

跨越周期，稳健成长的优质商用车动力总成龙头

——潍柴动力（000338）深度报告

分析师： 郑连声

SAC NO: S1150513080003

2019年06月20日

汽车——汽车零部件

证券分析师

郑连声

022-28451904

zhengls@bhzq.com

助理分析师

陈兰芳

SAC No: S1150118080005

chenlf@bhzq.com

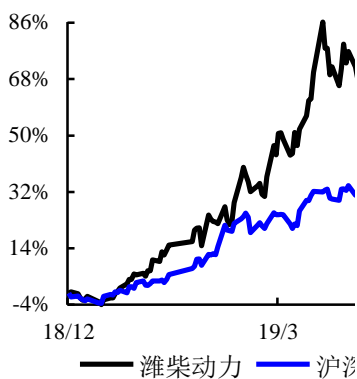
评级： **增持**

上次评级：

目标价格：

最新收盘价： 12.72

最近半年股价相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 国内优秀商用车动力总成龙头，市场份额高

1) 公司成立于2002年，业务上以动力系统为核心，形成了动力总成(发动机、变速箱、车桥)、整车整机、液压控制和汽车零部件四大产业板块协同发展的新格局，是一家综合实力很强的汽车及装备制造的全球化集团。同时，公司通过陆续兼并收购进入智能物流产业链以及新能源燃料电池产业。2) 公司重卡发动机2018年销量为36.3万台，市占率31.6%，行业内领先优势明显；陕重汽重卡销量为15.3万辆，市占比13.3%，稳居重卡行业前四；重卡变速箱2018年销量为86.9万台，同比增长8.8%，市占率超75%。

● 重卡行业产销波动有望降低，公司有望充分受益于产品机构改善+市场份额提升

1) 根据政府稳增长诉求、国三及以下低排放标准车辆加快淘汰更新以及我们对销量测算分析来看，我们认为，随着保有量基数越来越大（最新2017年保有量已达600多万台），更新需求越来越多的情况下，重卡产销波动性有望逐步降低，出现大幅断崖式下滑的可能性较小。因此，公司经营波动性有望降低。2) 2015年后公司12L/13L的大排量发动机销量和占比均持续提升，销量由5万辆增加至2018年的22万辆，占比18%提升至33%。随着大缸径大排量发动机销量占比提升，公司的盈利能力有望持续增强。3) 潍柴目前已经进入国内主流重卡主机厂的供应链，前五的配套份额更集中。当前重卡市场前五家主机厂的市场集中度高，头部效应明显，随着排放要求的升级对技术要求越来越高，实力强的头部重卡公司未来优势将越发凸显，市占率有望持续提升。因此，凭借优质的产品与客户渠道，未来潍柴发动机的市场份额亦有望持续提升。

● 新业务有望接力成为新增长点

1) 林德液压主要配套的是装载机、叉车、推土机等工程机械和农业机械，在装载机、挖掘机、工程机械等领域与潍柴发动机拥有较好的协同效应，未来配套有望持续增长。2) 智能物流：通过收购，凯傲和德马泰克未来将协同发展打造叉车+仓储的智能物流产业链，助力公司成长。3) 新能源：通过收购弗尔赛、PSI，入股巴拉德和锡里斯，合作博世，公司在氢燃料电池、固态氧化物燃料电池、天然气发动机领域已经具备了相对扎实的技术储备及过硬的研发能力。随着未来研发投入的不断加码，公司在燃料电池领域的竞争力有望愈发强大，从而成为公司中长期的增长点。

● 盈利预测，首次覆盖给予“增持”评级

我们预计2019-2021年公司实现营收1748.93/1954.78/2182.42亿元，同比增长9.82%/11.77%/11.64%，实现归母净利润95.21/108.33/126.07亿元，同比增长9.98%/13.78%/16.38%，每股收益EPS分别为1.20/1.37/1.59元/股，对

应 PE 分别为 11/9/8 倍，与可比公司相比具备估值优势。公司作为国内重卡发动机龙头，受益于产品结构改善与市场份额提升，有望实现超越行业增长，新业务助力中长期成长性，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：经济波动超预期；重卡产销低于预期；并购整合低于预期；汇率风险

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	151,569	159,256	174,893	195,478	218,242
(+/-)%	63%	5%	10%	12%	12%
经营利润 (EBIT)	8743	10965	12368	14150	16146
(+/-)%	137%	25%	13%	14%	14%
净利润	6808	8658	9521	10833	12607
(+/-)%	179%	27%	10%	14%	16%
每股收益 (元)	0.85	1.08	1.20	1.37	1.59

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	34222	38210	42609	62915	87438	营业收入	151569	159256	174893	195478	218242
应收票据	25291	24993	29351	32034	35547	营业成本	118468	123686	135476	150976	167999
应收账款	13573	13155	14854	16751	18422	营业税金及附加	738	723	831	923	1019
预付款项	560	1109	1418	1741	2237	销售费用	10338	10619	11718	13097	14622
其他应收款	858	1062	1232	1262	1467	管理费用	9602	6260	6908	7721	8621
应收利息		2375	2375	2375	2375	研发费用		4320	4897	5473	6111
存货	19851	20674	25961	28290	29976	财务费用	591	75	601	762	564
合同资产	0	936	936	936	936	资产减值损失	1950	634	127	139	141
划分为持有待售的资产	0	6	6	6	6	信用减值损失		210	210	210	210
其他流动资产						公允价值变动净收益					
可供出售金融资产	3793	1692	1692	1692	1692	其他收益	101	177	0	0	0
长期股权投资	2639	4464	4464	4464	4464	投资净收益	162	232	235	237	239
固定资产	27067	29453	30418	31134	31442	资产处置收益	85	2	2	2	2
在建工程	1218	2845	2923	2761	2431	营业利润	10385	13604	14780	16841	19631
工程物资	1	3	3	3	3	营业外收支净额	137	255	195	196	198
无形资产	23840	23299	18640	13980	9320	税前利润	10522	13858	14975	17038	19829
长期待摊费用	283	228	206	183	160	减：所得税	1344	2233	2246	2556	2974
资产总计	189638	205276	217927	241488	269057	净利润	9178	11626	12729	14482	16854
短期借款	3175	5473	0	0	0	归属于母公司的净利润	6808	8658	9521	10833	12607
应付票据	12361	15925	16012	17679	20386	少数股东损益	2370	2968	3207	3649	4247
应付账款	30655	30869	35522	40127	43233	基本每股收益	0.85	1.08	1.20	1.37	1.59
预收款项	5815	0	199	421	669	稀释每股收益	0.85	1.08	1.20	1.37	1.59
应付职工薪酬	4810	5185	5185	5185	5185	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应交税费	2700	2507	2507	2507	2507	成长性					
其他应付款	7723	6106	6106	6106	6106	营收增长率	62.7%	5.1%	9.8%	11.8%	11.6%
其他流动负债	4852	6322	7709	9873	12795	EBIT 增长率	137.5%	25.4%	12.8%	14.4%	14.1%
长期借款	15679	10909	10909	10909	10909	净利润增长率	178.9%	27.2%	10.0%	13.8%	16.4%
负债合计	133283	143017	145178	156637	169732	盈利性					
股东权益合计	56355	62259	72749	84851	99325	销售毛利率	21.8%	22.3%	22.5%	22.8%	23.0%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率	4.5%	5.4%	5.4%	5.5%	5.8%
净利润	9178	11626	12729	14482	16854	ROE	12.1%	13.9%	13.1%	12.8%	12.7%
折旧与摊销	7365	7404	6641	6728	6805	ROIC	7.13%	8.11%	8.87%	9.21%	9.46%
经营活动现金流	16258	22262	15293	25621	29132	估值倍数					
投资活动现金流	-5037	-7181	-2582	-2173	-1665	PE	14.9	11.7	10.60	9.32	8.0
融资活动现金流	-6598	-6980	-8313	-3142	-2944	P/S	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
现金净变动	4623	8100	4399	20306	24523	P/B	1.81	1.63	1.39	1.19	1.02
期初现金余额	27123	34222	38210	42609	62915	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	2.4%
期末现金余额	31746	42322	42609	62915	87438	EV/EBITDA	7.6	6.4	5.8	4.5	3.2

目 录

1.公司基本情况介绍.....	8
1.1 发展历史和公司业务简介.....	8
1.2 主要财务数据与财务指标.....	11
2.行业层面：重卡产销波动性有望降低.....	13
2.1 行业政策环境.....	13
2.2 重卡行业头部集中度高，物流类重卡占比持续提升.....	18
2.3 重卡销量预计仍有望维持在较高位.....	20
3.商用车动力总成优质龙头，新业务亟待起飞.....	24
3.1 重卡发动机：产品结构改善+市占率提升.....	24
3.2 新业务有望接力成为新增长点.....	28
3.2.1 林德液压.....	28
3.2.2 叉车-凯傲集团.....	31
3.2.3 智能物流.....	35
3.2.4 新能源业务.....	36
4.盈利预测与估值讨论.....	40

图 目 录

图 1: 公司发展历程	8
图 2: 重型卡车销量 (万辆)	9
图 3: 重卡发动机销量 (万台) 及市场份额	9
图 4: 重卡变速箱销量 (万台)	9
图 5: 公司主要产品	9
图 6: 潍柴动力股权结构图	11
图 7: 潍柴 2020-2030 战略	11
图 8: 2020-2030 战略九项举措	11
图 9: 潍柴营收情况	12
图 10: 潍柴净利润情况	12
图 11: 潍柴关键财务指标	12
图 12: 主要可比公司 ROE 比较	12
图 13: 主要可比公司资产负债率比较 (%)	13
图 14: 主要可比公司经营现金净流量比较 (亿元)	13
图 15: 潍柴营收业务结构情况 (单位: 亿元)	13
图 16: 公司各项业务毛利率	13
图 17: 921 新政对重卡销量的影响显著	14
图 18: 921 新政对物流类重卡销量的影响显著	14
图 19: 重卡销量与国标开始实施的关系	17
图 20: 公路、铁路、水路货运量 (亿吨)	18
图 21: 公路、铁路、水路货运量占比情况	18
图 22: 近十年 CR5 重卡销量 (万辆)	19
图 23: 近十年 CR5 销量 (万辆)	19
图 24: 重卡行业 CR5 市占率	19
图 25: 各企业市占率	19
图 26: 物流类重卡和工程类重卡销量情况 (万辆)	20
图 27: 物流车和工程车销量结构 (万辆)	20
图 28: 物流车和工程车销量占比情况	20
图 29: GDP 中第一产业、第二产业、第三产业变化	20
图 30: 第三产业所占比重	20
图 31: 重卡销量与 GDP 不变价走势对比	21
图 32: 重卡保有量与 GDP 不变价走势对比	21
图 33: 全社会固定资产投资完成额 (万亿)	22
图 34: 基础建设投资额 (万亿)	22
图 35: 重卡保有量与最近 8 年重卡销量之和最接近	23
图 36: 物流类重卡和工程类重卡的保有量 (万辆)	23
图 37: 物流类重卡与 GDP 不变价的关系	23
图 38: 工程类重卡与 GDP 关系	24
图 39: 工程类重卡保有量 (万辆)	24
图 40: 重卡保有量持续提升	24
图 41: 重卡更新占销量比重处于较高位 (单位: 万辆)	24

图 42: 重卡发动机销量及市场份额 (万台)	25
图 43: 12/13L 发动机销量 (单位: 万台)	25
图 44: 发动机排量结构 (万台)	26
图 45: 公司 ROE 情况	26
图 46: 陕重汽销量及市占率	27
图 47: 截至 2018 年上半年潍柴发动机客户结构	27
图 48: 林德液压主要产品	28
图 49: 林德液压股权结构	28
图 50: 液压系统应用领域	29
图 51: 装载机销量 (万台)	29
图 52: 林德液压 (中国) 营业收入 (亿元)	30
图 53: 恒立液压营业收入 (亿元)	30
图 54: 2018H1 林德液压 (中国) 主要客户结构	30
图 55: 凯傲集团营业收入	32
图 56: 凯傲集团净利润	32
图 57: 叉车销量与 GDP 走势比较	32
图 58: 我国物流行业近两年保持较快增长	32
图 59: 叉车销量 (万台)	33
图 60: 安徽合力叉车营收占总营收比重	33
图 61: 安徽合力营业收入 (亿元)	33
图 62: 安徽合力净利润 (亿元)	33
图 63: 凯傲 2018 年不同地区的营业收入结构	34
图 64: 合力 2018 年不同地区的营收结构	34
图 65: 营业收入增速比较	34
图 66: 净利润增速比较	34
图 67: 毛利率比较	34
图 68: 净利率比较	34
图 69: ROE 比较	34
图 70: 期间费用率	34
图 71: 德马泰克产品	35
图 72: 凯傲 2018 年营收结构	35
图 73: 中国电商物流指数: 总业务量指数	36
图 74: 快递业务量 (亿件)	36
图 75: 中国汽车工程学会对燃料电池汽车的发展规划	37
图 76: 潍柴动力 2010 年、2018 年营收结构比较	40
图 77: 潍柴动力营收结构	40
图 78: 潍柴海外营收 (单位: 亿元)	40

表 目 录

表 1: 海外制造基地情况	10
---------------	----

表 2: 公司海外并购情况	10
表 3: 超载超限标准	14
表 4: 国六排放实施及国三补贴标准	15
表 5: 重型柴油发动机各污染物国五与国六限值比较	16
表 6: 国一至国六的演进	17
表 7: 政府工作报告中提出的 2019 年十大任务	22
表 8: 潍柴动力装载机配套发动机销量	29
表 9: 2017 年全球叉车排名	31
表 10: 北上广三地推动燃料电池汽车发展规划	38
表 11: 潍柴布局新能源举措	39
表 12: 公司分业务预测	41
表 13: 可比公司估值比较	42

1. 公司基本情况介绍

1.1 发展历史和公司业务简介

潍柴动力股份有限公司成立于 2002 年，由潍柴控股集团有限公司作为主发起人、联合境内外投资者创建而成。公司以动力系统为核心，形成了动力总成(发动机、变速箱、车桥)、整车整机、液压控制和汽车零部件四大产业板块协同发展的新格局。公司目前拥有“潍柴动力发动机”、“法士特变速器”、“汉德车桥”、“陕汽重卡”、“林德液压”等品牌，是一家综合实力很强的汽车及装备制造的全球化集团。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、渤海证券

公司发动机的排量结构均衡，包含大、中、小排量。根据官网数据，发动机共 33 种型号，其中 7L 以下小排量的发动机有 19 种，占绝大多数，主要应用于客车。公司的核心产品重卡发动机 2018 年销量为 36.3 万台，同比基本持平，市占率 31.6%，虽有小幅下降，但仍在行业内保持明显的领先优势；控股子公司陕重汽重型卡车销量为 15.3 万辆，同比增长 2.7%，市占比 13.3%，稳居重卡行业前四；重卡变速箱 2018 年销量为 86.9 万台，同比增长 8.8%，市占率超 75%，占据绝对优势。

图 2: 重型卡车销量 (万辆)

