

潍柴动力 (000338): 发力高端产品, 助推新型动能

——2019 年中报点评

2019 年 08 月 30 日

强烈推荐/维持

潍柴动力 公司报告

报告摘要:

中报摘要: 潍柴动力 2019 年上半年营收 908.6 亿元, 同比增长 10.45%; 归母净利润 52.87 亿元, 同比增长 20.37%; 扣非归母净利润 49.52 亿元, 同比增长 18.51%。公司 2019 年上半年毛利率 21.75%, 同比持平; 净利率 7.59%, 同比微增 0.4%。

潍柴动力旗下多数业务上半年强势增长, 跑赢行业。上半年中国重卡销量同比下滑 2.3%, 而公司共销售重卡用发动机 21.8 万台 (YOY 10.5%), 陕重汽销售重卡 8.7 万辆 (3.1%), 陕西法士特销售变速器 58.2 万台 (11.3%)。此外, 公司海外控股子公司 KION Group AG (凯傲) 上半年销售收入为 43.6 亿欧元, 同比增长 12.6%。

作为整个重卡产业链的龙头, 公司努力开发各个产品线的高端产品, 提升业务品质。发动机方面, 公司上半年销售大排量(12L、13L)柴油发动机 13.8 万台, 同比增长 21.6%; 重卡整车方面, 陕重汽 X3000 系列销售顺利, X6000 系列成功推出, 上半年重卡单价提升约 6%; 变速器方面, 法士特的 AT、AMT 智能化传动产品初步形成了自主核心能力; 新能源方面, 公司参股的巴拉德公司配套的氢燃料电池率先在山东潍坊公交车上应用。

重型柴油车满足国六阶段排放标准的难度很大, 门槛将明显提升。作为业内龙头, 潍柴有望受益于 2021 年柴油车国六全面实施后的市场集中度提升。

盈利预测: 我们预计 2019 年国内重卡销量为 99 万辆, 海外业务合计为 8.6 万辆, 预计潍柴年内销售重型柴油机 47 万台, 其中重卡发动机 35.5 万台。

预计公司 2019/2020/2021 年营收分别为 1,659/1,796/1,723 亿元, 归母净利润分别为 93.57/108.33/89.08 亿元, EPS 分别为 1.18/1.37/1.12 元, 分别同比增长 8.2%/15.7%/-17.8%, 对应 PE 为 9.6/8.3/10x, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 全球化趋势发生根本逆转; 原材料价格大幅上涨。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	151,569	159,256	165,943	179,641	172,304
增长率 (%)	62.7%	5.1%	4.2%	8.3%	-4.1%
归母净利润(百万)	6,808	8,658	9,367	10,833	8,908
增长率 (%)	178.9%	27.2%	8.2%	15.7%	-17.8%
净资产收益率 (%)	19.3%	22.0%	20.9%	22.1%	17.0%
每股收益(元)	0.85	1.08	1.18	1.37	1.12
PE	13.27	10.44	9.6	8.3	10.0
PB	2.56	2.29	2.00	1.82	1.70

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

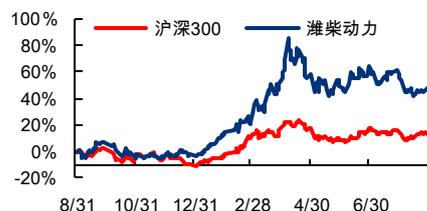
潍柴动力是国内重型柴油机龙头。同时, 旗下法士特变速箱是重卡变速箱龙头, 陕重汽为重要的重卡厂商, 凯傲与德马泰克是世界知名的叉车和物流系统生产厂商。公司还与巴拉德合作氢燃料电池业务。

未来 3-6 个月重大事项提示:

交易数据

52 周股价区间 (元)	11.28-7.82
总市值 (亿元)	894.94
流通市值 (亿元)	478.71
总股本/流通 A 股 (万股)	793387/424504
流通 B 股/H 股 (万股)	/194304
52 周日均换手率	1.37

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 陆洲

010-66554142

luzhou@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517080001

研究助理:

