
一年内到期的非流动负债	14,902	14,902	14,902	14,902					
其他流动负债	18,779	19,693	21,031	22,466					
流动负债合计	146,215	127,897	137,279	146,582					
长期借款	17,908	17,908	17,908	17,908					
应付债券	8,837	8,837	8,837	8,837					
其他非流动负债	48,601	48,601	48,601	48,601					
非流动负债合计	75,346	75,346	75,346	75,346					
负债合计	221,561	203,243	212,626	221,928					
归属母公司所有者权益	79,335	87,724	99,358	111,922					
少数股东权益	33,351	36,107	39,369	42,858					
所有者权益合计	112,686	123,832	138,727	154,780					
负债和股东权益	334,247	327,075	351,353	376,707					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	27,471	18,747	7,218	40,415
现金收益	23,761	25,705	25,699	25,258
存货影响	-4,556	2,134	-23,718	10,382
经营性应收影响	-571	8,749	570	-320
经营性应付影响	19,868	-6,137	7,563	7,399
其他影响	-11,032	-11,704	-2,896	-2,303
投资活动现金流	-5,737	-1,590	-3,570	-3,213
资本支出	-17,952	-2,572	-3,434	-3,002
股权投资	166	0	0	0
其他长期资产变化	12,049	982	-136	-211
融资活动现金流	-13,029	-2,635	-314	-434
借款增加	-969	-1,950	129	109
股利及利息支付	-5,154	-5,783	-5,525	-6,385
股东融资	92	0	0	0
其他影响	-6,998	5,098	5,082	5,842

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	22.2%	6.2%	8.6%	8.1%
EBIT 增长率	164.9%	12.9%	18.0%	8.0%
归母公司净利润增长率	83.8%	25.4%	18.3%	7.0%
获利能力				
毛利率	21.1%	21.5%	22.1%	22.1%
净利率	5.2%	6.2%	6.7%	6.7%
ROE	8.0%	9.1%	9.6%	9.2%
ROIC	9.6%	10.1%	10.9%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	57.6%	61.0%	66.3%	62.1%
债务权益比	81.9%	73.0%	65.2%	58.5%
流动比率	1.4	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.1	1.3	1.2	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	38	38	35	33
应付账款周转天数	113	115	105	106
存货周转天数	76	74	89	94
每股指标 (元)				
每股收益	1.03	1.30	1.53	1.64
每股经营现金流	3.15	2.15	0.83	4.63
每股净资产	9.09	10.05	11.39	12.83
估值比率				
P/E	17	14	12	11
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	18	17	16	16

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。