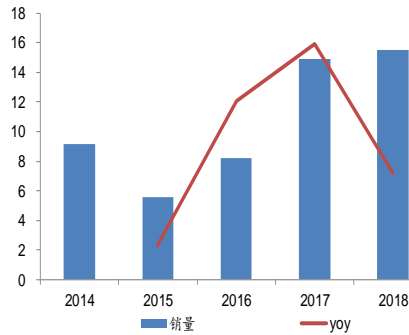


图 3: 重卡发动机销量 (万台) 及市场份额

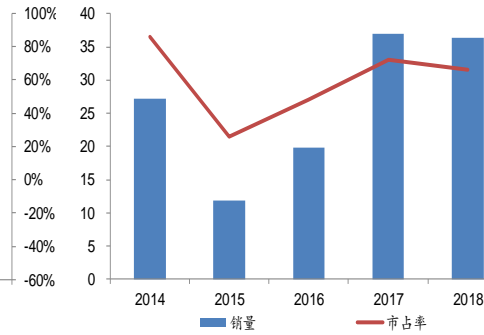
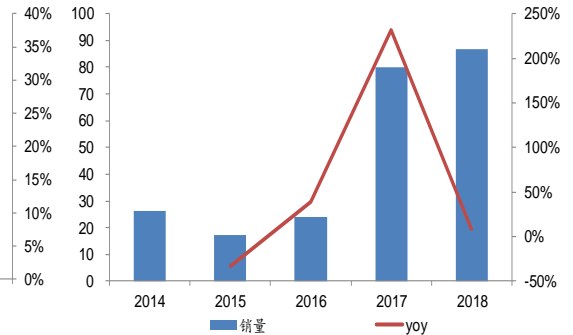


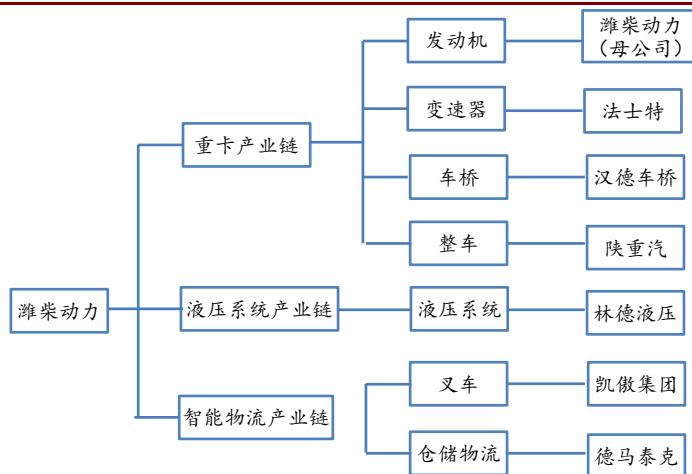
图 4: 重卡变速箱销量 (万台)



资料来源: 公司推介资料, 渤海证券

全产业链布局: 公司通过内生发展和兼并收购的方式不断扩大生产经营范围。起于柴油机, 通过收购湘火炬, 从而控股法士特变速器, 汉德车桥和陕重汽, 形成重卡黄金产业链; 2012 年收购林德液压, 形成发动机+液压系统黄金产业链; 2012 年入股德国凯傲集团, 进入叉车行业, 并通过凯傲陆续并购比利时 Egemin 旗下的自动化部门和仓储物流自动化供应商德马泰克, 形成智能物流黄金产业链; 2016 年起陆续并购投资弗尔赛、PSI、巴拉德动力和锡里斯动力, 布局新能源。

图 5: 公司主要产品



资料来源: 公司官网, 渤海证券

全球化布局: 公司一直坚持本土制造+贸易出口+兼并收购的海外拓展策略。一方面不断加大公司产品的直接出口, 2017 年变速箱出口量同比增长 32.3%, 重卡出口量同比增长 59.1%。目前潍柴在全球五大区域——独联体、东南亚、南亚、南北美以及欧洲中东非洲都开拓了自己的市场阵地, 产品已经成功销往 110 余个国家和地区。另一方面逐步探索海外制造本土化模式, 依托“一带一路”, 许可证制造的轻资产技术输出模式(埃塞俄比亚、缅甸)与海外制造基地(白俄罗斯、印度、泰国)并行。2009 年收购法国博杜安公司开启了通过海外并购快速扩张欧美市场的模式, 随后陆续并购凯傲集团、德马泰克等。潍柴动力致力打造开放共

赢的国际化企业。

表 1: 海外制造基地情况

时间	公司	模式	业务
2013	埃塞俄比亚	技术输出	发动机技术
2013	缅甸	技术输出	柴油机制造技术
2014	山东重工印度分公司	自主建厂	发动机等
2014	法士特汽车传动(泰国)有限公司	独资建厂	变速器、分动器等
2018	马兹潍柴有限公司	合资建厂	欧五、欧六发动机等

资料来源: 公司公告, 公司官网, 渤海证券

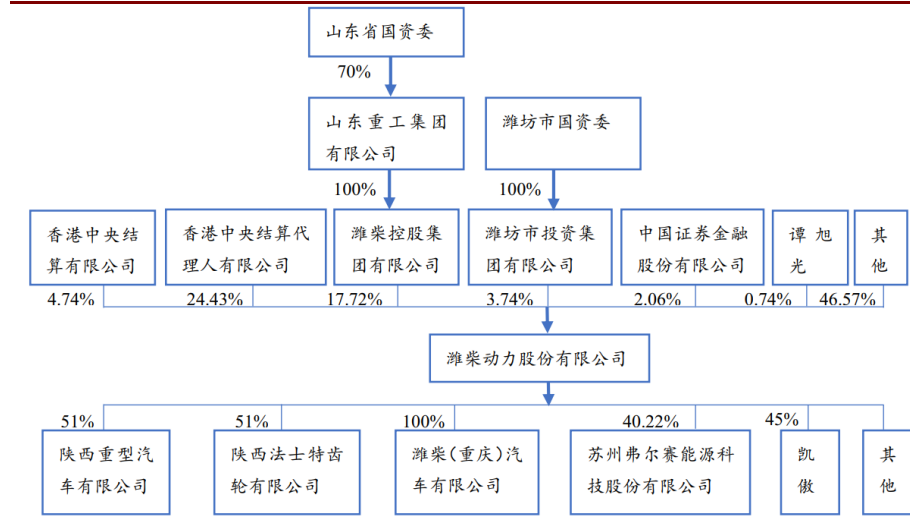
表 2: 公司海外并购情况

时间	被并购公司	国家	被并购公司业务	并购价格	并购结果
2009	博杜安公司	法国	柴油机及船用动力总成系统	299 万欧元	获得博杜安 100% 股权
2012	凯傲集团	德国	叉车生产、仓库技术及供应链解决方案服务	4.67 亿欧元	获得凯傲 25% 股权, 进入叉车领域
2012	林德液压	德国	液压泵、液压马达、液压阀门、齿轮和齿轮传动装置、液压元件附属铸件和铸造品	2.71 亿欧元	获得林德液压 70% 股权, 获得液压技术
2016	DHS 德马泰克	美国	高度整合自动技术、软件和服务来优化供应链, 并满足客户物料搬运需求	21 亿美元	凯傲完全控股, 形成智能物流产业链
2017	Power Solutions International Inc.	美国	生产各类高性能、经认证的排放动力系统	0.6 亿美元	获得 40.71% 股权, 布局新能源
2018	巴拉德动力	加拿大	氢燃料电池	1.64 亿美元	获得 19.9% 股权, 进军氢燃料电池市场
2018	锡里斯动力	英国	固态氧化物燃料电池技术	2800 万英镑	持股比例由 10% 增加至 20%

资料来源: 公司公告, 公司官网, 渤海证券

公司第一大股东香港中央结算代理人有限公司, 持有公司 24.43% 的股份, 主要是 H 股股份。山东省国资委通过潍柴控股集团间接拥有潍柴动力 12.404% 的股权, 是公司的实际控制人。公司子公司包括陕重汽、法士特齿轮、汉德车桥等, 涉及汽车、发动机、零部件等多种业务。

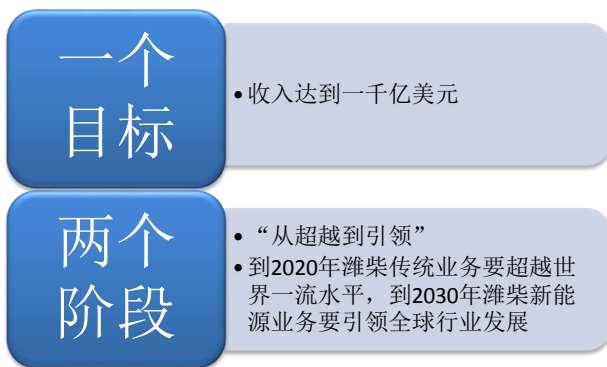
图 6：潍柴动力股权结构图



资料来源：Wind、工商公示系统、渤海证券

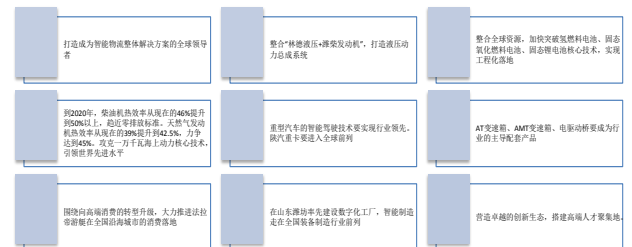
截止 2018 年底，公司在建工程达 28.48 亿元（2019Q1 增长至 36.07 亿元），其中主要项目有汉德项目、传动项目、生产线建设改造项目、厂区改造项目以及试验台改造项目等。在潍坊市介绍新旧动能转换重大项目情况中，潍柴集团实施 21 大重点项目，总投资 556 亿元，主要建设新能源动力产业园、氢燃料电池制造基地、商用车新能源动力总成系统制造基地、新能源轻型商用车、建设林德液压、博杜安发动机等项目。同时，面对下一步发展，公司提出了潍柴 2020-2030 战略，即一个目标：收入达到一千亿美元；两个阶段：从‘从超越到引领’，即：到 2020 年潍柴传统业务要超越世界一流水平，到 2030 年潍柴新能源业务要引领全球行业发展。为了实现这一目标，公司提出了九项举措以实现传统业务与新业务共同发展，打造国际化强企。

图 7：潍柴 2020-2030 战略



资料来源：搜狐汽车等公开网站资料，渤海证券

图 8：2020-2030 战略九项举措



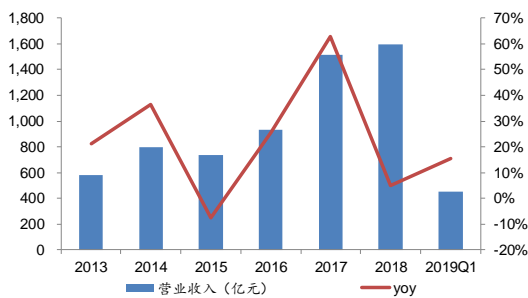
资料来源：搜狐汽车等公开网站资料，渤海证券

1.2 主要财务数据与财务指标

2013~2018 公司的营业收入 CAGR 为 22.26%，净利润 CAGR 为 24.95%，成长性优秀。2018 年营业总收入为 1592.56 亿元，同比增长 5.07%；实现归母净利润 86.58 亿元，同比增长 27.16%。2019Q1 公司营业总收入为 452.12 亿元，同比增长 15.30%；实现归母净利润 25.91 亿元，同比增加 34.99%，公司经营持续快速增长。

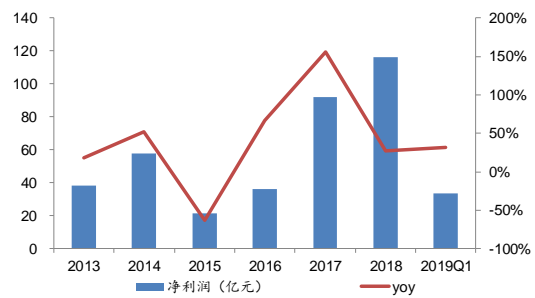
除了 2015 年受宏观经济因素影响，公司营收不佳以外，其余各年从财务指标来看，公司经营比较稳定。ROE 多保持在 10%以上（近两年保持在 20%左右），资产负债率稳定在 70%左右，经营情况稳定向上。与同样以生产发动机及部件为核心业务的威孚高科、云内动力相比，潍柴动力的 ROE 相对较高，资产负债率也较高，经营性现金流净额波动较大。

图 9：潍柴营收情况



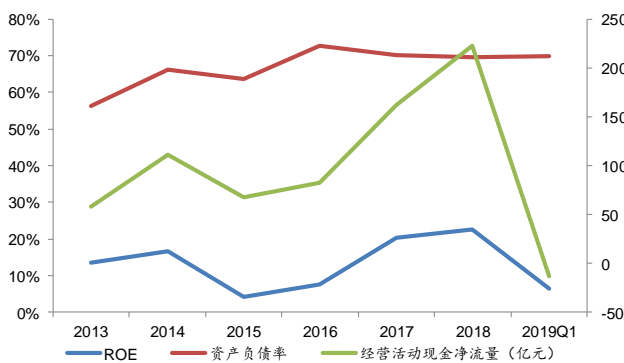
资料来源：Wind，渤海证券

图 10：潍柴净利润情况



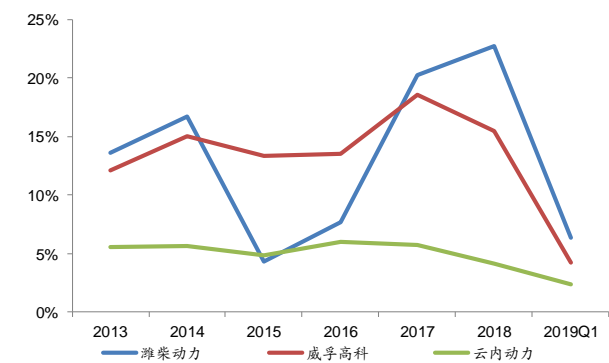
资料来源：Wind，渤海证券

图 11：潍柴关键财务指标



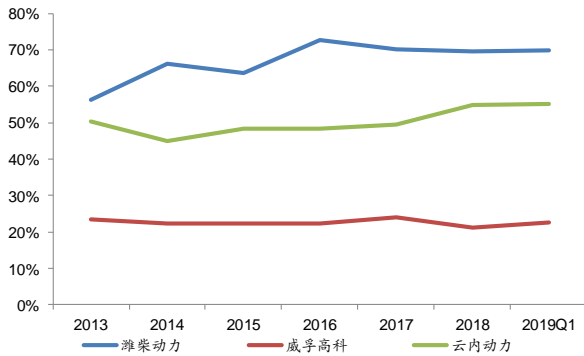
资料来源：Wind，渤海证券

图 12：主要可比公司 ROE 比较



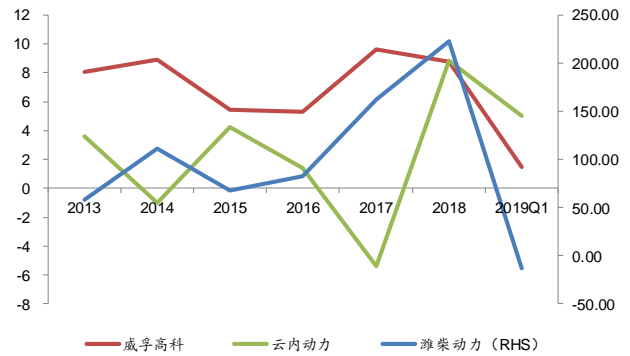
资料来源：Wind，渤海证券

图 13: 主要可比公司资产负债率比较 (%)



资料来源: Wind, 渤海证券

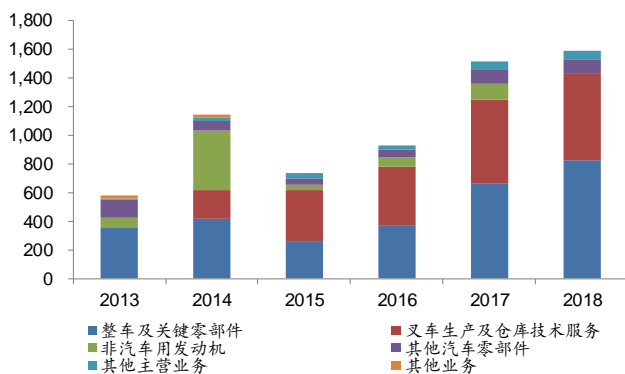
图 14: 主要可比公司经营现金净流量比较 (亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