刘一鸣

021-25102862

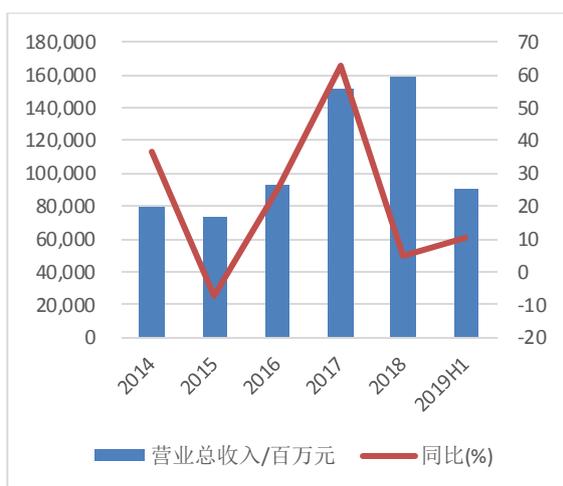
liu_y_m@dxzq.net.cn

1. 重卡动力产业链龙头, 份额继续扩张

潍柴动力 2019 年上半年营收 908.6 亿元, 同比增长 10.45%; 归母净利润 52.87 亿元, 同比增长 20.37%; 扣非归母净利润 49.52 亿元, 同比增长 18.51%。

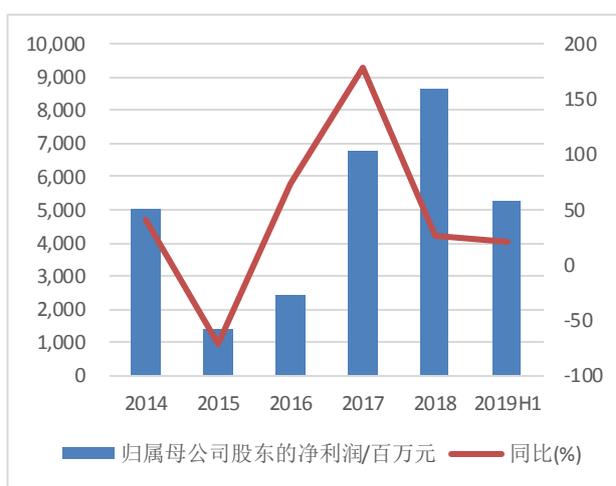
公司 2019 年上半年毛利率 21.75%, 同比持平; 净利率 7.59%, 同比微增 0.4%。

图 1: 潍柴动力营收及同比增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 2: 潍柴动力归母净利润及同比增速



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

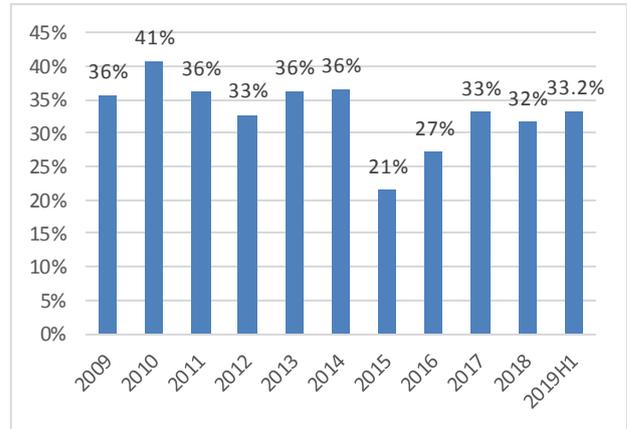
潍柴动力旗下多数业务上半年强势增长, 跑赢行业。上半年中国重卡销量同比下滑 2.3%, 而公司共销售重卡用发动机 21.8 万台, 同比增长 10.5%。公司重卡发动机市场占有率达 33.2%, 较去年同期提升 3.9 个百分点, 继续在行业内保持领先优势; 公司控股子公司陕西重型汽车有限公司上半年共销售重型卡车 8.7 万辆, 同比增长 3.1%, 市场占有率 13.2%; 公司控股子公司陕西法士特齿轮有限责任公司上半年共销售变速器 58.2 万台, 同比增长 11.3%, 其中, 重卡用变速器市场占有率 80.5% 左右, 继续保持行业绝对领先地位。公司海外控股子公司 KION Group AG (凯傲) 上半年销售收入 43.6 亿欧元, 同比增长 12.6%。