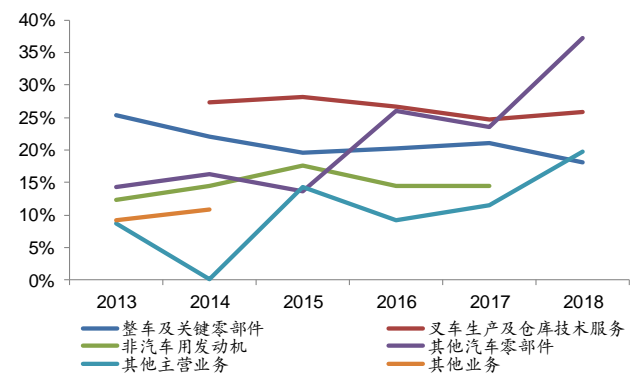
公司的业务中占比最大的是整车及关键零部件以及叉车生产及仓库技术服务, 2018 年其营收分别占到公司总营收的 52.04%和 37.87%, 这主要与公司以动力系统为核心、整车整机为龙头、智能物流整体解决方案为牵引的同心多元化战略有关。同时这两项占比最大的业务毛利率也较高, 2018 年整车及零部件业务、叉车业务的毛利率分别为 18.06%和 25.90%。

图 15: 潍柴营收业务结构情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 16: 公司各项业务毛利率



资料来源: Wind, 渤海证券

2.行业层面: 重卡产销波动性有望降低

重卡是指重量(包括载货量)大于 14 吨的货车,按照结构的不同,可以分为半挂牵引车、重卡非完整车辆、重卡整车;按照用途可分为物流类重卡与工程类重卡,前者主要用于物流运输,后者主要用于矿山、工程项目等,与基建、固定资产的投入密切相关。

2.1 行业政策环境

重卡属于生产资料用车,国家的宏观调控及政策环境对重卡的影响十分显著。近

几年相关政策主要有：超限超载治理、国六标准的推广实施、公转铁运输结构的调整。

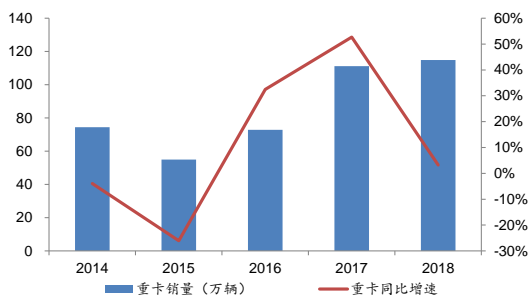
治超标准统一化和执法信息化推动重卡销量上行。2016年8月30日，交通运输部正式发文《超限运输车辆行驶公路管理规定》，对超载超限车辆进行了更严格的规定和处罚标准。该规定于2016年9月21日正式实行，为配合该规定，公安部与交通部联合印发《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》，开启了史上最严的“921治超”。但是由于各地执法标准不统一、超限检测站效率低下等问题，治超仍需深化改革。2018年9月交通部再次发文，要求统一全国超限超载认定标准，加强治超执法管理。目前广州、北京等地已经采用不停车检测装置，利用大数据监管，大大提高执法力度和执法效率，预计今后治限治超力度不会减弱，甚至会更加严格。在新版超载标准中，载货量标准的下降比例平均值为15%，再加上执法严格带来的超载降低，导致一部分运输空白需要通过购置新的重卡进行填补，促使2016-2017年连续两年重卡销量大幅度上升，增速分别达32.45%/52.65%，其中物流类重卡的销量2016-2017年增长44.52%/48.59%。

表 3: 超载超限标准

	旧版标准	新版标准	下降比例	
超限	长	18.1 米	NA	
	宽	2.55 米	NA	
	高	4 米	NA	
超载	二轴车辆	20 吨	18 吨	10%
	三轴车辆	30 吨	25 吨	17%
	四轴车辆	40 吨	31 吨	23%
	五轴车辆	50 吨	43 吨	14%
	六轴及以上车辆	55 吨	49 吨	11%

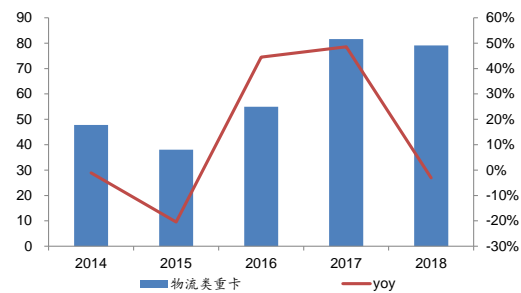
资料来源：交通部，渤海证券

图 17: 921 新政对重卡销量的影响显著



资料来源：Wind，渤海证券

图 18: 921 新政对物流类重卡销量的影响显著



资料来源：Wind，渤海证券

国六标准的实施和低排放标准车型的加速淘汰支撑更新需求。2018年6月28日

生态环境部发布《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，规定重型车国六标准分 6a 和 6b 两个阶段实施。国 6a 阶段：燃气汽车、城市车辆、所有重型柴油车将分别于 2019 年 7 月 1 日、2020 年 7 月 1 日、2021 年 7 月 1 日实施此标准；国 6b 阶段：燃气车辆及所有车辆将于 2021 年 1 月 1 日和 2023 年 7 月 1 日起实施此标准。与国五标准相比，国六标准中重型车污染物排放限值中，NO_x 降低了 78% 以上，THC 降低了 70% 以上，PM 颗粒物降低 50%，并且增加了颗粒物数量（PN）、NH₃ 测量和限值要求，是目前世界上最严格的排放标准之一。在随后 2018 年 6 月出台的《打赢蓝天保卫战三年行动计划》中提出 2020 年底将淘汰京津冀及周边地区，国三及以下重型柴油货车 100 万辆。之后，北京、天津、河北、山东、河南、广东等省市相继宣布将于 2019 年 7 月 1 日提前实施国六排放标准。

表 4：国六排放实施及国三补贴标准

序号	省市	国六实施时间	国三及以下淘汰时间	国三及以下淘汰补贴
1	北京	公交、环卫、重型柴油车 2019 年 7 月 1 日实施；轻型柴油车 2020 年 1 月 1 日实施。	2019 年 9 月 20 日前，待淘汰车辆 10 万辆。	最高 10 万元/车
2	广东（不含广州、深圳）	2019 年 7 月 1 日	—	加快淘汰国三及以下排放标准的车辆
3	海南	2019 年 7 月 1 日	2019 年 3 月 1 日起，逐步实施禁售燃油车的决策，预计在 2030 年前禁止燃油汽车上路行驶	7000 元/辆到 2.5 万元/辆不等
4	广州	轻型汽车于 2019 年 7 月 1 日试运行国六，9 月 1 日正式实施国六。	—	提前淘汰的老旧车最高可获 3 万元补贴
5	天津	2019 年 7 月 1 日	2020 年底前	—
6	山东	2019 年 7 月 1 日	2019 年 7 月 1 日前，待淘汰 3.4 万辆	4 万元/车
7	河南	2019 年 7 月 1 日	2020 年底前	—
8	河北	2019 年 7 月 1 日	2020 年底前	—
9	杭州	2019 年 7 月 1 日	2019 年 12 月 31 日前	最高 4 万元/车
10	深圳	2019 年 7 月 1 日	2019 年待淘汰老旧车 8 万辆	—
11	南京	2019 年 7 月 1 日起，实施机动车国六排放标准	2020 年 12 月 31 日	最高 4 万元/车
12	陕西	关中地区 2019 年 7 月 1 日	2020 年	最高 3.3 万元/车
13	大连	暂未提及	2019 年 3 月 1 日至 2020 年 2 月 29 日，每天 6 点 30 分至 19 时，限行区域内禁止高排放柴油货车通行	每辆技术改造车辆的差额补贴 30%（不超过 1 万元）
14	山西	2019 年 7 月 1 日起，重点区域实施国六	2020 年底前淘汰	—
15	成都	2019 年 7 月 1 日	—	—
16	安徽	2019 年 7 月 1 日	—	—

17	江苏	2019年7月1日	—	—
18	浙江	2019年7月1日	—	—
19	重庆	2019年7月1日	—	—
20	上海	2019年7月1日	—	—
21	云南	2020年7月1日	2020年底前要淘汰国三柴油车3万辆以上	—
22	四川	2019年7月1日	—	—

资料来源：第一商用车网，渤海证券

表 5：重型柴油发动机各污染物国五与国六限值比较

试验循环	CO(g/kWh)	THC(g/kWh)	NO _x (g/kWh)	NH ₃ (ppm)	PM(g/kWh)	PN(#/kWh)
WHSC(国六)	1.5	0.13	0.4	10	0.01	8*10 ¹¹
WHTC(国六)	4.0	0.16	0.46	10	0.01	6*10 ¹¹
WNTE(国六)	2.0	0.22	0.6	—	0.016	—
ESC (国五)	1.5	0.46	2.0	—	0.02	—
ETC (国五)	4.0	0.55	2.0	—	0.02	—

资料来源：国家标准化委员会，渤海证券

各地国六排放标准的提前实施对于重卡车企提出了更严格的生产要求，目前一汽解放、东风、中国重汽、福田欧曼、陕重汽等企业都已陆续推出国六重卡。潍柴动力控股子公司陕重汽 2014 年开始布局国六，相关产品围绕牵引、自卸、载货以及专用等 31 个细分市场规划，排量 4-15 升之间，动力覆盖 220-660 马力。在技术方面，陕重汽继续深耕传统燃料汽车节能技术开发，同时加快普通混动、新能源以及替代燃料等技术的应用，目前，已经推出了德龙 X3000 4x2 牵引车、X6000 6x4 牵引车和新能源重卡等。

国五升级到国六，重卡需要升级三元催化器并加装 DPF，同等型号重卡价格增加约 2 万元左右，同时商家会对国五车进行促销，一部分消费者会选择抄底买国五车获得价格优势，国五车的技术、配置等比较成熟，产品类型选择余地大。再加上北京、天津等地今年 7 月份提前实施国六计划，会导致部分需求提前释放。同时，随着国六实施，国三车进入淘汰更新阶段，根据中国机动车环境管理年报 2018 中关于柴油货车的数，2017 年国 III 及以下占比 51.82%，则据此测算国三及以下重卡保有量约 319 万辆。从国三与国四的实施时间来看，国三重卡的运行时间在 6-11 年之间，平均约 8.5 年，尤其是 09-10 年两年增长快速，采购较集中。从使用时间来判断，以国三为主体的低排放标准重卡车型已到更换时点，而从环保及治超治限的角度来判断，国三及以下的低排放标准重卡则到了不得不淘汰更新的地步，而全国主要城市及区域均陆续出台了淘汰国三及以下低排放标准重卡的时间期限及相应补贴。假设到 2021 年底之前低排放标准车辆（国三及以下）充分淘汰更新，则从今年开始平均每年更新需求量达 100 万台，有望成为重

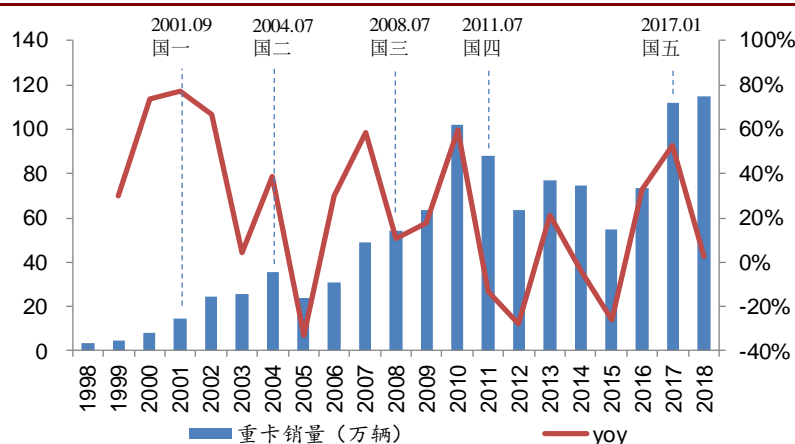
卡未来两年产销稳定的重要支撑。退一步讲，即使淘汰更新因各地执行力度不一而打折扣，从严监管角度看，目前只有矿山等非道路用重卡监管难度大，但这块存量占比低。因此，大部分在运营重卡还是比较容易监管的，根据此种判断，我们预计到2021年底重卡年更新需求亦将接近100万辆。

表 6: 国一至国六的演进

排放标准	实施时间	涉及内容
国 I	2001/9/1	重型柴油车
	2001/10/1	轻型柴油车
	2003/7/1	重型燃气车、重型汽油车
国 II	2004/7/1	重型燃气车、重型汽油车
	2005/9/1	重型柴油车
	2006/7/1	轻型柴油车
国 III	2008/7/1	重型燃气车、重型柴油车
	2009/7/1	轻型柴油车
	2010/7/1	重型汽油车
国 IV	2011/7/1	轻型汽油车、两用燃料车、单一气体燃料车
	2013/7/1	轻型柴油车、重型汽油车、重型柴油车、压燃式发动机与汽车
国 V	2017/1/1	轻型汽油车、重型柴油车（客车和公交、环卫、邮政用途）
	2017/7/1	重型柴油车
	2018/1/1	轻型柴油车
国 VI	2019/7/1	燃气汽车
	2020/7/1	城市车辆
	2021/7/1	重型柴油车

资料来源：卡车之家，渤海证券

图 19: 重卡销量与国标开始实施的关系



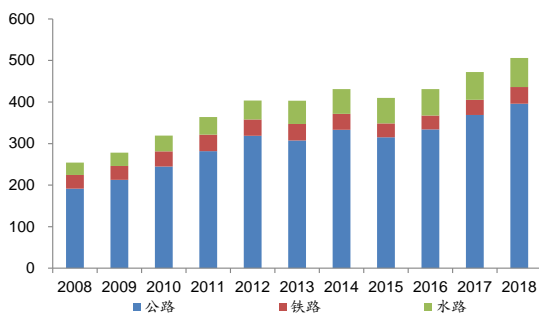
资料来源：中汽协，卡车之家，渤海证券

“公转铁”运输结构的优化对重卡市场造成的冲击有限。由于铁路运输低能

耗、低污染的优点，在蓝天保卫战的背景下，调整运输结构、增加铁路货运量成为其中重要一环。目前我国的运输结构严重失衡，2008-2018年间，公路货运量从181.75亿吨增长至395.91亿吨，年复合增速达8.10%，占货运总量比重从74%增加至78%；而同期铁路货运量从33.01亿吨增长至40.26亿吨，年复合增速仅为2.01%，占总货运量的比重从13%降至不到8%，主要原因在于铁路运输申请难、运力不足，同时中间环节多、杂费多，致使铁路运价高于公路。

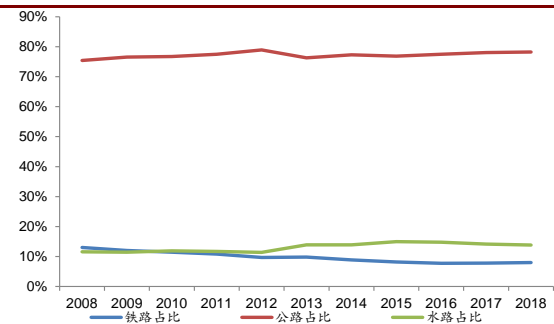
2018年10月国务院出台的《关于印发推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020年)的通知》中提出，通过三年铁路货运量较2017年增加11亿吨，即47.9亿吨；水路增加5亿吨；沿海港口大宗货物公路运输减少4.4亿吨。假设2018-2020年货运总量不发生变化，根据规划，铁路水路货运量预计对公路货运量的影响达16亿吨，仅占2018年公路运输总量的4%。总体对公路货运量的影响不大，而且铁路运输仍需要中短途的公路货运配合，因此对重卡需求的影响亦有限。

图 20: 公路、铁路、水路货运量 (亿吨)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 21: 公路、铁路、水路货运量占比情况