图 3: 潍柴动力重卡发动机销量及同比增速

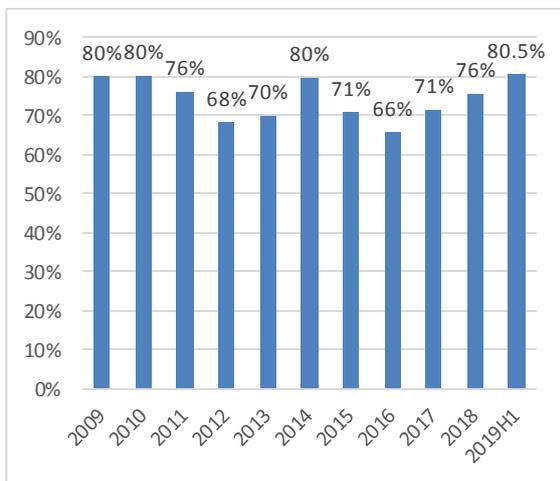
图 4: 潍柴动力重卡发动机市占率



资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

图 5: 潍柴动力重卡变速箱市占率


资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

图 6: 潍柴动力轻型柴油机销量及同比增速


资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

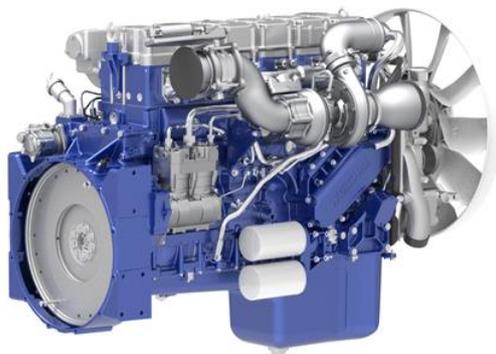
2. 发力高端产品

作为整个重卡产业链的龙头, 公司努力开发各个产品线的高端产品, 提升盈利能力。发动机方面, 公司上半年销售大排量 (12L、13L) 柴油发动机 13.8 万台, 同比增长 21.6%; 重卡整车方面, 陕重汽 X3000 系列销售顺利, X6000 系列成功推出, 上半年重卡单价提升约 6%; 变速箱方面, 法士特的 AT、AMT 智能化传动产品初步形成了自主核心能力; 新能源方面, 公司参股的巴拉德公司配套的氢燃料电池率先在山东潍坊公交车上应用。

图 7: 潍柴 13L 牵引车发动机


资料来源: 公司年报; 东兴证券研究所

图 8: 陕汽德龙 X6000 自动挡牵引车



资料来源：公司网管；东兴证券研究所



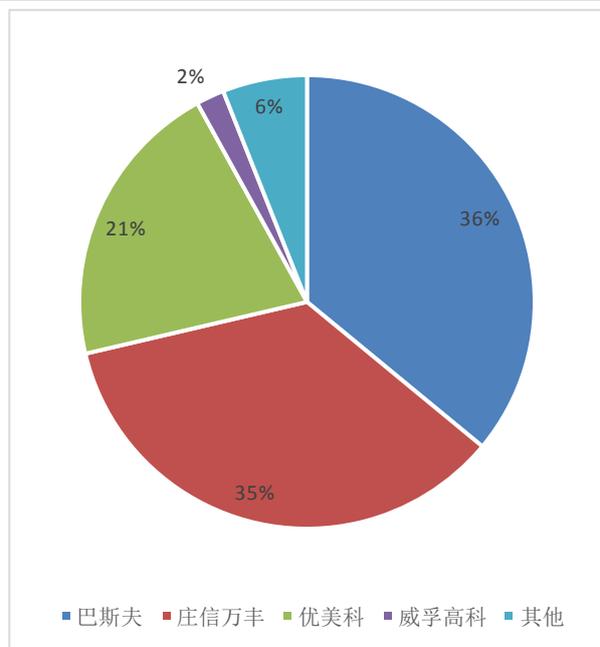
资料来源：卡车之家；东兴证券研究所

3. 国六将显著提升重卡柴油机门槛，作为龙头将获益

重型柴油车满足国六阶段排放标准的难度很大，门槛将明显提升。作为业内龙头，潍柴有望受益于2021年柴油车国六全面实施后的市场集中度提升。

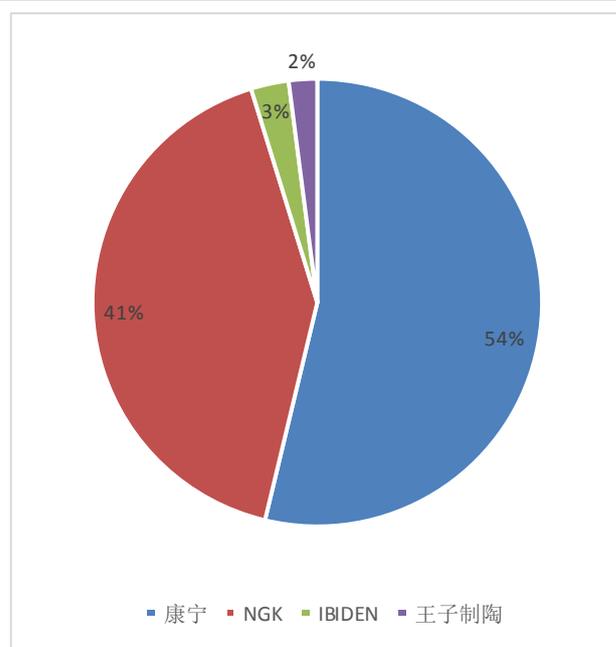
上游议价能力较高的供应商将促使行业进一步整合。国六重型柴油机需要在国五柴油机基础上加装、升级一系列机内净化、后处理装置才能满足国六的苛刻要求。这些装置的门槛极高，致使上游零部件巨头的议价能力较高。在重卡中下游——排气系统、发动机、整车和消费者这些环节中，潍柴的议价能力处于明显优势。因此，潍柴有望提升在一些自身无发动机开发能力的重卡、大容整车厂的份额。