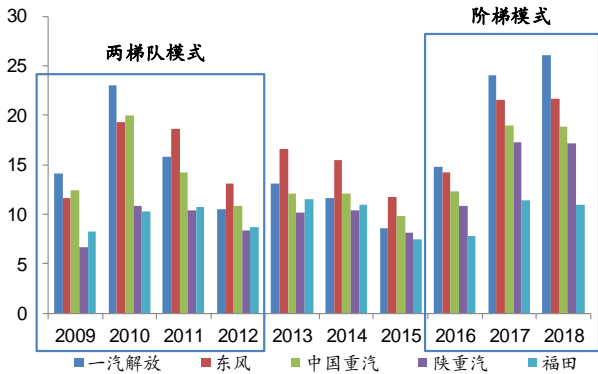


资料来源: Wind, 渤海证券

2.2 重卡行业头部集中度高，物流类重卡占比持续提升

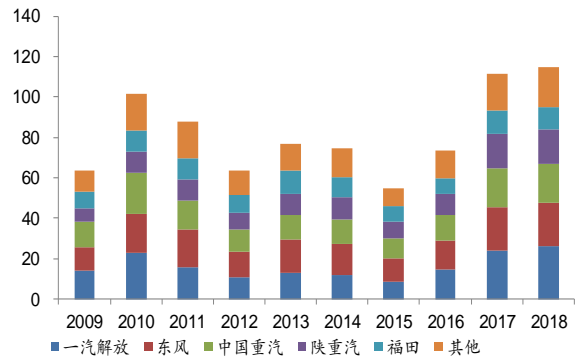
重卡行业集中度高，整车企业市占率趋于稳定。我国销量排名前五的企业一直是一汽解放、东风、中国重汽、陕重汽和福田，市占率合计超过80%。近三年各企业份额逐渐稳定，其中，一汽解放稳居龙头，在2018年市占率达到了22.74%，是五家企业中唯一一家市占率超过20%的企业，潍柴动力的子公司陕重汽位居第四，2018年市占率达到13.30%，得益于潍柴动力的黄金重卡产业链的优势，市占率近10年来呈稳定上升趋势，与福田拉开差距，并逐渐接近中国重汽。由于重卡行业是重资产行业，高集中度可以形成规模效应以降低成本，可以支撑高昂的研发费用和生产制造费用。

图 22: 近十年 CR5 重卡销量 (万辆)



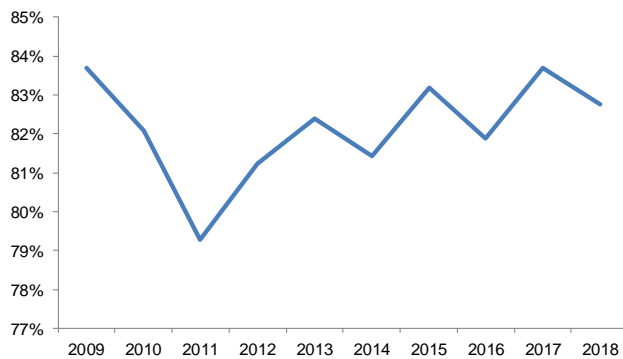
资料来源: 盖世汽车, 第一商用车网, 渤海证券

图 23: 近十年 CR5 销量 (万辆)



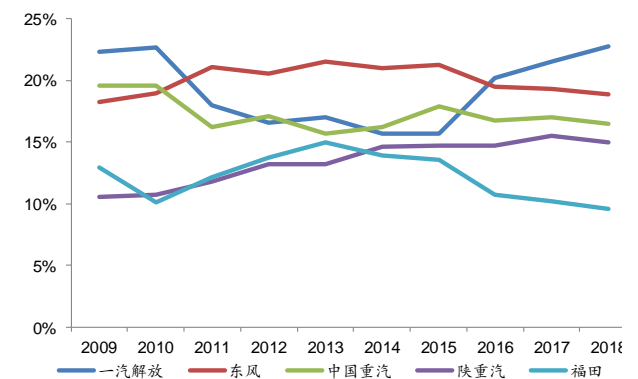
资料来源: 盖世汽车, 第一商用车网, 渤海证券

图 24: 重卡行业 CR5 市占率



资料来源: 盖世汽车, 第一商用车网, 渤海证券

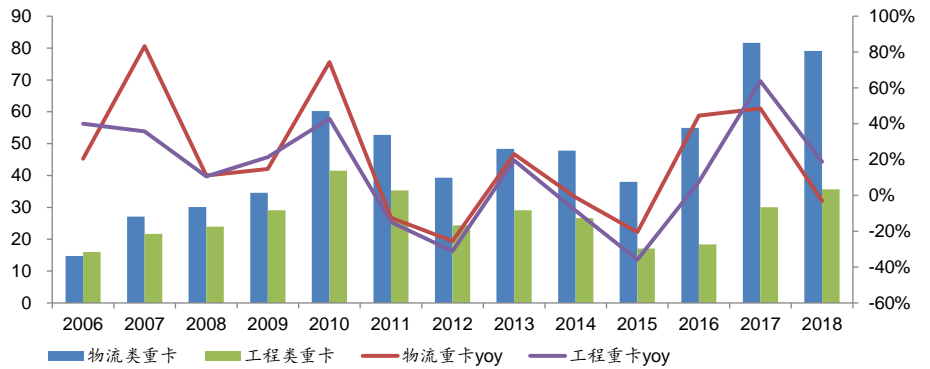
图 25: 各企业市占率



资料来源: 盖世汽车, 第一商用车网, 渤海证券

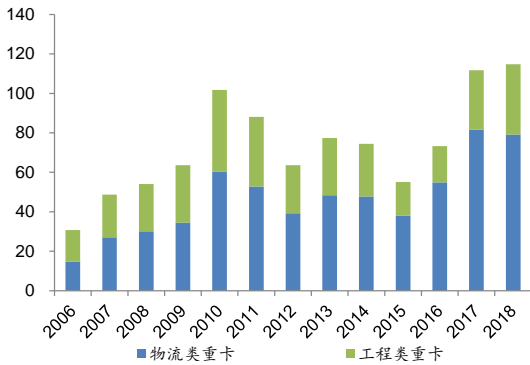
物流类重卡与工程类重卡结构趋于稳定, 且物流类重卡占比较大。2006 年以后, 物流类重卡的销量超过了工程类重卡的销量, 物流类重卡的销量在重卡销量中所占的比重逐年增加, 由 2006 年占重卡总销量的 48.08% 增加至 2018 年的 67.74% (考虑到物流需求随经济体量上升而持续增加, 故假设重卡整车为物流用途), 这主要是因为我国经济发展方式的转变, 第三产业所占比重逐渐增加, 2018 年第三产业 GDP 所占比重为 52.16%, 我国经济增长方式逐步由投资驱动转变为消费拉动, 物流运输的需求大大增加, 带动了物流类重卡的销量占比增加。

图 26: 物流类重卡和工程类重卡销量情况 (万辆)



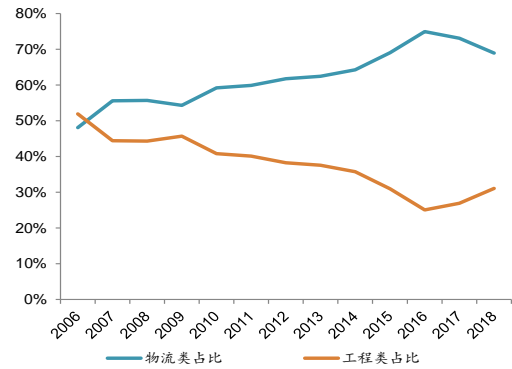
资料来源: Wind, 渤海证券

图 27: 物流车和工程车销量结构 (万辆)



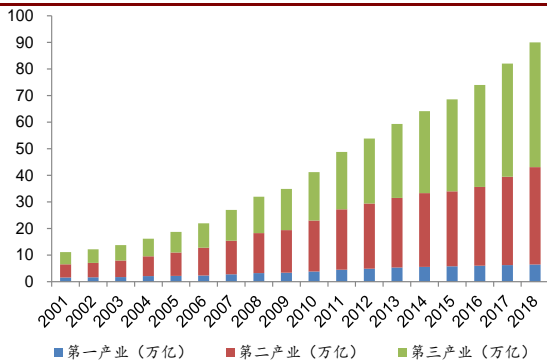
资料来源: Wind, 渤海证券

图 28: 物流车和工程车销量占比情况



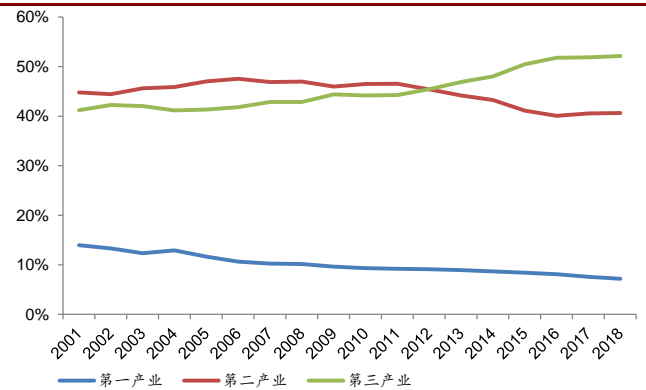
资料来源: Wind, 渤海证券

图 29: GDP 中第一产业、第二产业、第三产业变化



资料来源: Wind, 渤海证券

图 30: 第三产业所占比重



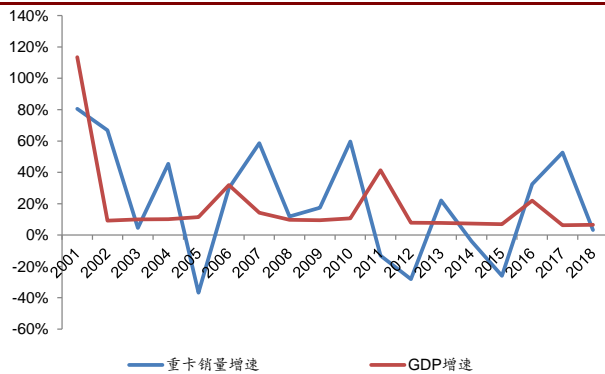
资料来源: Wind, 渤海证券

2.3 重卡销量预计仍有望维持在较高位

作为生产资料，重卡与宏观经济联系紧密，通过对比发现，重卡保有量与 GDP 不变价走势相关度高。我们认为，主要是随着经济体量的持续增长，对重卡，尤

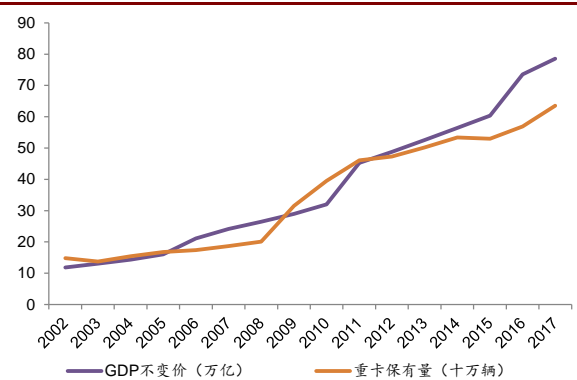
其是物流类重卡的需求在持续提升。

图 31: 重卡销量与 GDP 不变价走势对比



资料来源: Wind, 渤海证券

图 32: 重卡保有量与 GDP 不变价走势对比



资料来源: Wind, 渤海证券

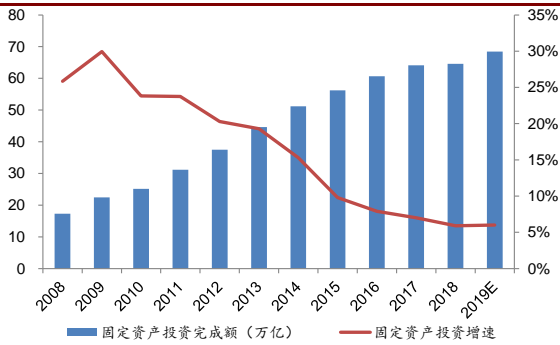
2019 年宏观调控基本架构为积极的财政政策、稳健的货币政策和就业优先政策。

其中对于重卡行业的影响主要有:

第一: 财政政策主要体现在减税降费方面, 2018 年 7 月至 2021 年 6 月 30 日, 对挂车减半征收车辆购置税, 两年内基本取消全国高速公路省界收费, 着力降低我国物流成本, 推动物流业发展。同时从 2019 年 4 月 1 日起, 增值税税率将从 16% 下调至 13%, 在促进制造业和经济增长的同时, 也有助于重卡价格下调, 这一系列举措将在一定程度上促进物流类重卡的销量。

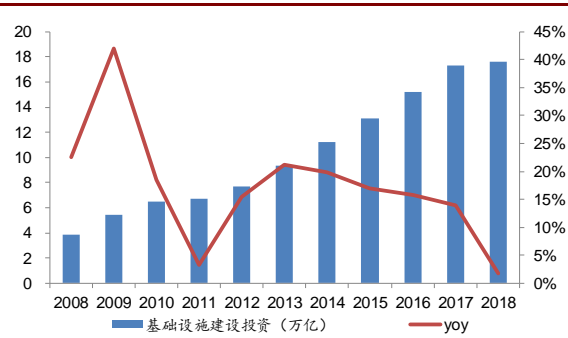
第二: 加大基础设施领域补短板的力度。2018 年 12 月中央经济工作会议提出, 加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设, 加大城际交通、物流、市政基础设施等投资力度, 补齐农村基础设施和公共服务设施建设短板。两会政府工作报告中预计 2019 年铁路投资 8000 亿元, 公路水运投资 1.8 万亿元。2018 年我国全口径固定资产投资增速为 5.9%, 基础建设投资仅为 1.79%, 相比 2017 年回落 13 个百分点, 但今年前四月基建投资增速回升至 2.97%, 基建投资发力效果显现。我们认为, 政府加码基建有利于在一定程度上支撑 2019 年重卡需求, 尤其是工程类重卡。

图 33: 全社会固定资产投资完成额 (万亿)



资料来源: Wind, 渤海证券

图 34: 基础建设投资额 (万亿)



资料来源: Wind, 渤海证券

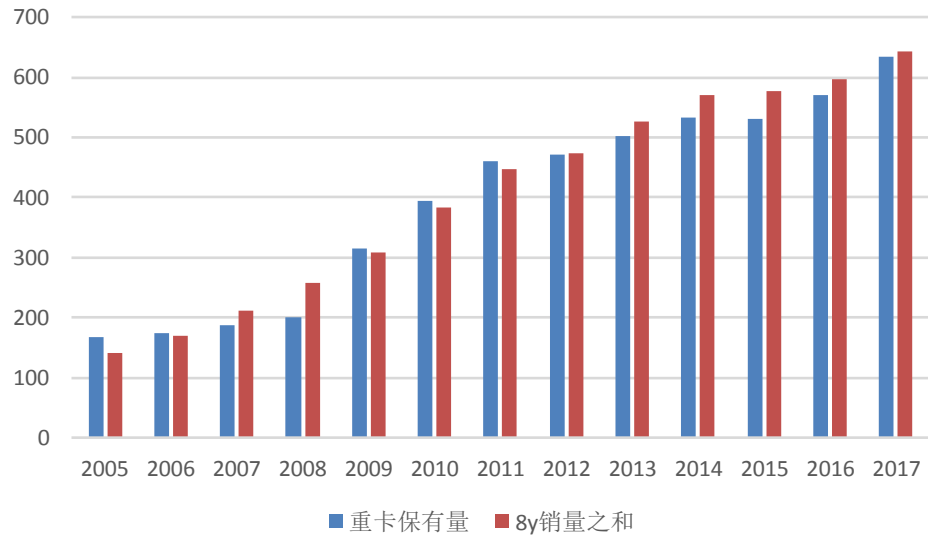
表 7: 政府工作报告中提出的 2019 年十大任务

任务	具体措施
1、继续创新和完善宏观调控, 确保经济运行在合理区间	减税降费、增加小微企业贷款、压减“三公”经费等
2、激发市场主体活力, 着力优化营商环境	减证便民、两年内基本取消全国高速公路省界收费等
3、坚持创新引领发展, 培育壮大新动能	拓展智能+、网络提速降费
4、促进形成强大国内市场, 持续释放内需潜力	铁路投资 8000 亿, 公路水运投资 1.8 万亿元等
5、对标全面建成小康社会任务, 扎实推进脱贫攻坚和乡村振兴	根治农民工欠薪问题、厕所革命等
6、促进区域协调发展, 提高新型城镇化质量	粤港澳大湾区、雄安新区、改造提升老旧小区等
7、加强污染防治和生态建设, 大力推动绿色发展	绿色建筑、蓝天保卫战、清洁取暖等
8、深化重点领域改革, 加快完善市场机制	处置僵尸企业、国有企业强身健体等
9、推动全方位对外开放, 培育国际经济合作和竞争新优势	增设上海自贸试验区新片区, 探索建设中国特色自由贸易港等
10、加快发展社会事业, 更好保障和改善社会民生	高血压、糖尿病等门诊用药纳入医保报销等

资料来源: 中国新闻网, 渤海证券

按具体分类来看, 半挂牵引车属于物流类重卡, 重卡非完整车辆属于工程类重卡, 重卡整车既有利于物流用途, 也有利于工程用途。随着产业结构升级调整, 第三产业不断壮大, 物流类重卡占比持续提升, 工程类需求逐步萎缩, 我们假设重卡整车主要为物流用途, 从而能够更好的预期未来走势。物流类重卡和 GDP 相关度较高, 工程类重卡和固定资产投资相关度较高。对于重卡更新周期, 根据 N 年销量加总=当年保有量的逻辑来测算, 发现 8 年销量总和整体上最接近当年近保有量数据。因此, 我们认为, 重卡更新周期平均为 8 年。

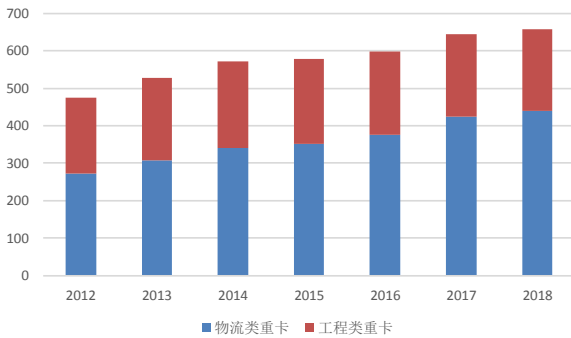
图 35: 重卡保有量与最近 8 年重卡销量之和最接近



资料来源: Wind, 渤海证券

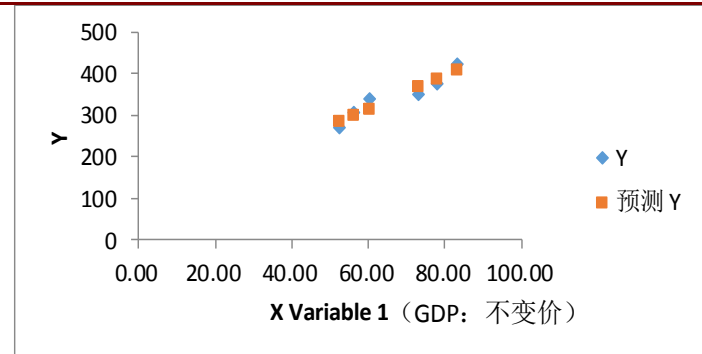
物流类重卡 2019 年销量的预测: 对物流类重卡的保有量和 GDP 进行回归, 假设 2019 年 GDP 增速为 6%, 则总量为 88.3 万亿元, 估算出 2019 年物流类重卡的保有量为 427 万辆, 重卡保有量相比 2018 年新增 5 万辆, 同时 2019 年淘汰 2011 年新购置的车辆即 53 万辆, 预计 2019 年物流类重卡的销量为 58 万辆。

图 36: 物流类重卡和工程类重卡的保有量 (万辆)



资料来源: Wind, 渤海证券

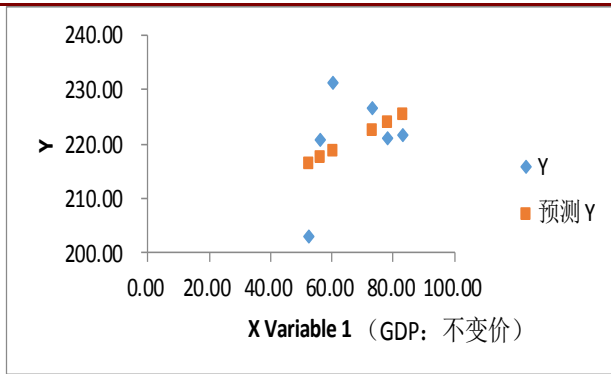
图 37: 物流类重卡与 GDP 不变价的关系



资料来源: 渤海证券

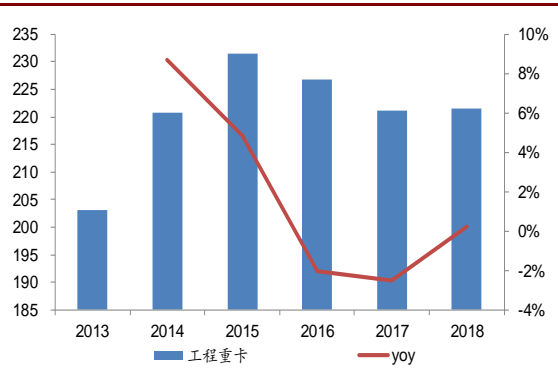
工程类重卡 2019 年销量的预测: 工程类重卡的保有量与 GDP 的相关性不强, 且近几年保持稳定, 假设 2019 年工程类重卡的保有量维持 2018 年不变, 2011 年工程类重卡的销量 35 万辆, 则 2019 年新增量+更新量为 35 万辆。综上所述, 预计 2019 年重卡销量为 93 万辆左右, 仍处于历史较高水平 (低于 2010/2017/2018 年百万辆以上的水平)。

图 38: 工程类重卡与 GDP 关系



资料来源: 渤海证券

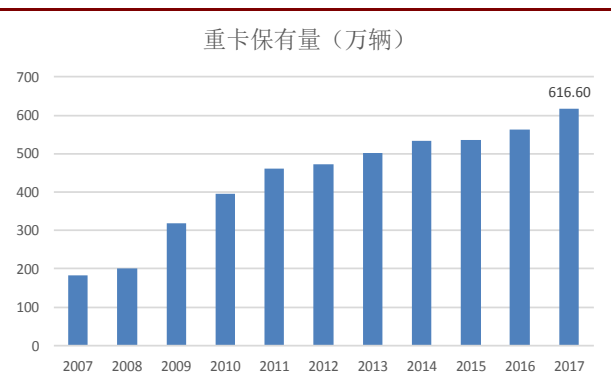
图 39: 工程类重卡保有量 (万辆)



资料来源: 中汽协, 国家统计局, 渤海证券

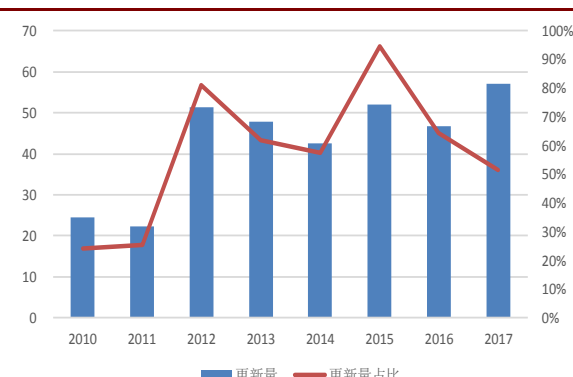
结论: 综上分析, 一方面, 政府通过加码基建、减税降费、定向降准等逆周期政策措施使得宏观经济具备较强的韧性, 有助于稳定重卡整体需求; 另一方面, 超限超载治理、国六升级及环保治理, 使得 3 百多万台国三及以下低排放标准车面临着更为充分的淘汰。我们认为, 随着保有量基数越来越大 (最新 2017 年保有量已达 600 多万台), 更新需求越来越多的情况下, 重卡产销波动性有望逐步降低, 出现大幅断崖式下滑的可能性较小。

图 40: 重卡保有量持续提升



数据来源: Wind, 机动车污染防治年报, 渤海证券

图 41: 重卡更新占销量比重处于较高位 (单位: 万辆)



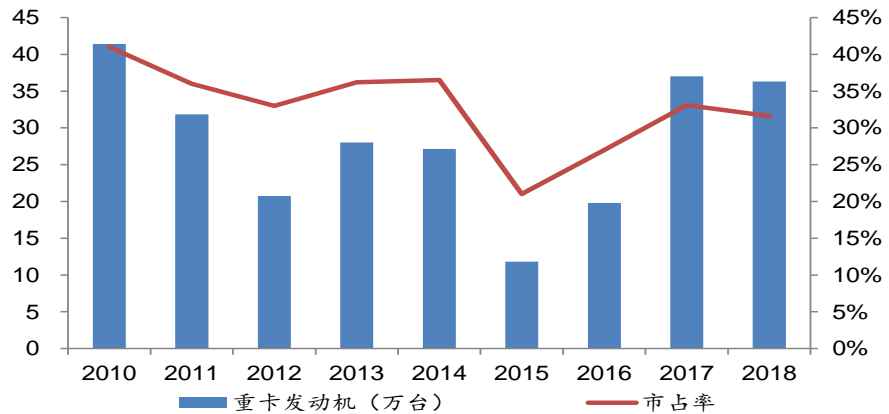
数据来源: Wind, 机动车污染防治年报, 渤海证券

3. 商用车动力总成优质龙头, 新业务亟待起飞

3.1 重卡发动机: 产品结构改善+市占率提升

根据前述分析, 重卡产销的稳定将直接带动配套发动机维持稳定走势。重卡发动机是潍柴动力的支柱产品, 在国内市场上一直处于龙头地位, 2018 年销售 36.3 万台重卡发动机, 市占率达到 31.6%。

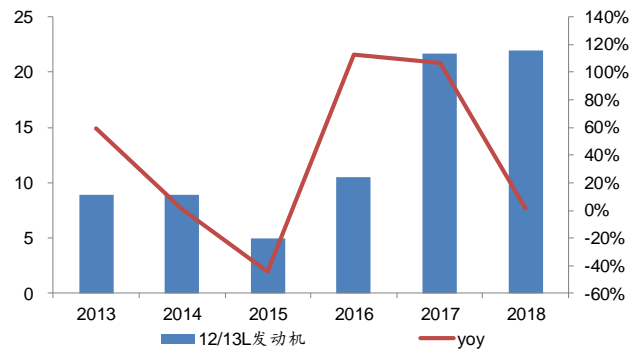
图 42: 重卡发动机销量及市场份额 (万台)



资料来源: 公司公告, 渤海证券

成长逻辑之一: 产品结构上移, 大排量大缸径发动机利润率更高。目前竞争日益激烈的物流业, 特别是电商物流、冷链运输、超市配送等领域的兴起对货物运输的时效性提出更高要求。较大排量的发动机功率和扭矩较大, 在同等载货情况下, 车辆速度更快; 同时大排量大缸径发动机动力输出大, 运行工况更佳, 可以降低额外的维修保养成本。因此, 在当前重卡市场也面临消费升级的情况下, 大排量大缸径发动机凭借快速高效的的优势可以更好的满足中高端重卡产品的配套需求, 从而拥有不错的市场。公司 2018 年 12/13L 发动机销售 22 万台, 同比增长 1.6%, H 平台发动机销售 5.8 万台, 同比增长 100.1%, 大缸径发动机销售 1500 台, 同比增长达 65.8%。

图 43: 12/13L 发动机销量 (单位: 万台)

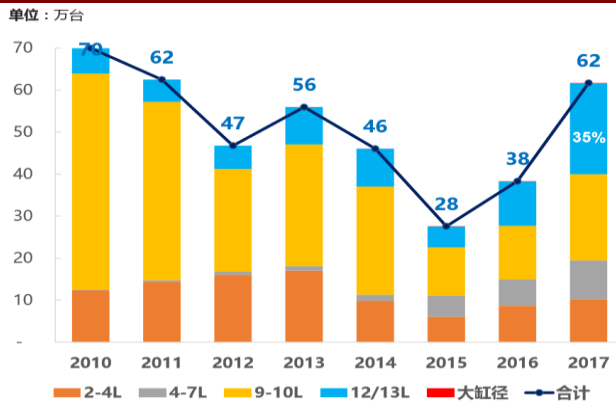


资料来源: 公司推荐资料, 渤海证券

大排量大缸径发动机的售价与利润更高, 因此, 随着大排量发动机销量占比提升, 公司的盈利能力在增强。2015 年后, 公司 12L/13L 的大排量发动机销量和占比均持续提升, 销量由 5 万辆增加至 2018 年的 22 万辆, 占比 18% 提升至 33%。2013 年和 2017 年的发动机总销量较接近, 但是 2017 年的 ROE (加权) 为 20.25%, 远高于 2013 年的 13.58%, 2012 与 2014 年相比也是如此 (2011 年

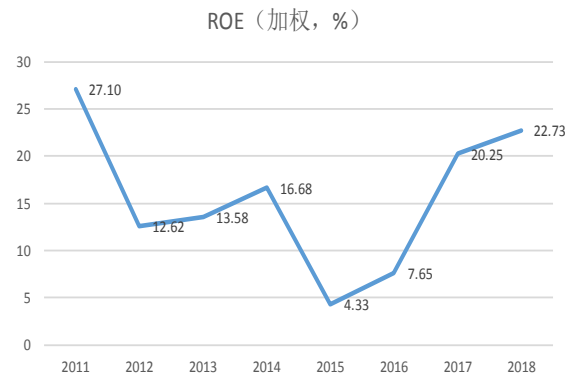
ROE 高于 2017，预计主要是受到后期公司业务多元化影响以及产能利用率影响的干扰)。我们认为，重要原因之一在于：相比于 2013 年，2017 年的销量结构均衡，大缸径大排量发动机所占的比重上升，盈利能力更强。

图 44: 发动机排量结构 (万台)



资料来源: 公司推荐资料, 渤海证券

图 45: 公司 ROE 情况



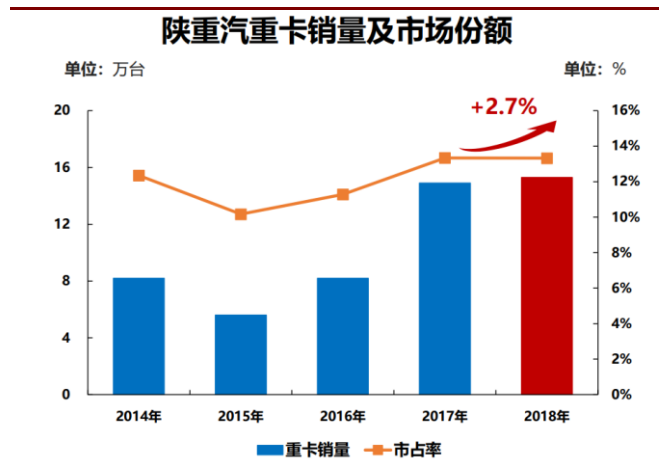
资料来源: Wind, 渤海证券

成长逻辑之二: 拓展客户配套纵深度, 扩大市场份额。潍柴目前已经进入国内主流重卡主机厂的供应链, 前五的配套份额更集中。2006 潍柴动力进入中国一汽产业链, 一汽的解放卡车 340 马力以上功率段的重卡根据市场需求采用潍柴 WD 和 WP 系列发动机; 2010 年双方的合作领域由重型发动机延伸到重型变速箱等业务。2018 年双方深化战略合作, 解放 J6 也开始装配潍柴发动机, 随着解放持续发展壮大, 加上公司发动机优势明显, 预计未来潍柴在一汽解放的配套率有望进一步提升。