图 9：国六重型柴油机 DPF 催化剂市场格局



资料来源：机动车环保网；东兴证券研究所

图 10：国六重型柴油机 DPF 蜂窝陶瓷市场格局



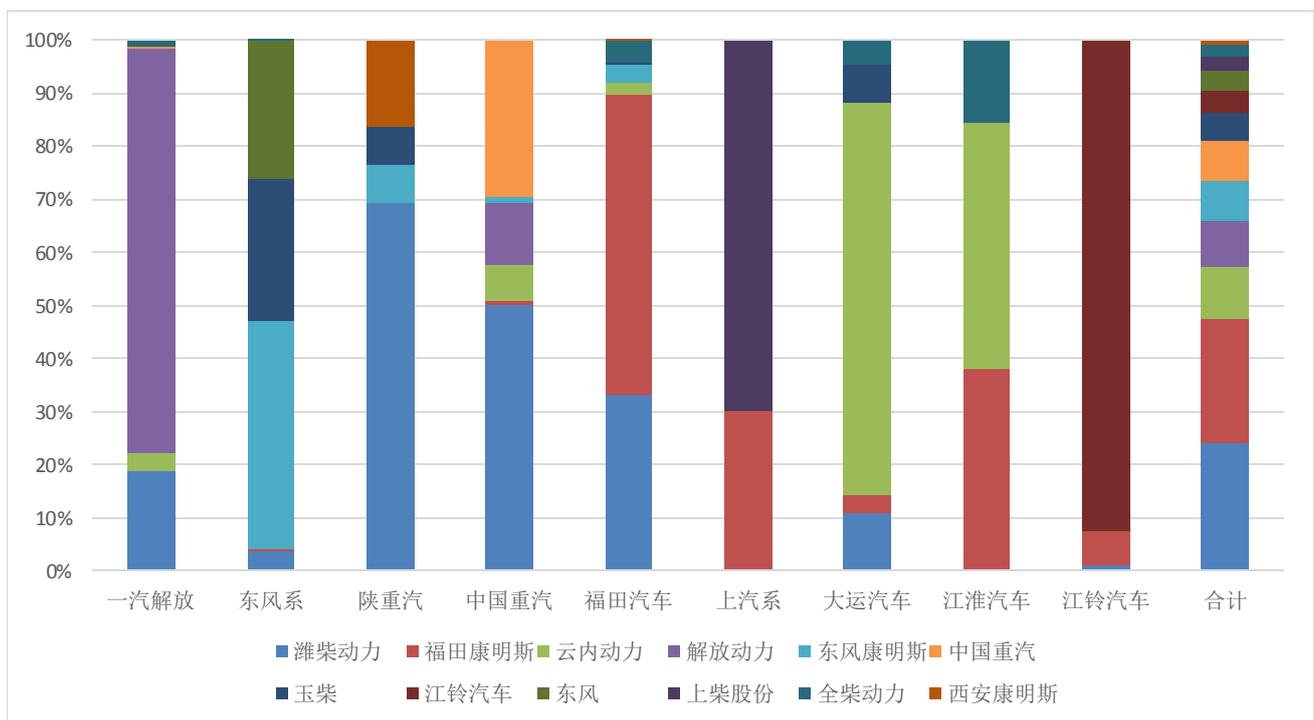
资料来源：机动车环保网；东兴证券研究所

4. 发动机配套重汽进展顺利

国六阶段, 潍柴发动机在中国重汽重卡中的配套或超此前预期。由于历史原因, 潍柴发动机在近 10 年内几乎未匹配中国重汽的重卡。2018 年山东重工领导团队调整之后, 潍柴在重汽工程车、牵引车、高端重卡——汕德卡和轻卡领域的配套工作加速。

我们对国家机动车环保网公示的国六发动机配套数据进行了统计, 截止 2019 年 8 月初, 潍柴发动机占据了重汽已公示车型数量的近 50%。2021 年国六上量后, 重汽业务将给公司业绩带来显著提升。

图 11: 截止 2019 年 8 月的国六重型柴油车发动机配套格局 (按车型统计)



资料来源: 机动车环保网; 东兴证券研究所

5. 盈利预测与估值

我们预计 2019 年国内重卡销量为 99 万辆, 中国公司海外业务合计为 8.6 万辆, 预计潍柴年内销售重型柴油机 47 万台, 其中重卡发动机 35.5 万台。

预计公司 2019/2020/2021 年营收分别为 1,659/1,796/1,723 亿元, 归母净利润分别为 93.57/108.33/89.08 亿元, EPS 分别为 1.18/1.37/1.12 元, 分别同比增长 8.2%/15.7%/-17.8%, 对应 PE 为 9.6/8.3/10x, 维持“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

全球化趋势发生根本逆转;

原材料价格大幅上涨。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	潍柴动力（000338.SZ）：国六升级渐近，龙头优势放大	2019-7-9
行业	重卡强者恒强，新能源崭露头角——2019年上半年重卡销量点评	2019-7-5
行业	汽车行业央企出海系列深度报告之（一）：重剑无锋，重卡无疆	2019-2-19
公司	潍柴动力（000338.SZ）2018年业绩预告点评：柴油机领军地位稳固，陕重汽出海大步向前	2019-2-12