中国重汽未来有望逐步配套潍柴。过去中国重汽配套的一直是独占许可的曼发动机, 在中国重汽的子公司杭州发动机生产并内部配套。2019 年工信部 318 公示中的汕德卡牵引车配套潍柴发动机是重汽和潍柴整合的起步, 结束了 13 年不装载潍柴机的历史。在 11 升、13 升大排量产品上, 重汽今后仍以曼发动机为主导; 在其他排量的产品上, 重汽将遵循‘市场化原则’, 将用户选择作为第一考虑因素, 未来将会形成潍柴动力和曼动力的差异化动力供应链。2018 年谭旭光出任中国重汽董事长, 从谭董事长的公开发言中可以看出, 未来将积极促进中国重汽和潍柴动力的合作。因此, 我们预计未来潍柴配套中国重汽的比例将有望逐步提升。

陕重汽市场份额的稳定上升是潍柴发动机销量的后盾。陕重汽是潍柴动力的控股子公司, 也是潍柴打造的黄金重卡产业链上的关键一环, 潍柴配套率超过 90%。陕重汽的重卡市占率正逐年上升, 从 2010 年的 9.56% 上升至 2018 年的 13.30%。根据公开资料, 2019 年陕重汽重卡销量目标 15.5 万辆, 相比去年小幅增长。

图 46: 陕重汽销量及市占率



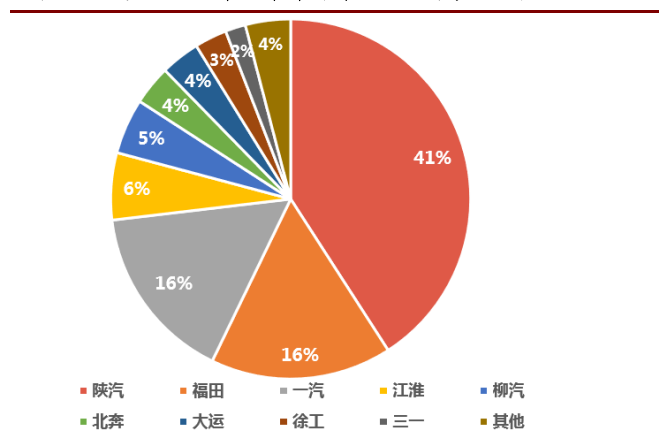
资料来源: 公司推荐材料, 渤海证券

福田重新转向潍柴发动机。福田 2001 年刚进入重卡行业选择的是潍柴发动机, 2008 年福田与康明斯开始合作生产发动机, 福田欧曼开始转向福康, 潍柴更多的装载在自卸车、搅拌车这类专用车上, 2017 年后, 由于市场需求, 欧曼又重新转向潍柴发动机。

东风重卡使用的发动机是最多元化的, 包括康明斯、玉柴、潍柴。其中东风康明斯是合作生产, 内部配套, 玉柴和潍柴是外购。

潍柴除了配套市场份额前五的重卡企业外, 也配套了江淮、北奔重汽等。当前重卡市场前五家主机厂的市场集中度高, 超过 80%, 头部效应明显, 随着排放要求的升级对技术要求越来越高, 实力强的头部重卡公司未来优势将越发凸显, 市占率有望继续提升。凭借优质的产品 & 客户渠道, 未来潍柴发动机的市场份额有望持续提升。

图 47: 截至 2018 年上半年潍柴发动机客户结构



资料来源: 公司推荐资料, 渤海证券

3.2 新业务有望接力成为新增长点

3.2.1 林德液压

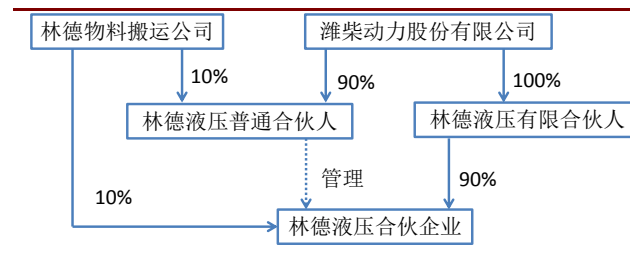
收购林德液压掌握液压核心技术。林德液压是一家全球化的模块化液压系统供应商，包括液压系统、电动系统和电控系统，是全球高压液压技术的领先者。公司产品包括液压泵和马达、液压阀、电子控制系统、外围设备、回转系统和电动马达，广泛应用于移动作业机械，包括工程机械、采矿业、农业、林业、市政公用设备，在工业领域也有相应的应用。林德液压原是凯傲公司全资子公司林德物料搬运公司的一个部门，2012年从凯傲集团剥离后新设林德液压有限合伙企业，潍柴以 2.71 亿欧元获得林德液压有限合伙企业 70%的股权。随后，通过全资子公司潍柴卢森堡增持至 90%的股权，这一并购打破了西方对我国高端液压技术的垄断。2014年在中国潍坊设立了林德液压（中国）公司，是林德液压有限公司在中国乃至东南亚、南亚的研发、生产、制造和销售基地。自 2015 年营业收入稳定上涨，2018 年林德（全球）销售 18.7 万件，同比增长 15.7%，实现营业收入 23.4 亿元，同比增长 15.7%，其中，林德（中国）销售 2 万件，同比增长 63.9%，实现营收 2.5 亿元，同比增长 74.3%。

图 48: 林德液压主要产品



资料来源：公司官网，渤海证券

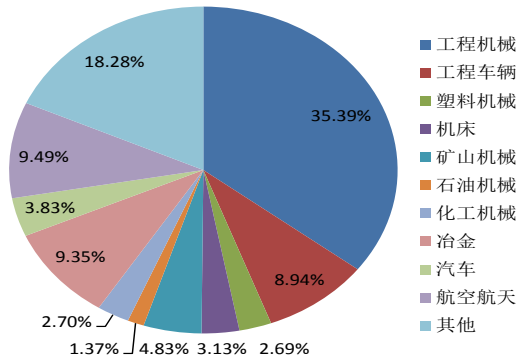
图 49: 林德液压股权结构



资料来源：公司公告，渤海证券

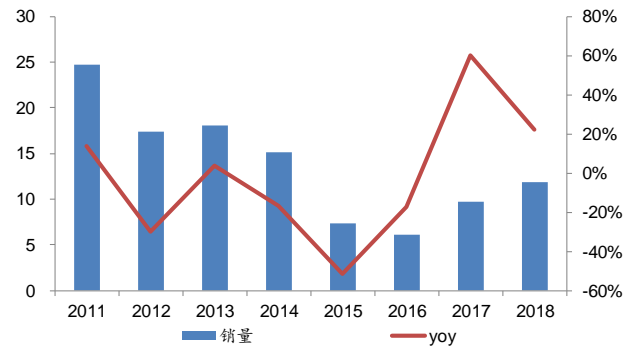
液压技术广泛应用于装备制造业，尤其是工程机械领域，占到了液压系统应用领域中的35.39%。林德液压下游的主要配套产品装载机2015年以后销量持续上升，2018年共销售10.8万台，同比增加9.04%。其中3吨及以上装载机市场销售10.6万台，同比增长20.6%，而潍柴配套装载机发动机的市场份额2018年高达83.96%。

图 50: 液压系统应用领域



资料来源: 中国产业信息网, 渤海证券

图 51: 装载机销量(万台)



资料来源: 中国工程机械协会, 渤海证券

表 8: 潍柴动力装载机配套发动机销量

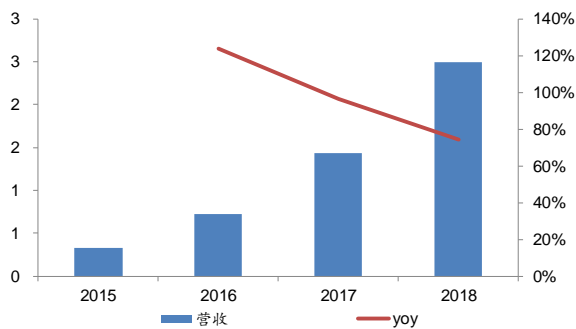
年份	销量	同比增长	市占率
2010	配套 5 吨及以上装载机发动机 12.8 万台	66.72%	84.8%
2011	配套 5 吨及以上装载机用发动机 12.63 万台	-1.33%	77.87%
2012	配套 5 吨装载机发动机 6.26 万台	-50.9%	超过 60%
2013	配套 5 吨装载机发动机 7.25 万台	15.9%	65.33%
2014	配套 5 吨装载机发动机 5.29 万台	-26.6%	近 60%
2015	配套 5 吨装载机发动机 2.7 万台	-49.3%	64.29%
2016	配套 5 吨装载机发动机 3.2 万台	19.4%	76.2%
2017	配套 5 吨装载机发动机 5.66 万台	76.1%	92.03%
2018	配套 3 吨及以上装载机发动机 8.9 万台	14.8%	83.96%

资料来源: 公司公告, 渤海证券

我国目前的高端液压市场被国外企业垄断，如日本的川崎重工、德国博世力士乐、美国伊顿等。通过合资、独资和合作等多种方式引进国外先进液压制造商，也出现了恒立液压等国内龙头企业。

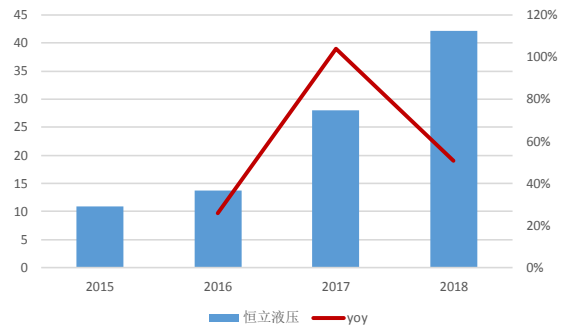
与恒立液压比较：恒立液压的营业收入远高于林德液压，但是其增速低于林德液压，林德液压（中国）自 2015 年投产以来，营业收入一直保持翻番增长，2018 年潍坊的林德液压产业园动工，未来潍柴与林德液压的合作也将进一步深化；从服务的客户来看，二者均面向的是中高端客户，恒立液压的客户包括美国卡特彼勒、日本神钢、日立建机、久保田建机、三一、徐工、柳工、中国中铁、铁建重工等世界 500 强和全球知名主机厂客户。林德液压原来的客户大部分是金字塔顶端的客户，如卡特、沃尔沃、JCB、克拉斯、利勃海尔、阿特拉斯、约翰迪尔，进入中国后，开拓了部分中端市场，增加了客户群，如山推、徐工、中联、三一等 4 大客户订单占营业收入的比重超过 50%。同时相比恒立液压，林德液压拥有先进的高端液压技术，背靠潍柴动力，同时在欧洲、北美市场上有一定的市场基础，资金、技术与市场优势更加明显。

图 52: 林德液压（中国）营业收入（亿元）



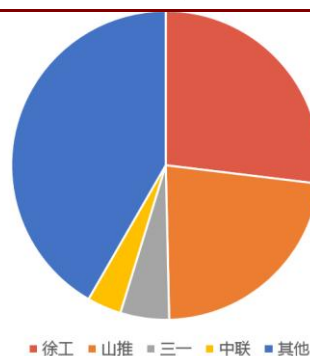
资料来源：公司推介资料，渤海证券

图 53: 恒立液压营业收入（亿元）



资料来源：Wind，渤海证券

图 54: 2018H1 林德液压（中国）主要客户结构



资料来源：公司推介资料，渤海证券

与潍柴发动机形成较好的协同效应：林德液压主要配套的是装载机、叉车、推土机等工程机械和农业机械，同时还广泛应用于路面机械、林业机械、海工机械等，但主要是一些小型机械，在装载机、挖掘机、工程机械等领域与潍柴发动机拥有较好的协同效应，未来配套有望持续增长。

3.2.2 叉车-凯傲集团

收购凯傲集团进入叉车领域： 凯傲集团是欧洲领先、全球第二的叉车制造商，也是中国叉车市场领先的国际制造商，旗下拥有林德（Linde）、施蒂尔（STILL）、芬威克（Fenwick）、欧模施蒂尔（OM STILL）、宝骊（Baoli）、沃尔塔斯（Voltas）六个品牌系列。林德（Linde）和施蒂尔（STILL）品牌是世界范围内的高端品牌。芬威克（Fenwick）是法国最大的物料搬运产品供应商。欧模施蒂尔（OM STILL）是意大利市场的领先者。宝骊（Baoli）品牌重点关注经济型产品的市场。沃尔塔斯（Voltas）是印度市场的两个领先者之一。2012 年潍柴动力以 4.67 亿欧元获得凯傲 25% 的股权，进入叉车领域。随后陆续增持股票，目前拥有 45% 的股份，是凯傲的第一大股东。

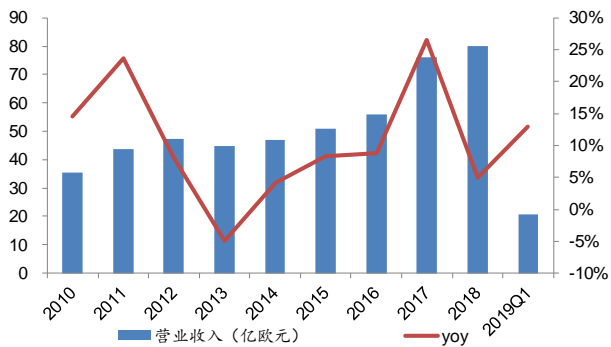
自被收购后，凯傲的营业收入和净利润以及对公司归母净利润的贡献持续上涨，2014-2018 年营业收入 CAGR 为 14.34%，净利润 CAGR 为 22.52%。其中，2018 年实现营业总收入 80 亿欧元，同比上涨 4.47%，实现净利润 4.02 亿欧元，同比下降 5.8%。2019 年第一季度实现营业总收入 20.83 亿欧元，同比上涨 13.03%，经调整的 EBIT 为 1.82 亿欧元，同比上升 15.52%。

表 9：2017 年全球叉车排名

排名	企业	总部	2017 年营收 (亿美元)
1	丰田自动织机株式会社	日本	113.93
2	凯傲集团	德国	67.63
3	永恒力集团	德国	41.2
4	三菱-力至优叉车	日本	38.33
5	科朗设备	美国	30.8
6	海斯特-耶鲁物料搬运设备公司	美国	28.85
7	安徽叉车集团	中国	13.47
8	浙江杭叉集团股份有限公司	中国	10.77
9	斗山工业车辆公司	韩国	9.47
10	克拉克物料搬运公司	韩国	7.81

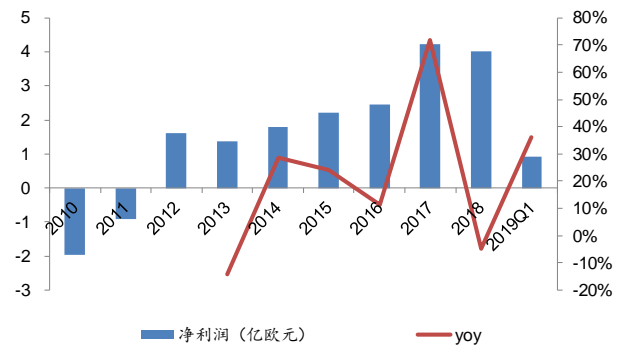
资料来源：美国 MMH 现代物料搬运，渤海证券

图 55: 凯傲集团营业收入



资料来源: 公司公告, 渤海证券

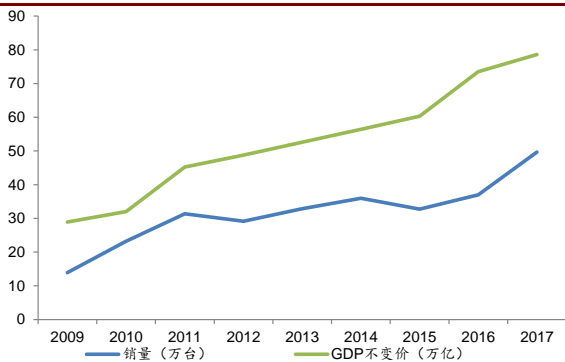
图 56: 凯傲集团净利润



资料来源: 公司公告, 渤海证券

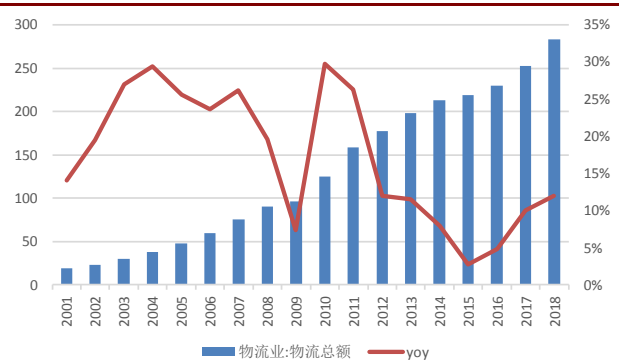
物流业快速发展提振叉车销量。叉车是一种工业搬运车辆，是指对成件托盘货物进行装卸、堆垛和短距离运输作业的各种轮式搬运车辆，在物流系统中扮演着非常重要的角色，是物料搬运设备中的主力军，广泛应用于车站、港口、机场、工厂、仓库等国民经济中的各个部门。我国叉车需求量最大的行业包括交通运输仓储、物流仓储、邮政业、电器、机械行业、汽车行业等，因此叉车销量与国家宏观经济联系密切。基于上文对宏观经济的分析，2019年经济稳增长，加大基础设施建设，物流业快速发展，都是叉车行业发展的有利因素。近十年叉车销量总体保持上升趋势，特别是后五年，2009年-2015年销量的复合增长率为15.37%，2015年-2018年的复合增长率为22.15%，2019年叉车销量迎来开门红，前4个月累计销售20.98万台，同比增长6.71%，预计2019年叉车销量仍保持较快增长。

图 57: 叉车销量与 GDP 走势比较



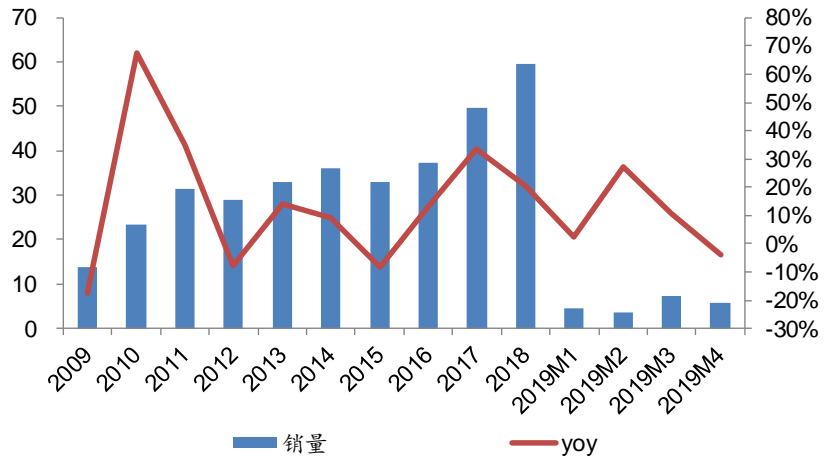
资料来源: Wind, 渤海证券

图 58: 我国物流行业近两年保持较快增长



资料来源: Wind, 渤海证券

图 59: 叉车销量 (万台)



资料来源: Wind, 渤海证券

凯傲与安徽合力的比较: 安徽合力主要经营叉车、装载机、矿山起重运输机械、铸锻件、热处理件制造及产品销售, 叉车是其主要产品, 营收占比 98%以上, 是我国最大的叉车生产商, 在 2017 年全球叉车排名中位列第七。(1) 营收结构的比较。合力的销售对中国大陆市场的依赖性很强, 2018 年在中国大陆营收占比为 82.49%, 而凯傲集团销售的区域多元化表现较好, 以西欧为主, 西欧营收占全球的 59.66%, 其余的销售份额分散在全球各地。凯傲相对分散的销售结构有利于分散经营风险。(2) 财务绩效的比较。整体上凯傲经营表现要好于合力 (2018 年除外), 二者的 ROE 相差不大, 同时凯傲的毛利率远高于安徽合力, 但是净利率却比较低, 主要在于凯傲的期间费用率过高, 平均在 20%左右, 而安徽合力仅有其一半。

图 60: 安徽合力叉车营收占总营收比重

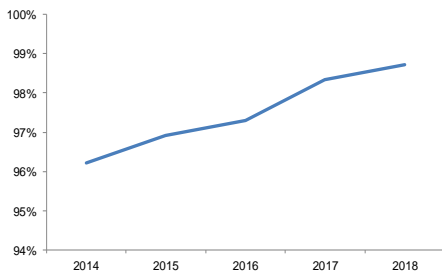


图 61: 安徽合力营业收入 (亿元)

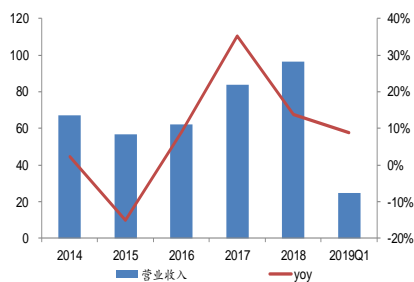
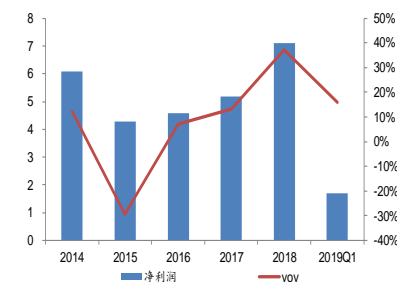
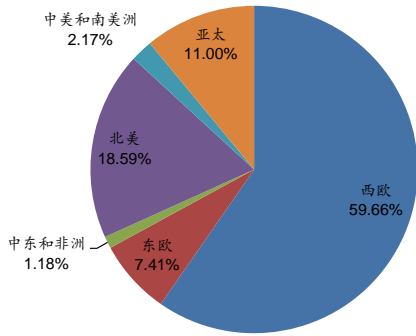


图 62: 安徽合力净利润 (亿元)



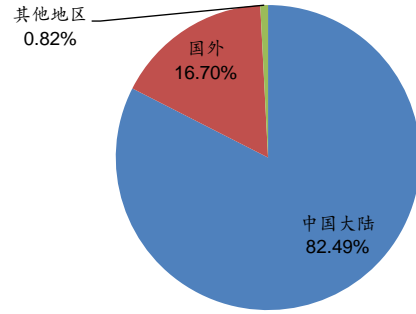
资料来源: Wind, 渤海证券

图 63: 凯傲 2018 年不同地区的营业收入结构



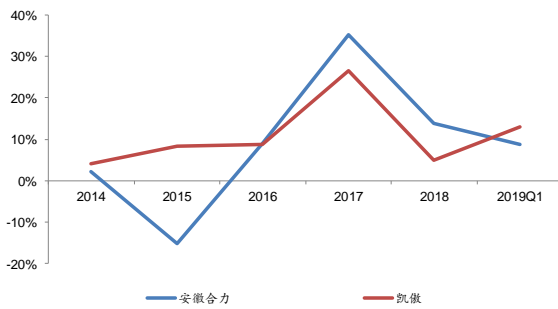
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 64: 合力 2018 年不同地区的营收结构



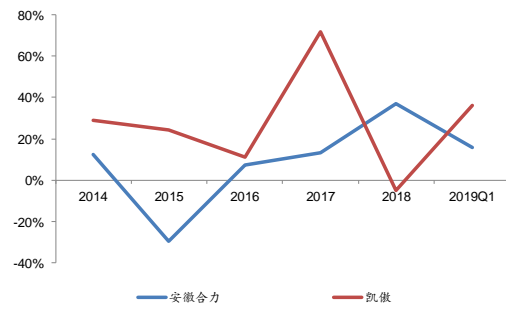
资料来源: 公司公告, 渤海证券

图 65: 营业收入增速比较



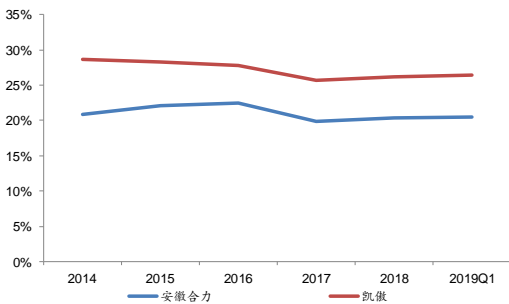
资料来源: 公司公告, Wind, 渤海证券

图 66: 净利润增速比较



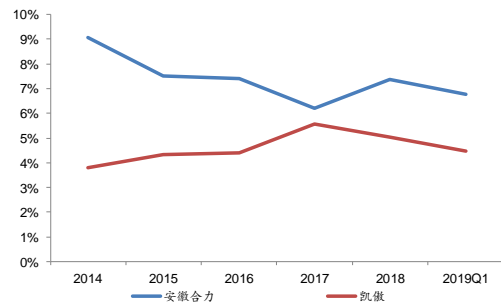
资料来源: 公司公告, Wind, 渤海证券

图 67: 毛利率比较



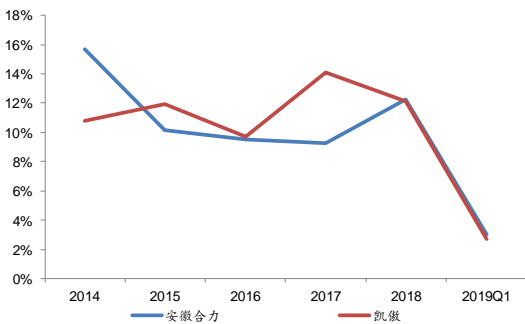
资料来源: Wind, 渤海证券

图 68: 净利率比较



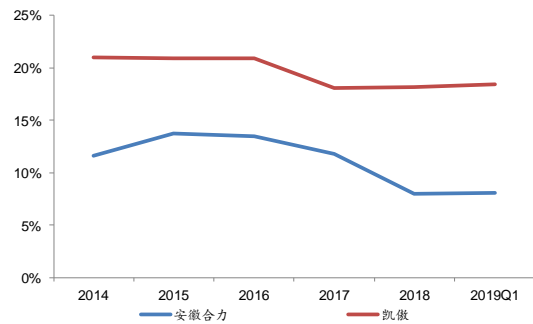
资料来源: Wind, 渤海证券

图 69: ROE 比较



资料来源: Wind, 渤海证券

图 70: 期间费用率



资料来源: Wind, 渤海证券

3.2.3 智能物流

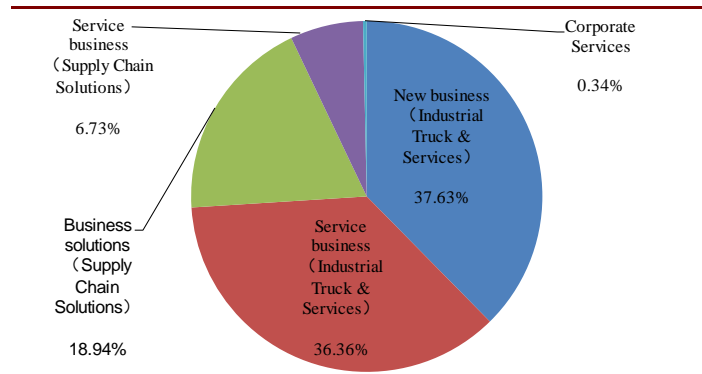
并购德马泰克构建智能物流产业链。2015 年公司通过凯傲集团收购了 Egemin 旗下的自动化部门,进入自动化物流仓储领域,2016 年 Egemin 完成对美国自动化物流及搬运系统整合领域的 Retrotech Inc 的收购,同年,通过凯傲收购 DSH 德马泰克,德马泰克是一家通过高度整合自动技术、软件和服务来优化供应链,并满足客户物料搬运需求的全球领先供应商,其产品和系统组合覆盖范围广泛,从自动导引车辆、托盘式堆垛机以及包括自动存储检索系统、分拣机和输送机等等存储分拣设备,到领先的整合软件平台和自动化技术,目前拥有 6000 余家自动化物流客户,在 2017 全球自动化系统集成商中排名第三。2016 年 11 月, Dematic (德马泰克)对 Egemin 和 Retrotech 进行整合,统一使用 Dematic,至此,凯傲集团和德马泰克协同发展,形成叉车和仓储的智能物流体系。

图 71: 德马泰克产品



资料来源: 公司公告, 渤海证券

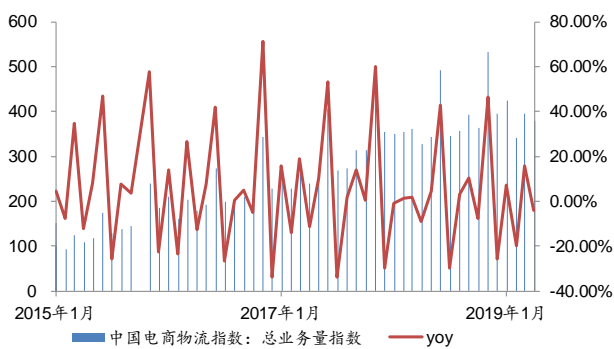
图 72: 凯傲 2018 年营收结构



资料来源: 公司公告, 渤海证券

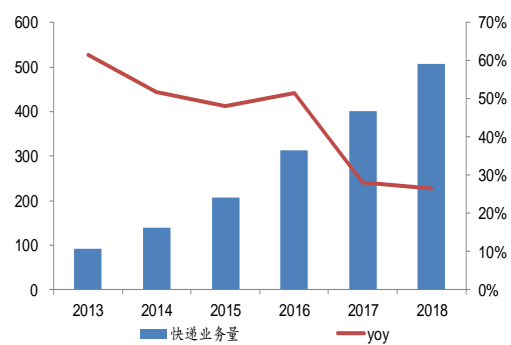
电商和快递推动物流自动化的升级。我国电商近几年发展迅速，总业务量指数月度平均值从2015年的142.26点上涨至2018年的384.81点，由于电商6月中大促和双十一等活动，使得业务量在6月和11月突增，业务量一年之中不均衡，对于分拣、仓储等的柔性提出了更高的要求。快递业务2013-2018年的复合增长率为40.68%，快递行业电商的激烈竞争对成本控制有了更高要求，再加上消费者对时效性的要求，推动了物流自动化的升级。预计未来对立体仓库、自动分拣系统、自动识别系统、手持终端以及设备系统集成需求旺盛，物流装备系统化、自动化、智能化、绿色节能、技术专业化和产品产业化趋势明显。

图 73: 中国电商物流指数: 总业务量指数



资料来源: Wind, 渤海证券

图 74: 快递业务量 (亿件)



资料来源: 国家邮政局, 渤海证券

凯傲和德马泰克协同发展打造智能物流产业链。(1) 产品协同。凯傲是在世界范围内盈利能力最强的叉车和仓储技术制造商，德马泰克是全球最大、增长最快的仓储系统自动化和软件解决方案供应商，二者在产品上具有很强的协同性。(2) 地域互补性。凯傲集团的销售收入主要来自于欧洲，德马泰克以北美市场为主，凯傲整合德马泰克有利于整合二者的市场营销渠道。