资料来源：东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	100,340	108,105	116,268	129,039	128,229	营业收入	151,569	159,256	165,943	179,641	172,304
货币资金	34,222	38,210	40,446	48,747	49,413	营业成本	118,468	123,686	129,884	139,826	136,516
应收账款	13,573	13,155	15,912	16,033	15,950	营业税金及附加	738	723	1,045	1,132	1,086
其他应收款	858	1,062	1,106	1,198	1,149	营业费用	10,338	10,619	9,957	10,778	10,338
预付款项	560	1,109	1,378	1,833	2,197	管理费用	9,602	6,260	10,371	11,228	10,769
存货	19,851	20,674	21,351	23,179	22,535	财务费用	591	75	(0)	(217)	(262)
其他流动资产	3,793	1,692	1,692	1,692	1,692	研发费用	4,381	4,743	4,549	3,964	4,865
非流动资产合计	89,298	97,171	94,435	94,127	93,340	资产减值损失	1,950	634	901	975	936
长期股权投资	2,639	4,464	4,651	5,035	4,829	公允价值变动收	101	177	52	110	113
固定资产	27,067	29,453	29,351	28,948	29,050	投资净收益	154	465	746	858	825
无形资产	23,840	23,299	20,996	20,018	20,180	加:其他收益					
其他非流动资产	254	356	575	622	597	营业利润	10,385	13,604	14,582	16,888	13,861
资产总计	189,638	205,276	210,702	223,166	221,569	营业外收入	299	307	208	208	208
流动负债合计	78,474	88,617	85,924	88,442	81,972	营业外支出	161	52	60	60	60
短期借款	3,175	5,473	-	-	-	利润总额	10,522	13,858	14,730	17,036	14,009
应付账款	30,655	30,869	32,026	34,448	33,647	所得税	1,344	2,233	2,521	2,915	2,397
预收款项	5,815	-	(2,379)	(6,947)	(10,373)	净利润	9,178	11,626	12,209	14,120	11,611
一年内到期的	5,596	6,899	8,395	9,088	8,717	少数股东损益	2,370	2,968	2,842	3,287	2,703
非流动负债合	54,810	54,400	55,588	58,022	56,719	归属母公司净利	6,808	8,658	9,367	10,833	8,908
长期借款	15,679	10,909	10,909	10,909	10,909	主要财务比					
应付债券	10,460	12,265	12,780	13,835	13,270	率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	133,283	143,017	141,512	146,464	138,691	成长能力					
少数股东权益	21,115	22,946	25,788	29,075	31,778	营业收入增长	62.66%	5.07%	4.20%	8.26%	-4.08%
实收资本(或	7,997	7,997	7,934	7,934	7,934	营业利润增长	152.16%	31.00%	7.19%	15.81%	-17.92%
资本公积	136	114	114	114	114	归属于母公司净	8.19%	15.65%	8.19%	15.65%	-17.77%
未分配利润	27,899	32,444	35,525	39,088	42,018	获利能力					
归属母公司股	35,240	39,314	44,818	49,042	52,516	毛利率(%)	21.84%	22.33%	21.73%	22.16%	20.77%
负债和所有者	189,638	205,276	210,702	223,166	221,569	净利率(%)	6.06%	7.30%	7.36%	7.86%	6.74%
现金流量	单位:百万元					总资产净利润	6.87%	3.59%	4.22%	4.45%	4.85%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	19.32%	22.02%	20.90%	22.09%	16.96%
经营活动现金	16,258	22,262	15,004	19,362	14,707	偿债能力					
净利润	9,178	11,626	12,209	14,120	11,611	资产负债率(%)	70%	70%	67%	66%	63%
折旧摊销	28,928	28,621	-	4,803	5,199	流动比率	1.28	1.22	1.35	1.46	1.56
财务费用	591	75	(0)	(217)	(262)	速动比率	1.03	0.99	1.10	1.20	1.29
应付账款的变	-	-	(2,757)	(120)	83	营运能力					
预收账款的变	-	-	(2,379)	(4,568)	(3,426)	总资产周转率	0.86	0.81	0.80	0.83	0.77
投资活动现金	(5,037)	(7,181)	(4,145)	(7,299)	(7,459)	应收账款周转率	12	12	11	11	11
公允价值变动	101	177	52	110	113	应付账款周转率	5.77	5.18	5.28	5.40	5.06
长期股权投资	-	-	(792)	(1,145)	613	每股指标(元)					
投资收益	154	465	746	858	825	每股收益(最新	0.85	1.08	1.18	1.37	1.12
筹资活动现金	(6,598)	(6,980)	(8,623)	(3,762)	(6,582)	每股净现金流	0.58	1.01	0.28	1.05	0.08
应付债券增加	-	-	515	1,055	(565)	每股净资产(最	4.41	4.92	5.65	6.18	6.62
长期借款增加	-	-	-	-	-	估值比率					
普通股增加	3,999	-	(63)	-	-	P/E	13.27	10.44	9.55	8.26	10.05
资本公积增加	106	(22)	-	-	-	P/B	2.56	2.29	2.00	1.82	1.70
现金净增加额	4,623	8,100	2,236	8,301	666	EV/EBITDA	2.28	2.07	2.69	3.05	3.37

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

陆洲

北京大学硕士，军工行业首席分析师。曾任中国证券报记者，历任光大证券、平安证券、国金证券研究所军工行业首席分析师，华商基金研究部工业品研究组组长，2017年加盟东兴证券研究所。

研究助理简介

刘一鸣

清华大学学士，美国达特茅斯学院硕士，7年国内外汽车零部件行业项目管理及技术开发经验。2018年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。