3.2.4 新能源业务

2017年公司开始排兵布阵新能源，陆续收购PSI、巴拉德、锡里斯。**PSI**成立于1985年，是一家全球领先的发动机生产商及分销商，生产各类高性能、经认证的低排放动力系统，主要使用天然气和丙烷等非柴油燃料。**加拿大巴拉德**动力系统有限公司是一家全球氢燃料电池领军企业，2018年潍柴动力以1.64亿美元获得巴拉德19.9%的股份，成为其最大的单一投资者，此外，两家公司还计划在山东成立一家合资企业，研发生产氢燃料电池动力系统产品。巴拉德称，2019年公司将专注于与潍柴动力合作协议的执行，加强对欧洲和美国加利福尼亚市场中、重型动力应用的渗透。英国**锡里斯动力**控股有限公司主要进行固态氧化物电池的研发和生产，该技术属于新一代燃料电池技术，具有成本低、效率高、燃料适用灵

活等潜在优势，可从传统的天然气、汽油、柴油、可再生的沼气或氢气中产生能量。潍柴动力投资 4000 余万英镑认购锡里斯动力新发行的部分股份，认购完成后持股比例达到 20%，并携手计划 2020 年在中国潍坊成立合资公司，在固态氧化物燃料电池领域展开全面合作。

燃料电池是一种把燃料所具有的化学能直接转换成电能的化学装置，具有发电效率高、无噪声、污染小的特性，在节能环保、低碳排放的大趋势下，燃料电池是最有发展前途的发电技术，在交通运输领域，燃料电池车有望形成对锂电池车的良好补充，发展空间巨大。

各国大力支持燃料电池产业发展：从全球范围来看，已有多个发达经济体对燃料电池产业给予支持。美国对产业链相关研发提供资金支持，部分产品可进行税收抵免；日本政府牵头在燃料电池乘用车、小型固定式发电系统、储氢系统和加氢站建设等方面对企业进行引导扶持；欧盟对产业链相关研发提供资金支持；韩国在补贴、税收抵免和研发资金等多方面推动产业链建设。

在我国，针对燃料电池汽车也已出台了国家、地方级发展规划及补贴措施。2017 年 11 月，中国汽车工程学会发布了《节能与新能源汽车技术路线图》，确立了 2020、2025、2030 年燃料电池车保有量分别为 5000 辆、5 万辆、百万辆的目标。北京、上海等多地政府也发布了推动新能源汽车市场发展的政策，以支持企业攻克技术难关，加快培育氢燃料电池汽车产业集群。

图 75：中国汽车工程学会对燃料电池汽车的发展规划

发展目标	技术路径	发展重点																		
2020年到2030年逐步由示范运行向大规模推广应用发展。 > 燃料电池车发展规模： <table border="1"> <thead> <tr> <th>2020年</th> <th>2025年</th> <th>2030年</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>5000辆</td> <td>5万辆</td> <td>百万辆</td> </tr> </tbody> </table> > 燃料电池堆比功率 (kW/kg) <table border="1"> <thead> <tr> <th>2020年</th> <th>2025年</th> <th>2030年</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2</td> <td>2.5</td> <td>2.5</td> </tr> </tbody> </table> > 燃料电池堆耐久性 (小时) <table border="1"> <thead> <tr> <th>2020年</th> <th>2025年</th> <th>2030年</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>5000</td> <td>6000</td> <td>8000</td> </tr> </tbody> </table>	2020年	2025年	2030年	5000辆	5万辆	百万辆	2020年	2025年	2030年	2	2.5	2.5	2020年	2025年	2030年	5000	6000	8000	<ul style="list-style-type: none"> > 燃料电池关键材料技术 > 电堆技术 > 系统集成与控制技术 > 动力系统开发技术 > 燃料电池汽车的设计与集成技术 > 提高功率密度 > 提高耐久性 > 降低成本 > 提高载氢安全 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 新型燃料电池核心材料 ✓ 先进燃料电池电堆 ✓ 关键辅助系统零部件技术 ✓ 高性能燃料电池系统 ✓ 混合型燃料电池动力系统 ✓ 制氢运氢储氢及加氢基础设施
2020年	2025年	2030年																		
5000辆	5万辆	百万辆																		
2020年	2025年	2030年																		
2	2.5	2.5																		
2020年	2025年	2030年																		
5000	6000	8000																		

资料来源：中国汽车工程学会，渤海证券

表 10: 北上广三地推动燃料电池汽车发展规划

地区	规划
北京市	印发《北京市“十三五”时期节能降耗及应对气候变化规划》的通知，提出到 2020 年，北京市燃料电池汽车推广达到 5000 辆。
上海市	制定《上海市燃料电池汽车发展规划》，预计在 2017-2020 年，实现聚集超过 100 家燃料电池汽车相关企业，培育有国际影响力的氢能与燃料电池技术研发中心 1 个、燃料电池汽车检验检测中心 1 个，燃料电池汽车全产业链年产值突破 150 亿元。在示范运行与推广层面，建设加氢站 5-10 座、乘用车示范区 2 个，运行规模达到 3000 辆，积极推动燃料电池公交、物流等车辆试点。
广东省	发布《关于加快新能源汽车产业创新发展的意见》，同时佛山和云浮预计在 2019 年投入使用 10 座加氢站，力争实现千辆氢能公交车示范运营项目。到 2025 年，南海区推广燃料电池叉车 5000 辆，燃料电池乘用车 10000 辆，燃料电池客车 5000 辆。

资料来源：政府官网，渤海证券

补贴方面，本着“优化技术指标，坚持‘扶优扶强’；完善补贴标准，分阶段释放压力”的标准，2019 年 3 月 26 日，财政部发布《新能源汽车推广补贴方案及产品技术要求》，相较于 2018 年的补贴方案，2019 年新能源汽车国家补贴大福退坡，新能源汽车地方补贴完全取消，行业大洗牌已经开启，能存活下来的车企都将是能有效控制研发与生产成本的“技术流”公司。根据通知，新的燃料电池汽车补贴另行单独推出，目前仍未出台，但未来整体趋势亦是如此，经过充分洗牌后，最终能活下来的是少部分资金与技术实力强的优质公司。我们认为，提前积极布局燃料电池市场的潍柴动力可能成为其中之一。

掌握燃料电池三大核心技术：得益于对行业发展趋势的准确判断，潍柴动力已经通过合作开发和收购等方式获得燃料电池技术，提前布局新能源领域。收购弗尔赛、与博世签订战略合作协议、入股巴拉德进入氢燃料电池领域，收购锡里斯获得固态氧化物燃料电池技术，收购 PSI、与西港签署合作备忘录进入天然气燃料电池领域。同时牵头承担国家燃料电池产业化重大专项，建设潍柴新能源动力产业园。通过这一系列举措，潍柴动力在氢燃料电池、固态氧化物电池、天然气燃料电池领域已经具备了相对扎实的技术储备及过硬的研发能力。随着未来研发投入的不断加码，公司在新能源汽车领域，尤其是燃料电池领域的竞争力有望愈发强大。

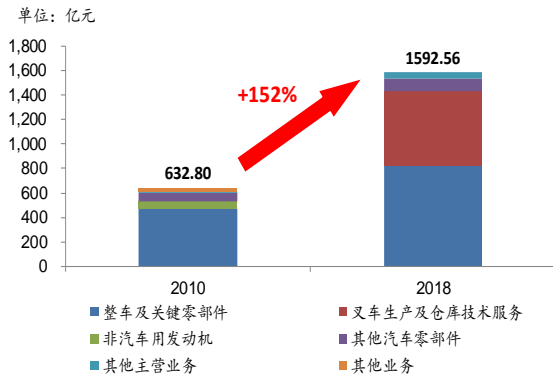
表 11: 潍柴布局新能源举措

时间	事件	备注	相关领域
2016 年 11 月	入股弗尔赛	弗尔赛业务覆盖氢能燃料电池、分布式能源及产品终端云管理增值服务三大领域，掌握车用燃料电池与燃料电池电源系统关键零部件（电堆）与系统的设计开发、检测评价与生产制造的核心技术。	氢燃料电池
2017 年 3 月	收购美国 PSI	PSI 生产各类高性能、经认证的低排放动力系统，主要使用天然气和丙烷等非柴油燃料。	
2017 年 11 月	与博世签署战略合作协议合作框架	建立国际一流的燃料电池汽车技术创新产业链，共同合作开发生产氢燃料电池及相关部件	氢燃料电池
2017 年 12 月	与西港签署战略合作备忘录	双方同时确定共同开发 3.0 版的天然气发动机高压缸内直喷技术，实现热效率从 42.5% 提升到 45%，相当于气耗比现在的标准降低 40%。	
2018 年 3 月	收购英国锡里斯股权	计划在中国潍坊成立合资公司，在固态氧化物燃料电池领域展开全面合作。	固态氧化物燃料电池
2018 年 5 月	入股巴拉德	成立合资公司，研发生产“氢燃料电池动力系统产品”供中国市场使用。同时，合资公司将拥有巴拉德下一代 LCS 燃料电池电堆及模组技术产品在中国市场的独家权利。	氢燃料电池领域
2018 年 8 月	承接燃料电池发动机及商用车产业化技术与应用项目	旨在全力打造具备领先技术实力、推动燃料电池规模化应用的产业体系，进一步带动燃料电池技术的进步，推动燃料电池汽车的产业化进程	
2018 年	建造新能源动力产业园	初步规划建设世界领先的氢燃料电池制造基地、商用车新能源动力总成系统制造基地、新能源叉车、轻型商用车制造基地和新能源虚拟创新中心等六大基地。	

资料来源：公司公告，渤海证券

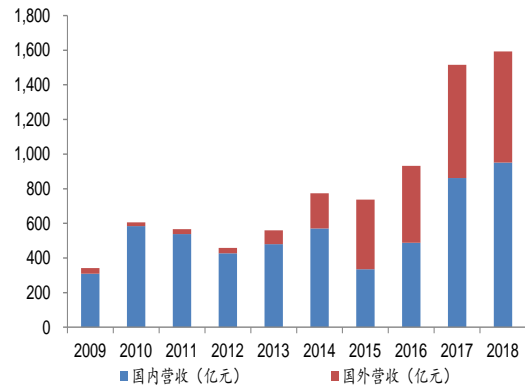
结论：潍柴动力通过陆续的收购与合作，实现重卡整车+发动机+液压系统、叉车+智能物流以及新能源业务的多元化战略布局，并持续整合，加大投入，不断强化公司在新领域的竞争力，努力提升新业务对公司业绩的贡献度，以降低公司对传统动力配套的依赖性，从而有效平滑重卡与工程机械行业的周期性波动对公司盈利的影响。从 2010-2018 年，公司整车及关键零部件的营收增长 74.84%，占比从 74.91% 下降到 52.04%；2018 年叉车生产及仓库技术服务营收 603.08 亿元，占比 37.87%；随着国际并购的持续推进，公司海外收入大幅提升（增长近 29.09 倍），占比从 6% 提升至 41.49%。综上所述，公司的业务多元化战略成效明显，公司营收来源更加广泛，新、旧业务齐头并进，成长空间与潜力提升。

图 76: 潍柴动力 2010 年、2018 年营收结构比较



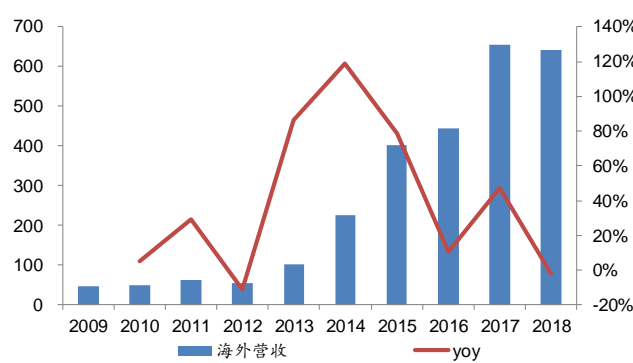
资料来源: Wind, 渤海证券

图 77: 潍柴动力营收结构



资料来源: Wind, 渤海证券

图 78: 潍柴海外营收 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 公司年报, 渤海证券

4. 盈利预测与估值讨论

假设条件

1. 公司整车及关键零部件业务稳健较快增长; 叉车及仓库服务业务稳健增长; 其他汽车零部件业务稳健增长;
2. 公司期间费用控制得当。

表 12: 公司分业务预测

主营业务分项	项目	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
整车及关键零部件	营收 (万元)	6626763.47	8287486.08	9116234.69	10301345.20	11537506.62
	yoy	76.78%	25.06%	10.00%	13.00%	12.00%
	营业成本 (万元)	5226213.97	6790657.18	7384150.10	8292582.88	9230005.30
	毛利率	21.13%	18.06%	19.00%	19.50%	20.00%
叉车生产及仓库技术服务	营收 (万元)	5837631.98	6030816.16	6633897.78	7363626.53	8247261.72
	yoy	42.16%	3.31%	10%	11%	12%
	营业成本 (万元)	4391988.11	4469030.06	4942253.84	5485901.77	6144209.98
	毛利率	24.76%	25.90%	25.50%	25.50%	25.50%
非汽车用发动机	营收 (万元)	1137182.09				
	yoy	71.47%				
	营业成本 (万元)	972296.20				
	毛利率	14.50%				
其他汽车零部件	营收 (万元)	991370.00	1031104.49	1134214.94	1247636.43	1372400.08
	yoy	107.53%	4.01%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业成本 (万元)	757694.64	646489.19	737239.71	810963.68	892060.05
	毛利率	23.57%	37.30%	35.00%	35.00%	35.00%
其他	营收 (万元)	563991.69	576176.49	604985.31	635234.58	666996.31
	yoy	74.83%	2.16%	5%	5%	5%
	营业成本 (万元)	498570.09	462464.94	483988.25	508187.66	533597.05
	毛利率	11.60%	19.74%	20.00%	20.00%	20.00%
主营合计	营收 (万元)	15156939.23	15925583.22	17489332.72	19547842.74	21824164.72
	Yoy	62.66%	5.07%	9.82%	11.77%	11.64%
	营业成本 (万元)	11846763.01	12368641.37	13547631.90	15097636.00	16799872.37
	毛利率	21.84%	22.33%	22.54%	22.77%	23.02%

数据来源: 公司公告, 渤海证券

综合分析,我们预计 2019-2021 年公司实现营收 1748.93/1954.78/2182.42 亿元, 同比增长 9.82%/11.77%/11.64%, 实现归母净利润 95.21/108.33/126.07 亿元, 同比增长 9.98%/13.78%/16.38%, 每股收益 EPS 分别为 1.20/1.37/1.59 元/股, 对应 PE 分别为 11/9/8 倍, 与可比公司相比具备估值优势。公司作为国内重卡发动机龙头, 受益于产品结构改善与市场份额提升, 有望实现超越行业增长, 新业务助力中长期成长性, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 13: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	EPS			PE (TTM, 扣非)	PE				PB		
		2019E	2020E	2021E		2019E	2020E	2021E	LF	2019E	2020E	2021E
000951.SZ	中国重汽	1.84	2.16	2.48	12.49	8.94	7.62	6.64	1.73	1.57	1.39	1.22
000581.SZ	威孚高科	2.36	2.50	2.60	10.56	8.59	8.10	7.79	1.23	1.15	1.05	0.98
600006.SH	东风汽车	0.22	0.26	0.32	27.19	22.26	18.89	15.60	1.36	1.33	1.27	1.20
600031.SH	三一重工	1.12	1.28	1.46	13.97	11.81	10.29	9.00	2.85	2.75	2.25	1.86
000425.SZ	徐工机械	0.45	0.55	0.65	15.99	10.16	8.36	7.07	1.36	1.22	1.08	0.94
000157.SZ	中联重科	0.42	0.52	0.58	22.71	13.87	11.42	10.10	1.18	1.12	1.05	0.98
平均值					17.15	12.60	10.78	9.37	1.62	1.52	1.35	1.20
000338.SZ	潍柴动力				11.92	10.60	9.32	8.00	2.40	1.39	1.19	1.02

数据来源: Wind, 渤海证券 (截止 2019 年 6 月 20 日收盘)

风险提示: 经济波动超预期; 重卡产销低于预期; 并购整合低于预期; 汇率风险

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昉
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn