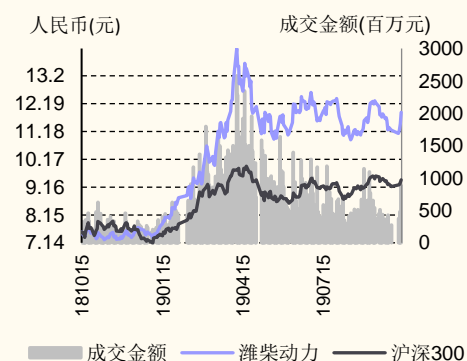


市场价格(人民币): 12.00元  
 目标价格(人民币): 15.20-15.20元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	79.34
已上市流通A股(亿股)	42.45
流通港股(亿股)	19.43
总市值(亿元)	942.54
年内股价最高最低(元)	12.07/11.11
沪深300指数	3912
深证成指	9667



## 重卡产业链龙头行稳致远，智能物流、燃料电池再添新动能

### 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.851	1.083	1.205	1.271	1.330
每股净资产(元)	4.41	4.92	5.61	6.37	7.16
每股经营性现金流(元)	2.03	2.76	2.63	2.81	2.89
市盈率(倍)	9.80	7.11	9.86	9.35	8.93
净利润增长率(%)	178.89%	27.16%	10.42%	5.49%	4.64%
净资产收益率(%)	19.32%	22.02%	21.29%	19.79%	18.42%
总股本(百万股)	7,997.24	7,997.24	7,933.87	7,933.87	7,933.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **传统主业重卡产业链业务周期性减弱，业绩稳健增长。** 1) 重卡产业链业务是公司的传统主业，2019年H1年公司发动机、重卡整车、重卡变速箱三大业务营收占比达64%，归母业绩占比达89%，历史上公司重卡产业链业务营收、业绩与重卡销量相关性高、随重卡周期波动。2) 自上而下来看，我们认为更新需求支撑未来三年重卡销量。根据我们的测算，我们认为重卡的更新需求在8~9年，预计未来三年重卡的更新需求中枢在80万辆以上，相较于2010~2018年的更新需求中枢(41万辆)实现了翻倍增长。我们保守预计未来三年重卡销量维持在百万辆左右，2019-2021年重卡销量为109、104、98万辆，每年递减5%。3) 自下而上来看，潍柴发动机主要客户(一汽、陕汽、福田)市占率的提升、重汽配套率提升(潍柴董事长谭旭光上任重汽董事长)将提升潍柴发动机市占率，大排量产品占比提升将提振公司盈利能力，预计公司重卡产业链业务将超越重卡周期。
- **智能物流业务整合成功，打开新增点。** 1) 公司通过并购凯傲切入叉车领域，并表以来凯傲营收、利润稳步增长。叉车行业周期性较弱、成长性较强，2018年凯傲叉车全球市占率为14%，得益于凯傲在印度、中国市场的布局，以及在电动叉车的竞争优势(电动叉车全球市占率为19%)，未来凯傲的全球市占率有望进一步提升。2) 公司通过并购德马泰克切入物料搬运自动化领域，得益于电子商务的高增长，物流搬运自动化行业维持高增长，德马泰克营收维持稳健增长，2019年H1营收同增15%。3) 凯傲、德马泰克分别为叉车、物料搬运自动化领导者，二者下游客户重叠度低，地域优势不同，凯傲收购德马泰克后，二者优势互补，未来协同效应可期。
- **氢气作为沟通交通、发电、储能三大领域的核心，在政策推动下将快速发展。** 潍柴兼具地域优势(山东)、资源优势(山东省地方国企)、技术优势(重卡产业链龙头+Ballard技术支持)，燃料电池业务未来可期。

### 投资建议

- 我们预计公司2019-2021年归母业绩为96、101、106亿元，业绩增速为10%、5%、5%。我们采取分部估值法，给予公司目标股价15.2元，对应2019年PE估值为12.6倍，给予买入评级。

**风险:** 重卡销量不及预期、工程机械销量不及预期、并购整合风险。

刘妍雪 联系人  
liuyanxue@gjzq.com.cn

陈晓 联系人  
chenxiao@gjzq.com.cn

彭聪 分析师 SAC 执业编号: S1130518070001  
pengcong@gjzq.com.cn

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)61038279  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 内容目录

绪论：重卡产业链龙头行稳致远，智能物流、燃料电池再添新动能.....	6
一、重卡产业链：更新需求支撑行业销量，三大因素助潍柴发动机穿越周期	11
1.重卡行业需求：更新需求支撑销量，预计未来三年销量维持稳健.....	11
2.重卡行业供给：竞争格局相对稳定，国六实施抬高技术门槛.....	16
3.潍柴发动机：下游集中度提升+重汽配套提市占率，结构优化提盈利能力	17
4.陕重汽（重卡整车）：依托发动机优势，市占率、盈利能力稳步增长.....	20
5.法士特（重卡变速箱）：全球市占率第一，盈利能力稳步增长.....	22
二、智能物流：熨平周期性，打开新增长点.....	24
1.凯傲营收、业绩稳健增长，熨平周期性.....	24
2.凯傲叉车：全球销量稳健增长，中国市场、电动叉车带来新增长.....	25
3.收购德马泰克，叉车+物料搬运自动化协同效应可期.....	29
三、燃料电池：前瞻性布局领跑行业，携手 Ballard、Ceres 未来可期.....	32
1.氢能发展大势所趋，远期需求超万亿.....	32
2.中央积极推广氢能，山东计划携手潍柴打造全球最大氢能交通应用体系.....	33
3.潍柴参股 Ballard、Ceres，积极布局燃料电池.....	35
4.预计 2030 年潍柴新能源产品营收超千亿，燃料电池业绩近超 8 亿.....	37
四、盈利预测与投资建议.....	38
1.盈利预测：预计公司 2019-2021 年业绩增速为 10%、5%、5%.....	38
2.投资建议及估值：给予公司目标市值 1207 亿元.....	38
五、风险提示.....	39

## 图表目录

图表 1：公司主营业务与重要子公司.....	6
图表 2：公司营收主要由重卡产业链贡献.....	7
图表 3：公司业绩主要由重卡产业链贡献.....	7
图表 4：公司营收增速与重卡销量增速.....	7
图表 5：公司业绩增速与重卡销量增速.....	7
图表 6：工程重卡占比下降，弱化周期性.....	8
图表 7：预计未来 8~9 年更新需求中枢超 80 万辆.....	8
图表 8：营收拆分.....	9
图表 9：归母业绩拆分.....	9
图表 10：潍柴动力目标市值 1207 亿元.....	9
图表 11：经济周期、治超新政、排放标准三大因素影响重卡销量.....	11
图表 12：重卡销量研究框架.....	12
图表 13：历史上货运总量增速与 GDP 增速同步变动.....	12
图表 14：近年来货运总量稳步增长.....	12
图表 15：近年来我国公路货运量占比约 75%.....	13

图表 16: 近年来我国公路货物周转量占比约 33%.....	13
图表 17: 2004 年治超政策抬高重卡需求.....	14
图表 18: 2016-2018 年治超政策抬高重卡需求.....	14
图表 19: 中国物流成本占 GDP 的比例高于发达国家.....	14
图表 20: 1980~2000 年间美国物流成本占 GDP 比重快速下降.....	14
图表 21: 中国重卡更新周期大于 8 年.....	15
图表 22: 预计未来 8~9 年更新需求中枢超 80 万辆.....	15
图表 23: 伴随新国标实施, 更新需求将提前释放.....	16
图表 24: 全国各地国六实施时间一览.....	16
图表 25: 中国重卡 CR5 达 83%.....	17
图表 26: 美国重卡 CR4 达 97%.....	17
图表 27: 重卡国六主要技术路线.....	17
图表 28: 公司发动机业务营收占比.....	18
图表 29: 公司发动机业务业绩占比.....	18
图表 30: 公司重卡发动机销量.....	18
图表 31: 2015 年以来公司重卡发动机市占率稳步提升.....	18
图表 32: 公司发动机营收、净利.....	19
图表 33: 2015 年以来公司重卡发动机净利率稳步提升.....	19
图表 34: 潍柴向前五大重卡企业销售的发动机占总销量的 66%.....	19
图表 35: 潍柴三大主要合作重卡企业市占率稳步提升.....	19
图表 36: 2019 年 5 月重汽&潍柴新品发布.....	20
图表 37: 公司 12/13L 销量提升.....	20
图表 38: 发动机盈利能力提升.....	20
图表 39: 公司重卡业务营收占比.....	21
图表 40: 公司重卡业务业绩占比.....	21
图表 41: 公司重卡销量.....	21
图表 42: 2015 年以来公司重卡市占率稳步提升.....	21
图表 43: 公司重卡营收、净利.....	21
图表 44: 得益于单价提升, 2015 年以来公司重卡业务净利率稳步提升.....	21
图表 45: 公司重卡变速箱业务营收占比.....	22
图表 46: 公司重卡变速箱业务业绩占比.....	22
图表 47: 公司重卡变速箱销量.....	22
图表 48: 长期以来公司重卡变速箱市占率超 70%.....	22
图表 49: 公司重卡变速箱营收、净利.....	23
图表 50: 2015 年以来公司重卡变速箱净利率稳步提升.....	23
图表 51: 凯傲营收占潍柴营收比例.....	24
图表 52: 凯傲业绩占潍柴业绩比例.....	24
图表 53: 凯傲营收、净利稳步增长.....	25
图表 54: 潍柴收购以来, 凯傲净利率稳步提升.....	25

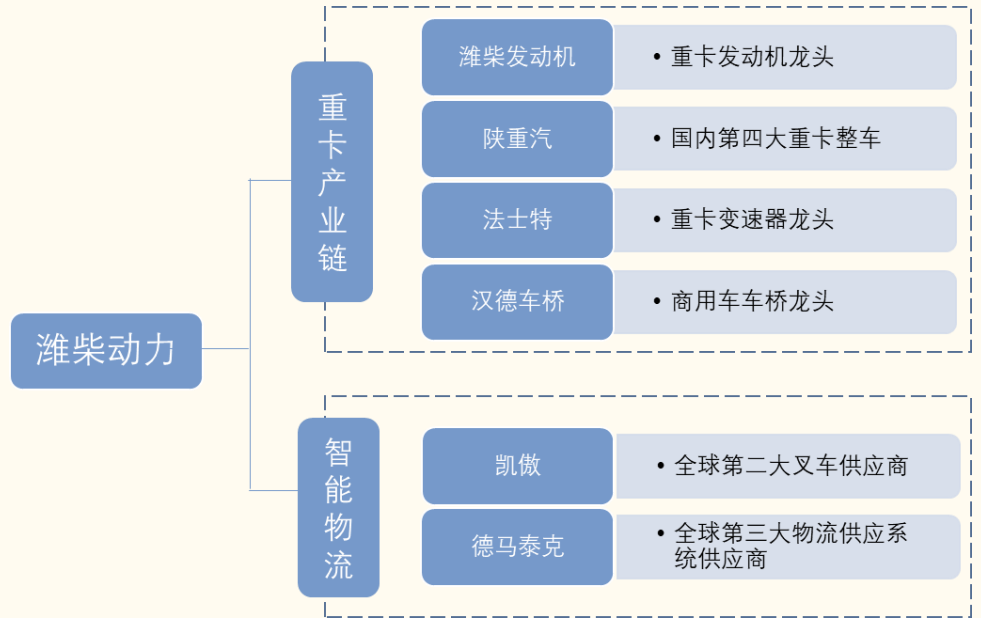
图表 55: 凯傲营收主要由叉车业务贡献 .....	25
图表 56: 凯傲业绩主要由叉车业务贡献 .....	25
图表 57: 潍柴收购凯傲历程.....	25
图表 58: 凯傲股权增值 33%.....	25
图表 59: 近年叉车销量增速约为 GDP 销量增速的 3 倍 .....	26
图表 60: 预计未来全球 GDP 稳健增长.....	26
图表 61: 中国、印度人均叉车保有量仍低.....	26
图表 62: 2013-2018 年中国叉车销量 CAGR 高于全球 .....	26
图表 63: 全球电动叉车占比提升 .....	27
图表 64: 中国电动叉车占比提升 .....	27
图表 65: 凯傲叉车业务营收占比达 74% .....	28
图表 66: 凯傲叉车业务业绩占比达 83% .....	28
图表 67: 凯傲叉车业务营收稳步增长 .....	28
图表 68: 凯傲叉车业务营业利润率较为稳定 .....	28
图表 69: 凯傲是世界第二大叉车品牌 .....	28
图表 70: 凯傲旗下五大叉车品牌 .....	28
图表 71: 凯傲旗下叉车产品.....	29
图表 72: 凯傲中国叉车销量增速 .....	29
图表 73: 凯傲叉车销量以电动叉车为主 .....	29
图表 74: 凯傲物料搬运业务稳定增长 .....	30
图表 75: 德马泰克供应链解决方案全球第一 .....	30
图表 76: 德马泰克主要系统.....	30
图表 77: 凯傲叉车业务营收区域分布 .....	31
图表 78: 凯傲仓储物流业务营收区域分布 .....	31
图表 79: 凯傲叉车业务营收区域分布 .....	31
图表 80: 凯傲仓储物流业务营收区域分布 .....	31
图表 81: 氢能是唯一可同时用于交通、储能、发电等领域的新能源.....	32
图表 82: 各国积极发展氢能源 .....	32
图表 83: 从发展路径来看, 预计交通、建筑 CHP 领域率先爆发.....	33
图表 84: 氢能源政策支持不断加码.....	34
图表 85: 中国燃料电池汽车发展路径明确.....	34
图表 86: 中国燃料电池车快速增长.....	34
图表 87: 山东省燃料电池规划 .....	35
图表 88: 潍柴领先同业, 积极布局燃料电池 .....	35
图表 89: FCvelocity®-9SSL 电堆 .....	36
图表 90: FCgen®-LCS 电堆 .....	36
图表 91: 不同于传统 SOFC 产品, SteelCell®可应用于汽车.....	37
图表 92: SteelCell®燃料电池电堆.....	37
图表 93: 已有 4 款搭载潍柴动力燃料电池系统的客车进入工信部推荐车型目录	

.....	37
图表 94: 营收拆分 .....	38
图表 95: 归母业绩拆分 .....	38
图表 96: 潍柴动力目标市值 1207 亿元 .....	38
图表 97: 凯傲营收、净利稳步增长.....	39

绪论：重卡产业链龙头行稳致远，智能物流、燃料电池再添新动能

- 公司主营业务主要覆盖重卡产业链、智能物流相关业务。重卡产业链相关业务为公司传统主营业务，旗下涵盖潍柴发动机（重卡发动机龙头）、陕重汽（国内第四大重卡企业）、法士特（重卡变速箱龙头）、汉德车桥（商用车车桥龙头）。智能物流相关业务为公司新业务，主要通过并购凯傲、德马泰克，切入叉车、物流供应系统领域。

图表 1：公司主营业务与重要子公司

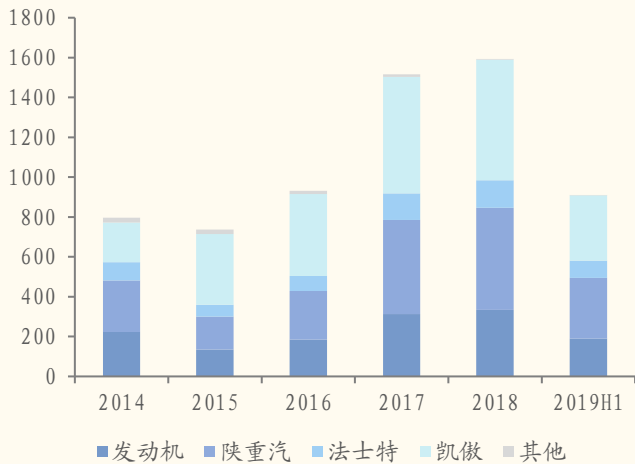


来源：公司公告，国金证券研究所

- 重卡产业链业务：传统主业，更新需求支撑重卡行业销量，三大因素助力潍柴发动机超越周期。
- 贡献了主要的营收、业绩，是公司营收、业绩波动性的根源。1) 2018年发动机、重卡整车、重卡变速箱三大业务营收占比达 62%，归母业绩占比达 87%；2019 年 H1 发动机、重卡整车、重卡变速箱三大业务营收占比达 64%，归母业绩占比达 89%；重卡产业链业务贡献了主要的营收、业绩。2) 公司重卡产业链业务市占率高，2018 年公司重卡发动机市占率达 31.6%，重卡整车市占率达 13.3%，重卡变速箱市占率达 75.7%。历史上重卡产业链业务营收、业绩与重卡销量相关性高，随重卡周期波动。



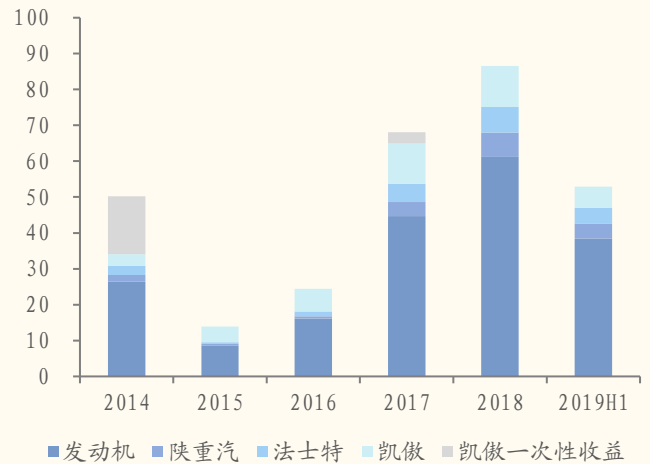
图表 2: 公司营收主要由重卡产业链贡献



来源: 公司公告, 国金证券研究所

备注: 各板块业务未考虑内部抵消。

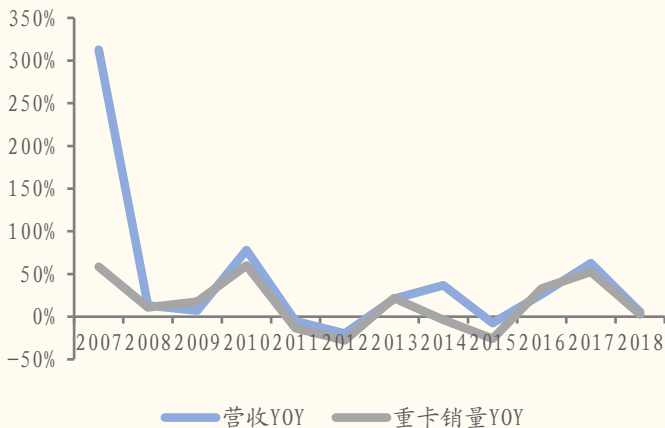
图表 3: 公司业绩主要由重卡产业链贡献



来源: 公司公告, 国金证券研究所

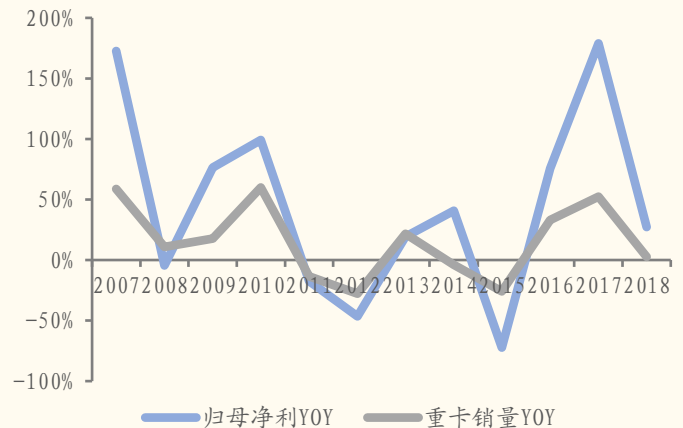
备注: 假设发动机业务归母净利=总归母净利-陕重汽归母净利-法士特归母净利-凯傲归母净利; 考虑其他业务亏损、发动机业绩与陕重汽业绩存在内部抵消, 我们测算得到的发动机业务归母净利低于实际的发动机业务归母净利

图表 4: 公司营收增速与重卡销量增速



来源: wind, 国金证券研究所

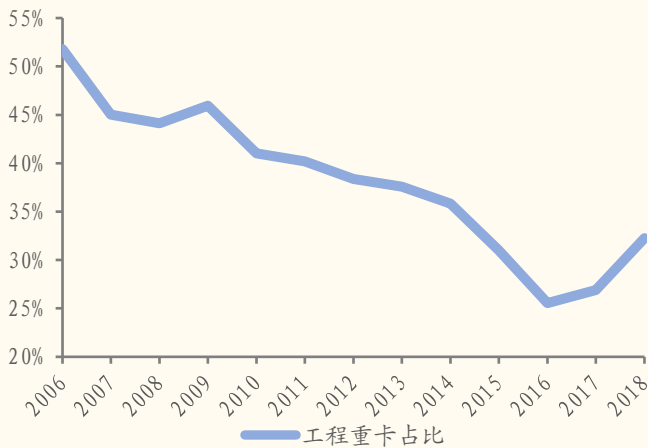
图表 5: 公司业绩增速与重卡销量增速



来源: wind, 国金证券研究所

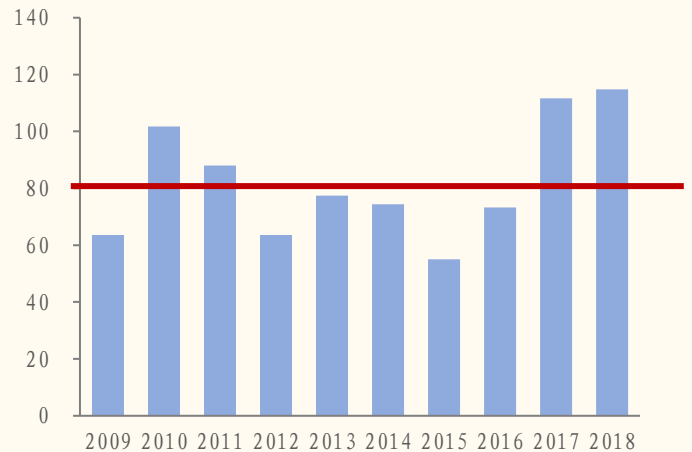
- 自上而下来看, 更新需求支撑重卡销量:** 1) 市场担心重卡行业出现断崖式下滑导致公司业绩下滑, 我们认为未来重卡周期性弱化, 经济稳步增长的背景下重卡新增需求稳步增长, 更新需求支撑 80 万辆的重卡销售中枢, 考虑 2018 年已提前释放部分更新需求, 我们保守预计未来三年重卡销量维持在百万辆左右, 2019-2021 年重卡销量为 109、104、98 万辆, 每年递减 5%。2) 工程重卡占比降低减弱重卡周期性: 目前工程重卡的销量占比已经从 2006 年的 46% 降至 2018 年的 30% 的水平, 对应物流重卡销量占比大幅提升, 背后的原因在于我国经济发展由投资拉动走向消费拉动, 一定程度上减弱重卡周期性。3) 更新需求支撑: ①根据后文测算, 我们认为重卡的更新周期在 8~9 年, 预计未来重卡的更新需求在 80 万辆以上, 支撑未来重卡销量中枢。②目前国内环保政策严苛, 假设 2021 年底所有国三及以下重卡全部淘汰, 2018-2021 年贡献的更新需求中枢也达 80 万辆。

图表 6: 工程重卡占比下降, 弱化周期性



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 预计未来 8-9 年更新需求中枢超 80 万辆



来源: wind, 国金证券研究所

- 自下而上来看, 三大因素助力潍柴发动机超越周期: 1) 发动机具备技术领先、性价比高、耐用性好的优势, 国六产品储备充分, 长期将受益于搭载潍柴发动机的三大主要合作企业 (一汽、陕汽、福田) 市占率的提升。2) 得益于潍柴动力董事长谭旭光上任中国重汽董事长兼党委书记, 未来重汽将一改不配套潍柴发动机的“历史”, 期待未来重汽、潍柴的更多合作。3) 大排量产品占比提升, 带动柴油机业务盈利能力提升。
- 智能物流业务: 熨平周期性, 打开新增增长点
  - 叉车业务: 1) 2014 年公司并表凯傲 (KION), 凯傲主营叉车, 是欧洲第一、全球第二的叉车制造商和服务商, 并表以来营收、利润稳步增长。2) 相较于重卡行业, 叉车行业周期性较弱、成长性较强, 2010-2018 年中国叉车销量 CAGR 达 13%, 中国重卡销量 CAGR 仅 2%, 预计未来全球叉车销量稳健增长, 区域上关注增速较高的印度、中国叉车市场, 类型上关注增速较高的电动叉车。3) 2018 年凯傲叉车全球市占率为 14%, 得益于在印度、中国市场的布局, 以及在电动叉车的竞争优势 (电动叉车全球市占率为 19%), 未来全球市占率有望进一步提升。
  - 物料搬运自动化: 1) 2016 年凯傲收购德马泰克 (Dematic) 100% 股权, 德马泰克主营物料搬运自动化, 德马泰克是全球第一的供应链解决方案供应商, 全球第三的物流供应系统供应商, 2019 年 H1 仓储物流业务营收同增 15%。2) 得益于电子商务快速发展, 2018 年全球仓库资本支出同增 9%, 2018 年全球前 20 强物流供应系统供应商营收同增 12%, 预计未来物流供应系统行业保持快速增长。3) 2018 年德马泰克占全球前 20 强物流供应系统供应商营收的比例仅 11%, 市占率仍低。
  - 凯傲、德马泰克分别为叉车、物料搬运自动化领导者, 但二者下游客户重叠度低, 地域优势不同, 凯傲收购德马泰克后, 二者优势互补, 未来协同效应可期。
- 燃料电池: 前瞻性布局领跑行业, 预计 2030 年贡献净利润达 8 亿元。1) 氢气作为沟通交通、发电、储能三大领域的核心, 在各国推动下将快速发展。2) 中国政府积极推广氢能源, 发展路径明晰。从下游应用来看, 商用车将是重点; 从区域来看, 氢气富余地具备先发优势。山东作为氢气大省, 积极推广氢能, 计划携手潍柴集团打造全球最大规模氢能交通应用体系。3) 潍柴作为国内重卡发动机龙头, 先后参股 Ballard (PEMFC 龙头)、Ceres Power (SOFC 领导者), 借此完成了 PEMFC (质子交换膜燃料电池)、SOFC (固体氧化物燃料电池) 两大类型燃料电池布局, 公司燃料电池布局领先同业, 前瞻性战略有助于公司精准卡位新赛道, 赢得先发优势。4)



公司目前已具备燃料电池的批量生产及配套能力，并计划于 2021 年前在中国为商用车提供至少 2000 台燃料电池，我们预计公司 2020 年燃料电池业务贡献净利润达 0.5 亿元，2030 年燃料电池业务贡献净利润达 8 亿元。

- 业绩预测：我们预计公司 2019-2021 年营收为 1646、1678、1732 亿元，营收增速为 3.4%、2.5%、2.7%，维持稳健增长。2019-2021 年归母业绩为 96、101、106 亿元，业绩增速为 10%、5%、5%。
- 预计公司 2019-2021 年营收为 1646、1678、1732 亿元，营收增速为 3.4%、2.5%、2.7%，维持稳健增长。1) 假设重卡销量为 109、104、98 万辆，公司重卡发动机、重卡整车市占率略有提升，重卡变速箱市占率维持不变。2) 假设得益于非车用发动机市场复苏，公司非车用发动机占比略有提升。3) 假设叉车市场稳健增长，得益于与潍柴、德马泰克的协同作用，凯傲在中国、美国市占率略有提升。

图表 8：营收拆分

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
发动机	134.09	184.63	312.41	334.61	355.76	369.50	383.47
YOY	-40%	38%	69%	7%	6%	4%	4%
整车	165.58	243.60	473.51	511.20	501.71	493.36	485.05
YOY	-36%	47%	94%	8%	-2%	-2%	-2%
变速箱	59.80	75.89	132.45	139.24	133.11	127.80	122.72
YOY	-34%	27%	75%	5%	-4%	-4%	-4%
凯傲	354.88	410.63	584.93	605.40	655.41	696.74	740.99
YOY	0%	16%	42%	3%	8%	6%	6%
总计	737.20	931.84	1515.69	1592.56	1646.00	1687.40	1732.22
YOY	-7.4%	26.4%	62.7%	5.1%	3.4%	2.5%	2.7%

来源：wind，国金证券研究所

- 预计公司 2019-2021 年归母业绩为 96、101、106 亿元，业绩增速为 10%、5%、5%。1) 得益于 2018 年订单高增、毛利率提升、美国降税政策，2019 年 H1 凯傲业绩同增 48%，预计 2019 年凯傲全年实现高增长。2) 假设其他业务受益于销售费率下降，净利率略有提升。

图表 9：归母业绩拆分

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
发动机	9	16	45	61	66	70	73
YOY	-67%	87%	176%	37%	8%	6%	5%
整车	1	1	4	7	8	8	9
YOY	-72%	11%	573%	74%	12%	10%	5%
变速箱	0	1	5	7	7	7	7
YOY	-87%	295%	271%	41%	-1%	-1%	-2%
凯傲	4	6	11	11	15	16	17
YOY	38%	43%	80%	1%	29%	6%	6%
总计	14	24	65	87	96	101	106
YOY	-59%	75%	166%	33%	10%	5%	5%

来源：wind，国金证券研究所

- 我们采取分部估值法，给予目标市值 1207 亿元。发动机业务、变速箱业务可比公司选取全球柴油机龙头康明斯，整车业务可比公司选取中国重卡翘楚中国重汽，凯傲的业务可比公司选取全球叉车龙头丰田工业，给予潍柴动力目标市值 1207 亿元，股价 15.2 元，对应 2019 年 PE 估值为 12.6 倍，给予买入评级。

图表 10：潍柴动力目标市值 1207 亿元

市值 (亿元)	可比公司	潍柴分部业绩 (亿元)	潍柴分部 PE 估值
------------	------	----------------	------------

		公司名称	PE	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
发动机	822	康明斯	12.4	66	70	73	12.4	11.8	11.2
整车	86	中国重汽	11.3	8	8	9	11.3	10.3	9.8
变速箱	88	康明斯	12.4	7	7	7	12.4	12.5	12.8
凯傲	211	丰田工业	14.3	15	16	17	14.3	13.5	12.7
潍柴动力	1207	-	-	96	101	106	12.6	12.0	11.4

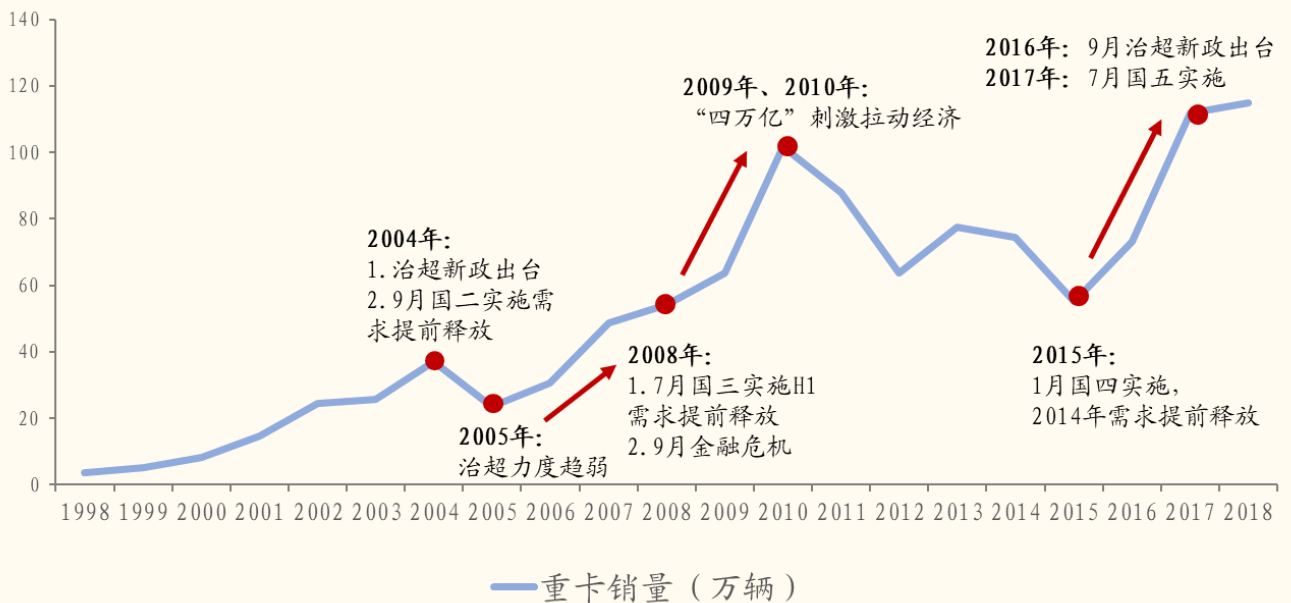
来源: wind, 国金证券研究所

## 一、重卡产业链：更新需求支撑行业销量，三大因素助潍柴发动机穿越周期

### 1.重卡行业需求：更新需求支撑销量，预计未来三年销量维持稳健

- 复盘过去 20 年重卡销量：我们认为影响销量变动的主要因素为经济周期、治超新政、排放标准三大因素。经济上行（2009 年的四万亿刺激）、治超新政（2004 年和 2016 年的治超新政）抬高销量，决定销量中枢；新的排放标准实施提前释放需求，决定销量波动性。
- 展望未来 3 年重卡销量：1) 市场担心重卡行业出现断崖式下滑导致公司业绩下滑，我们认为未来重卡周期性弱化，经济稳步增长的背景下重卡新增需求稳步增长，更新需求支撑 80 万辆的重卡销售中枢，考虑 2018 年已提前释放部分更新需求，我们保守预计未来三年重卡销量维持在百万辆左右，2019-2021 年重卡销量为 109、104、98 万辆，每年递减 5%。2) 工程重卡占比降低减弱重卡周期性：目前工程重卡的销量占比已经从 2006 年的 46% 降至 2018 年的 30% 的水平，对应物流重卡销量占比大幅提升，背后的原因在于我国经济发展由投资拉动走向消费拉动，一定程度上减弱重卡周期性。3) 更新需求支撑：① 根据后文测算，我们认为重卡的更新周期在 8~9 年，预计未来重卡的更新需求在 80 万辆以上，相较于 2010~2018 年的更新需求中枢（41 万辆）实现了翻倍增长，支撑未来重卡销量中枢。② 目前国内环保政策严苛，假设 2021 年底所有国三及以下重卡全部淘汰，2018-2021 年贡献的更新需求中枢也达 80 万辆。

图表 11：经济周期、治超新政、排放标准三大因素影响重卡销量

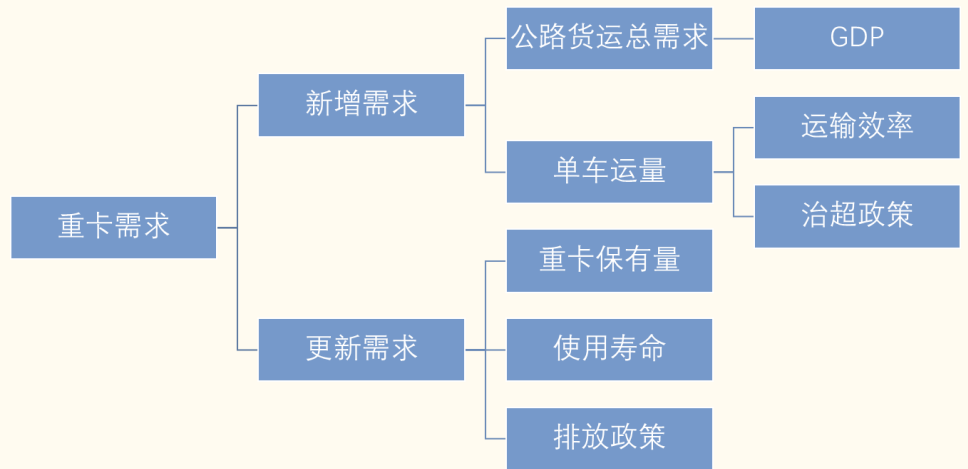


来源：国金证券研究所

- 重卡销量研究框架：从理论上来看，影响重卡销量的因素包括公路货运总需求、治超政策、运输效率、重卡使用寿命、排放标准。
  - 我们将重卡需求拆分为新增需求和更新需求：
  - 新增需求指重卡保有量增量，主要的影响因素为公路货运总需求、单车运量。公路货运总需求下游涵盖工程施工（建材、水泥等）、大宗商品（煤炭、钢铁）、消费品、生产物资等，与宏观经济关联度大；单车运量与治超政策、运输效率关联度大。宏观经济越好，新增需求越多；治超政策越严，新增需求越多；运输效率提高，新增需求越多。
  - 更新需求与重卡保有量、重卡使用寿命、排放政策相关。重卡保有量越高，更新需求越多。重卡使用寿命越短，更新需求越多。考虑排放

升级后一般重卡价格将有所上浮，因此新排放标准实施上半年将刺激更新需求提前释放。

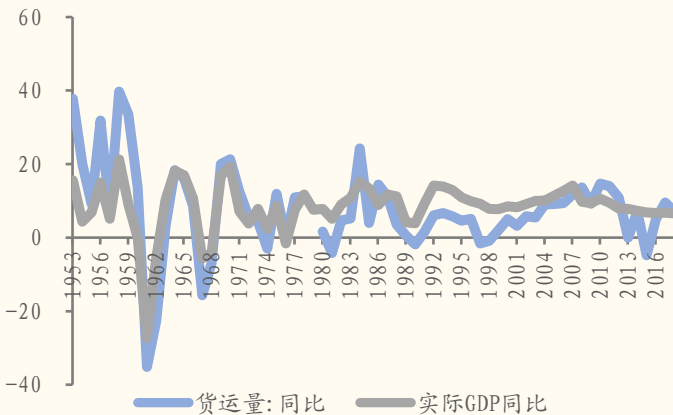
图表 12: 重卡销量研究框架



来源: 国金证券研究所

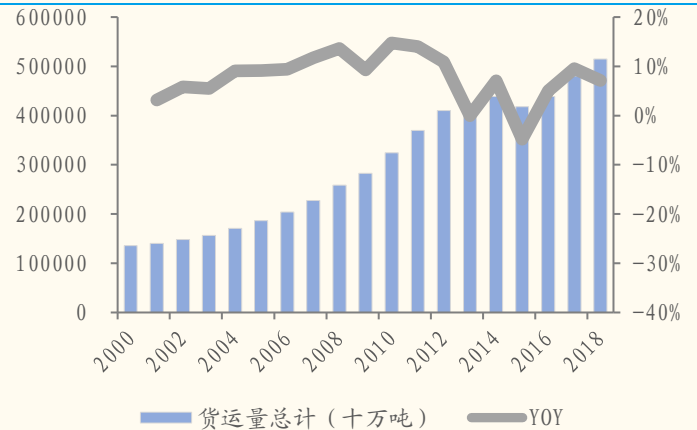
- 公路货运总量: 经济稳步增长, 货运总需求稳步增长, 公路货运占比稳定, “公转铁、公转水”政策对公路运输影响有限。
- 货运总量增速与 GDP 增速同步变动, 预计未来货运总量稳步增长。1) 从历史来看, 货运总量增速与 GDP 增速同步变动, 早期经济由第一产业、第二产业拉动, 货运总量快速增长, 增速高于 GDP 增速, 伴随经济不断发展, 第三产业在经济中的比重逐步上市, 货运增速逐步低于 GDP 增速, 但变动趋势仍维持同步。2) 近年来货运总量稳步增长, 2018 年货运总量同增 7%, 我们预计在经济稳步发展的背景下, 未来货运总量稳步增长。

图表 13: 历史上货运总量增速与 GDP 增速同步变动



来源: wind, 国金证券研究所

图表 14: 近年来货运总量稳步增长

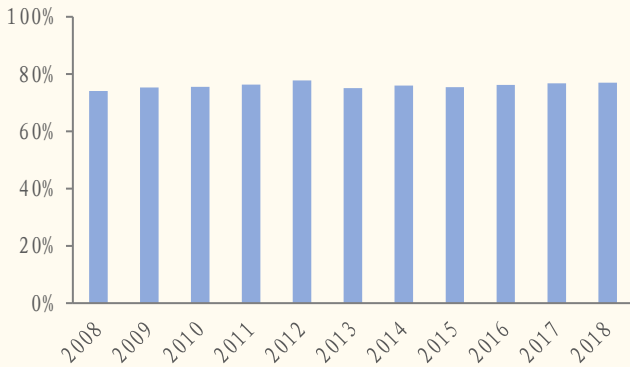


来源: wind, 国金证券研究所

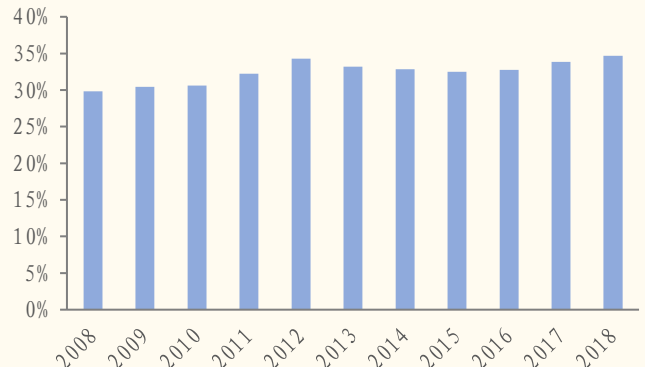
- 近年公路运输占比相对稳定, “公转铁、公转水”政策对公路运输短期影响较小、长期值得关注。1) 中国与美国公路运输占比相当, 预计未来短期公路运输占比变化不大。近年来以来我国公路货运量占总货运量的比例维持在 75%, 公路货物周转量占总货物周转量的 33%, 相对稳定。2) ①2018 年 10 月, 国务院发布《关于印发推进运输结构调整三年行动计划(2018—2020 年)的通知》, 提出推进大宗货物运输“公转铁、公转水”, 相较于 2017 年, 2020 年铁路货运量增加 11 亿吨, 增长 30%; 水路货运量增加 5 亿吨, 增长 7.5%, 沿海港口大宗货物公路运输量减少 4.4 亿吨。对应 2020 年铁路货运量达 47.9 亿吨, 三

年 CAGR 达 9%；水路货运量达 71.8 亿吨，三年 CAGR 为 2.4%。②我们认为在经济稳健发展，货运总量持续攀升的背景下，公路、铁路、水路货运量将维持同步增长，铁路、水路运输量目标不难达成。如 2018 年货运总量达 515 亿吨，同增 7%；铁路货运量达 40.3 亿吨，同增 9%；水路货运量达 69.9 亿吨，同增 4.7%；公路货运量达 396 亿吨，同增 7%。③在保守假设 2020 年货运总量与 2018 年货运总量相当，铁路、水路货运增量均由“公转铁、公转水”贡献，对应公路货运量将减少 9.5 亿吨，仅占公路运输的 2.4%，对公路运输影响有限。④长期来看，铁路运输污染更低、单位运输成本更低，未来公路运输占比恐有所下降。

图表 15: 近年来我国公路货运量占比约 75%



图表 16: 近年来我国公路货物周转量占比约 33%



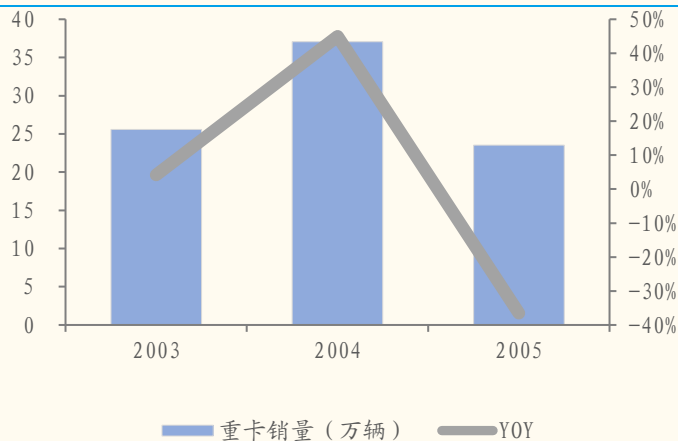
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

- 单车运量: 短期来看, 治超政策抬升 2016、2017 年两年重卡需求中枢; 长期来看, 运输效率提升降低重卡需求中枢。
- 短期来看, 治超政策是影响重卡需求的关键变量, 2016 年的治超新规提升 2016、2017 年重卡销量中枢。1) 2004 年 4 月质检总局、国家标准委批准发布 GB1589-2004《道路车辆外廓尺寸、轴荷及质量限值》国家标准; 交通部、公安部、发改委、质检总局等七部委发布《关于在全国开展车辆超限超载治理工作的实施方案》, 多部委联合在全国范围开展大规模的“治超”行动。2004 年重卡销量同增 45%, 而后“治超”政策执行力度趋松, 2005 年重卡销售低迷, 销量同减-37%。2) 2016 年 7 月, 质检总局、国家标准委批准发布 GB1589-2016《汽车、挂车及汽车列车外廓尺寸、轴荷及质量限值》国家标准; 8 月交通部办公厅、公安部办公厅发布《整治公路货车违法超限超载行为专项行动方案》; 8 月交通部发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》。治超新规出台带动重卡销量, 2016、2017 年重卡销量达 73 万辆、112 万辆, 同增 33%、52%。根据测算, 治超新规作用下单车运力下降 20%。2015 年重卡保有量为 530 万辆, 理论上治超新规带来 133 万辆的增量需求, 理论保有量达 663 万辆, 2017 年重卡保有量达 635 万辆, 治超新规大幅抬升 2016、2017 年重卡销量。

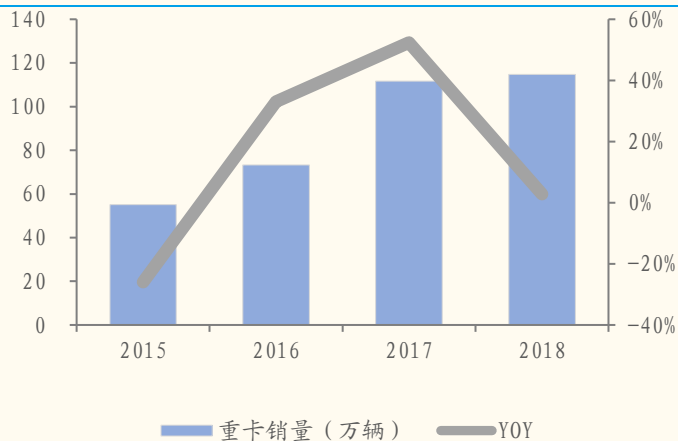


图表 17: 2004 年治超政策抬高重卡需求



来源: wind, 国金证券研究所

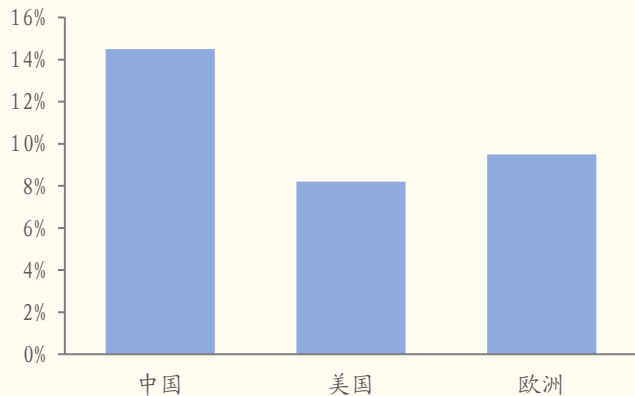
图表 18: 2016-2018 年治超政策抬高重卡需求



来源: wind, 国金证券研究所

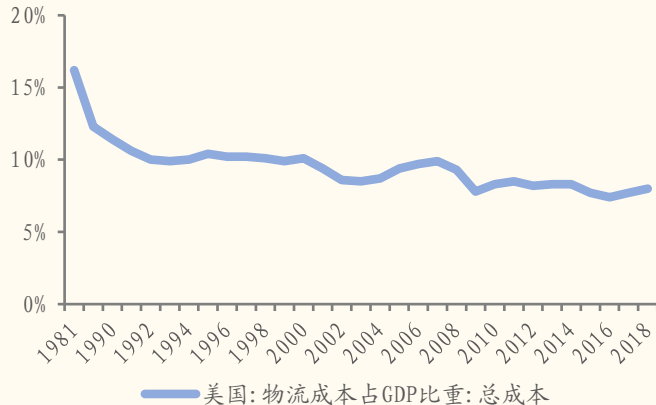
- 长期来看, 中国物流业运输效率远低于发达国家, 伴随运输效率提升, 重卡需求中枢将下移。1) 以单车运量来看, 中国每运输 1000 吨货物需要 202 辆卡车, 德国每运输 1000 吨货物仅需要 82 辆卡车。长期来看, 伴随运输效率提升, 重卡销量中枢将下移。2) 以物流成本占 GDP 的比例来看, 中国物流成本占 GDP 的比例约 15%, 美国、欧洲物流成本占 GDP 的比例约为 8%、9.5%。从美国历史的物流成本占比来看, 1980~2000 年之间伴随经济结构转型 (经济支柱产业由传统工业走向新工业, 第三产业占比提升)、运输效率提升 (“挂甩运输” 兴起、物流管理升级), 物流成本占 GDP 的比例稳步下降至 8% 的水平。

图表 19: 中国物流成本占 GDP 的比例高于发达国家



来源: wind, 国金证券研究所

图表 20: 1980-2000 年间美国物流成本占 GDP 比重快速下降

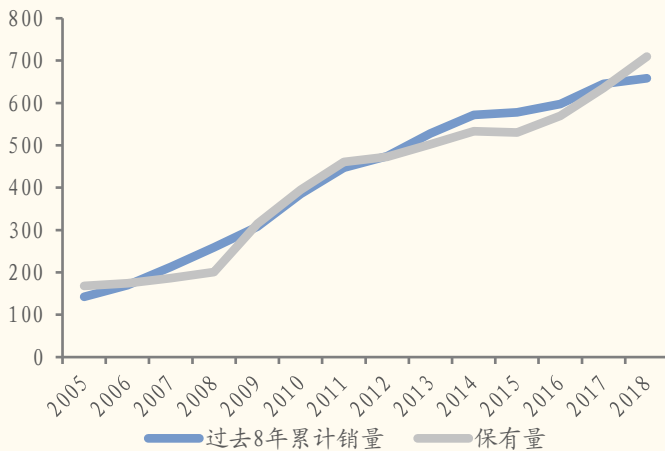


来源: wind, 国金证券研究所

- **更新需求: 更新需求将支撑未来十年重卡销量中枢, 预计未来 10 年更新需求中枢为 82 万辆。排放标准提前释放需求, 伴随国六实施、国三淘汰, 未来三年重卡销量有支撑, 假设 2021 年底所有国三及以下重卡全部淘汰, 2018-2021 年贡献的更新需求中枢达 80 万辆。**
- 预计未来 10 年更新需求中枢为 82 万辆, 支撑未来十年重卡销量中枢。1) 理论上重卡保有量=过去 X 年重卡累计销量-过去 X 年重卡累计报废量。在不考虑报废量的情况下, 从历史数据来看, 过去 8 年重卡累计销量与重卡保有量数值接近, 重卡的实际更新周期应大于 8 年。2) 理论上第 N 年重卡新增需求=第 N 年重卡保有量-第 N-1 年重卡保有量, 第 N 年重卡更新需求=第 N 年重卡销量-第 N 年重卡新增需求, 测算得 2010~2018 年重卡更新需求均值为 41 万辆, 落在 8 年更新周期销量均值 (46 万辆) 和 9 年更新周期销量均值 (36 万辆) 之间, 我们认为

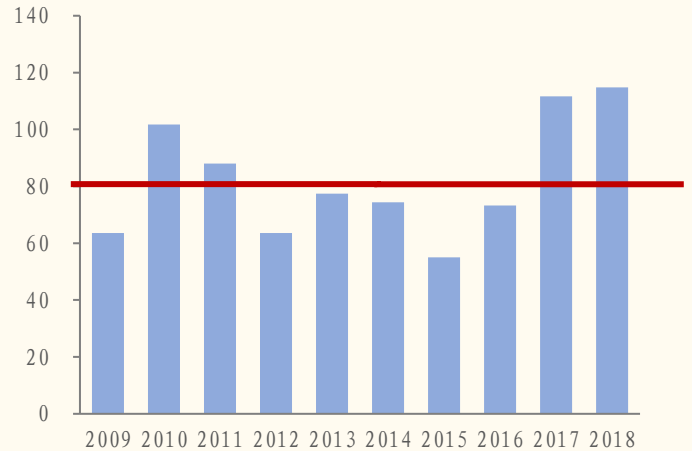
重卡的实际更新周期应在 8~9 年之间。3) 按 8 年更新周期计算, 未来 8 年重卡更新需求中枢为 82 万辆; 按 9 年更新周期计算, 未来 8 年重卡更新需求中枢为 84 万辆, 预计更新需求将支撑未来重卡销量中枢。

图表 21: 中国重卡更新周期大于 8 年



来源: wind, 国金证券研究所

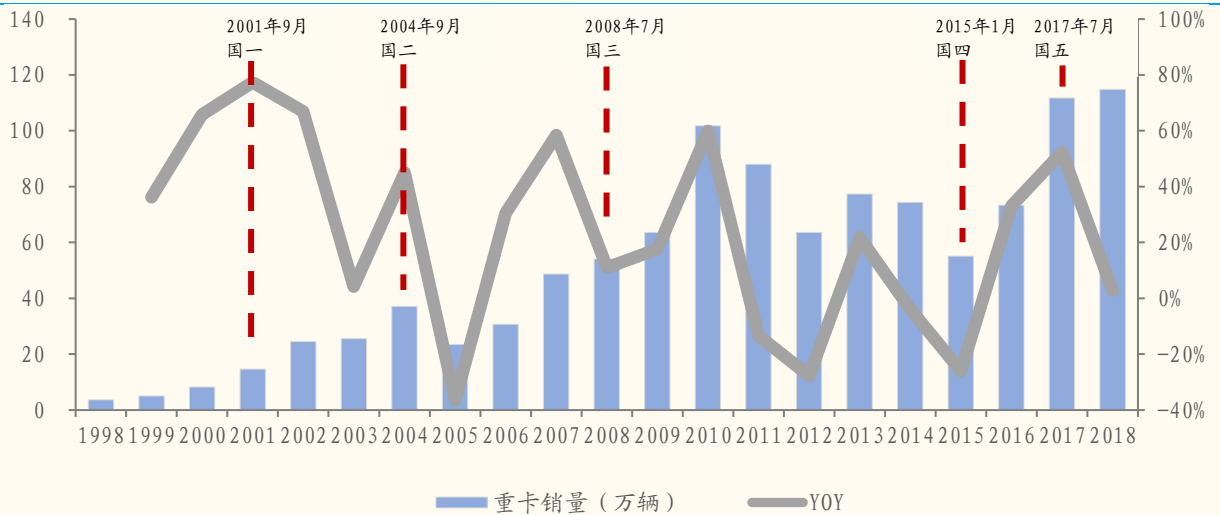
图表 22: 预计未来 8~9 年更新需求中枢超 80 万辆



来源: wind, 国金证券研究所

- 排放标准提前释放需求, 决定销量波动性, 国六实施、国三淘汰支撑重卡销量。1) 一般新的排放标准实施后, 重卡需要升级、加装部分零部件, 售价将有所上浮, 以国五升级国六为例, 升级后同等型号重卡价格将增加 1 万元左右, 同时厂家会对老的排放标准车型促销, 因此部分消费者将选择购买老的排放标准车型, 提前释放部分需求。2) 回顾历史销量, 可以很明显的看到在新的排放标准实施前半年将出现大幅的销量上涨, 如 2011 年 9 月实施国一、2014 年 9 月实施国二, 2015 年 1 月实施国四, 2017 年 7 月实施国五, 分别带来了 2001 年、2004 年、2013 年、2017 年的销量高峰。3) 2018 年 6 月生态环境部发布 GB 17691—2018《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》, 要求所有重型柴油车于 2021 年 7 月实施国 a 标准, 2023 年 7 月实施国 b 标准。我们预计 2021 年全国范围内国六 a 标准的实施对 2019-2021 年的重卡销量形成一定支撑。4) 2018 年 7 月国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》, 计划 2020 年年底淘汰京津冀、汾渭平原等地国三及以下排放柴油车 100 万辆以上。2017 年我国国三及以下柴油货车保有量占总柴油货车保有量比例为 51.8%, 假设国三及以下重卡保有量占总重卡保有量比例相当, 预计国三及以下重卡保有量约为 329 万辆, 假设 2021 年底所有国三及以下重卡全部淘汰, 2018-2021 年贡献的更新需求中枢达 80 万辆。5) 但考虑京津冀、长三角、汾渭平原、成渝等地已于 2019 年 7 月实施国六标准, 预计重卡部分销量已提前释放, 2020、2021 年重卡销量将略有下滑。

图表 23: 伴随新国标实施, 更新需求将提前释放



来源: wind, 国金证券研究所

图表 24: 全国各地国六实施时间一览

城市	标准	车型	时间
全国	国六 a	燃气车辆	2019 年 7 月 1 日
		城市车辆	2020 年 7 月 1 日
		所有车辆	2021 年 7 月 1 日
	国六 b	燃气车辆	2021 年 7 月 1 日
		所有车辆	2023 年 7 月 1 日
北京	国六 b	所有车辆	2019 年 7 月 1 日
天津		所有车辆	
上海		所有车辆	
广东		所有车辆	
重庆		所有车辆	
四川	所有车辆		
江苏	国六 a	所有车辆	
浙江		所有车辆	
安徽		所有车辆	
陕西		所有车辆	
山东	国六	所有车辆	
山西		所有车辆	
河北		所有车辆	
河南		所有车辆	
海南		所有车辆	

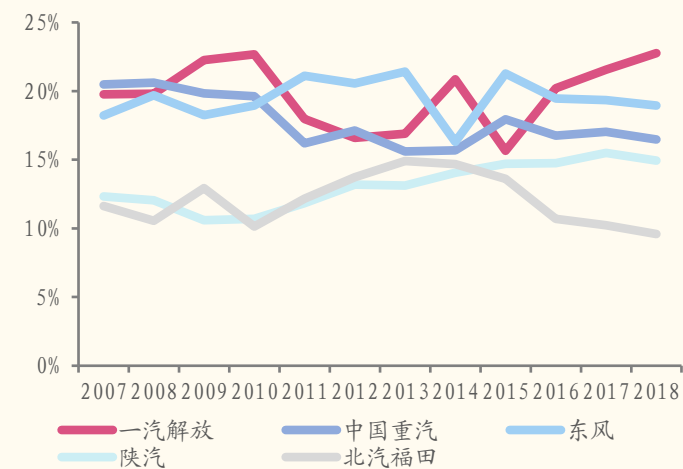
来源: 各地政府官网, 国金证券研究所

## 2. 重卡行业供给: 竞争格局相对稳定, 国六实施抬高技术门槛

- 我国重卡行业竞争格局相对稳定, 对标美国集中度仍有一定上行空间。1) 2005 年以来, 我国重卡 CR5 维持在 83% 的水平。排名前五的企业市占率分别为: 一汽解放 (23%)、中国重汽 (16%)、东风 (19%)、陕汽 (15%)、北汽福田 (10%)。2015 年以来一汽解放市占率有所抬升, 陕汽市占率相对稳定, 中国重汽、东风、北汽福田市占率略有下滑。2) 对标美国重卡行业, 头部企业市占率更为集中。美国重卡 CR4 达 97%, CR2 达 69%, 排名前四的企业市占率分别为: Daimler (38%)、Paccar (31%)、Volvo (17%)、Navistar (11%)。3) 我们认为伴随排放升级对技术要求更

高，叠加重卡行业更新需求占比提升，国内重卡行业集中度仍有一定上行空间。

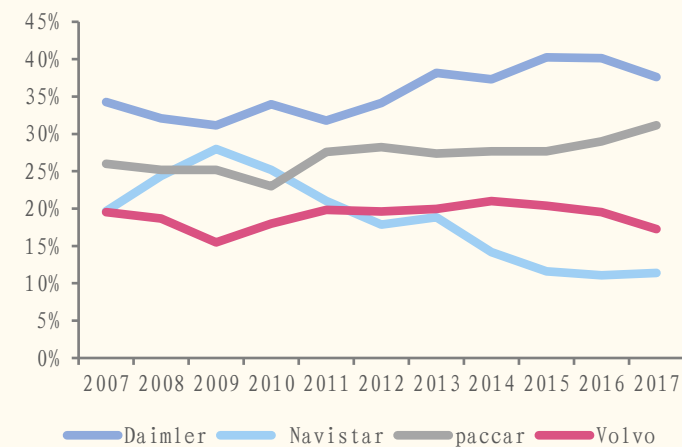
图表 25: 中国重卡 CR5 达 83%



来源: wind, 国金证券研究所

备注: 陕汽指陕汽集团

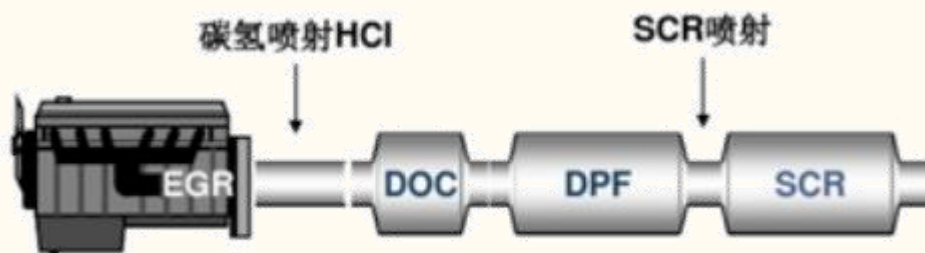
图表 26: 美国重卡 CR4 达 97%



来源: wind, 国金证券研究所

- 2018 年 6 月生态环境部发布 GB 17691—2018《重型柴油车污染物排放限值及测量方法(中国第六阶段)》，要求所有重型柴油车于 2021 年 7 月实施国 a 标准，2023 年 7 月实施国 b 标准。相比于国五，国六排放标准主要是对尾气中的氮氧化物 (NOx) 和颗粒物 (PM) 排放限值提高标准，主要的技术路线为 EGR+DOC+DPF+SCR。相较于国五，国六技术门槛更高，开发、认证均需要大量时间，伴随国六实施，具备较高技术储备的企业更具竞争力，部分技术薄弱的小企业或退出市场。
- EGR (废气再循环技术): 通过 EGR 阀将燃烧后的废气经过中冷后再次引入缸内燃烧，一方面是为了实现充分再燃烧; 另一方面，通过废气加入后，会减少新鲜空气进气量，缸内燃烧温度降低，从而抑制氮氧化物的生成。
- DOC (氧化催化转换器): 实现一氧化碳、碳氢化合物的氧化处理，从而减少尾气中一氧化碳、碳氢化合物的含量。
- DPF (微粒捕集器): 将尾气中未氧化的微粒捕集到捕集器，将微粒的吸附量达到一定程度后尾端的燃烧器自动点火燃烧，将微粒烧掉变为二氧化碳排掉。
- SCR (选择性催化还原系统): 目前最流行的 SCR 还原剂为尿素，在尾气后处理器中喷射尿素，发生氧化还原反应，将氮氧化物还原为氮气，从而减少尾气中氮氧化物的含量。

图表 27: 重卡国六主要技术路线

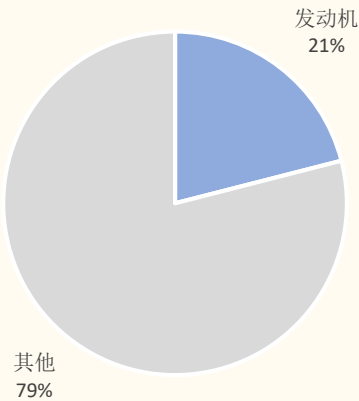


来源: 卡车之家, 国金证券研究所

### 3. 潍柴发动机: 下游集中度提升+重汽配套提市占率, 结构优化提盈利能力

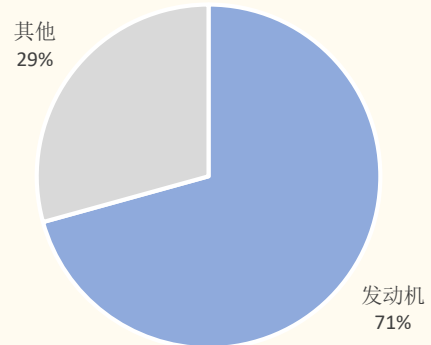
- 发动机业务：公司业绩的主要来源，2015 年以来市占率、净利率稳步提升。1) 2018 年发动机营收为 335 亿元，占总营收的 25%；归母净利为 61.2 亿元，占总归母净利的 71%。2) 2018 年公司重卡发动机销量为 36.3 万台，市占率为 32%，且 2015 年以来公司市占率稳步提升，我们认为主要系 2015 年以后行业回暖、景气度高，潍柴发动机性能出众、部分客户“回头”继续配套潍柴发动机。3) 2018 年母公司（主营发动机）净利率为 17%，较去年同期提升 1.4pct。公司 2015 年以来母公司净利率稳步提升，我们认为主要系产品结构优化（大排量产品占比提升）提升盈利盈利能力。

图表 28：公司发动机业务营收占比



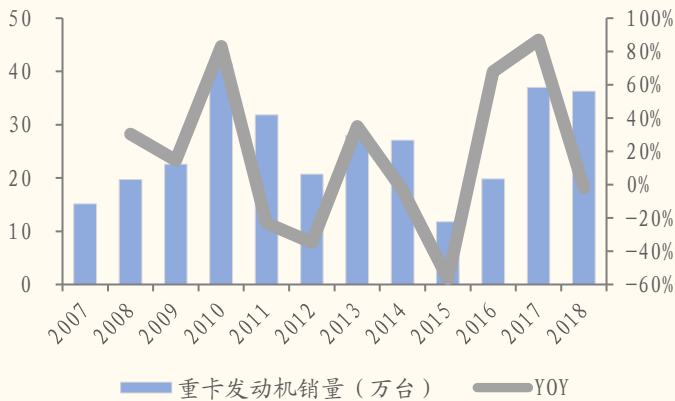
来源：wind，国金证券研究所

图表 29：公司发动机业务业绩占比



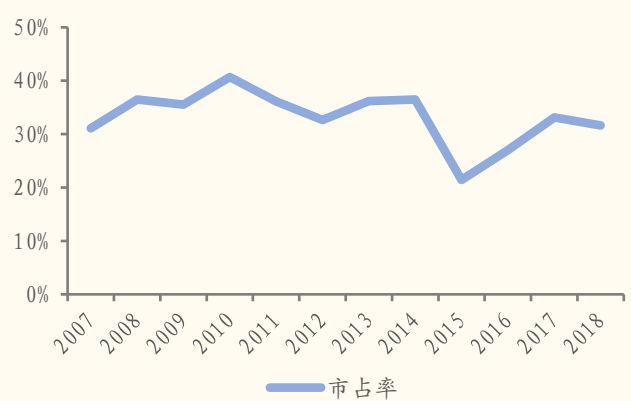
来源：wind，国金证券研究所

图表 30：公司重卡发动机销量



来源：wind，国金证券研究所

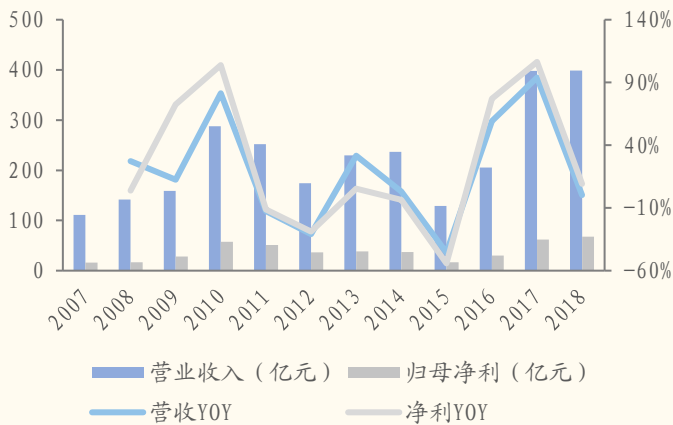
图表 31：2015 年以来公司重卡发动机市占率稳步提升



来源：wind，国金证券研究所

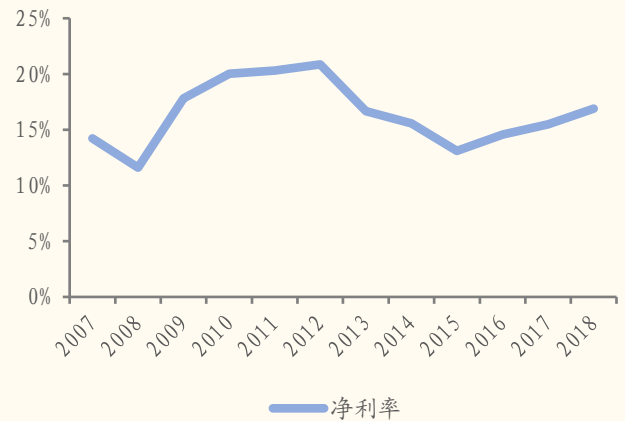


图表 32: 公司发动机营收、净利



来源: wind, 国金证券研究所

图表 33: 2015 年以来公司重卡发动机净利率稳步提升

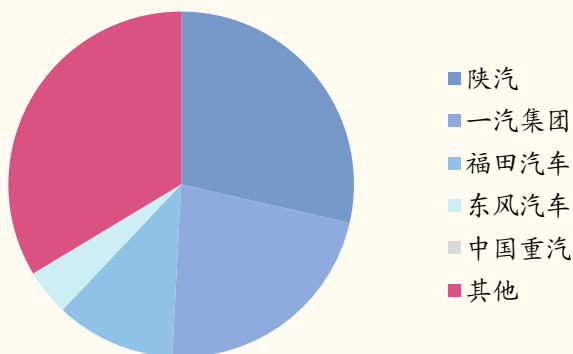


来源: wind, 国金证券研究所

备注: 考虑母公司主营发动机业务, 我们以母公司净利率代表发动机业务净利率

- 长期以来, 重卡作为同质化的投资品, 市场普遍认为重卡行业内企业营收增速、盈利能力同质化。我们认为三大因素助力潍柴发动机超越周期: 1) 发动机具备技术领先、性价比高、耐用性好的优势, 国六产品储备充分, 长期将受益于搭载潍柴发动机的三大主要合作企业 (一汽、陕汽、福田) 市占率的提升。2) 得益于潍柴动力董事长谭旭光上任中国重汽董事长兼党委书记, 未来重汽将一改不配套潍柴发动机的“历史”, 期待未来重汽、潍柴的更多合作。3) 大排量产品占比提升, 带动柴油机业务盈利能力提升。
- 超越周期因素 1: 2018 年公司重卡发动机市占率为 32%, 从公司的下游大客户来看, 公司最主要合作伙伴为陕汽、一汽、福田, 公司向三大主要合作重卡企业销售的发动机占公司车用发动机销量的 62%。公司对陕汽配套率达 90%, 对一汽、福田重卡配套率达 30%。2015 年以来, 公司三大主要合作重卡企业市占率稳步提升, 我们认为潍柴发动机具备技术领先、性价比高、耐用性好的优势, 且国六产品储备充分 ( ), 未来搭载潍柴发动机的三大主要合作重卡企业市占率有望继续提升。

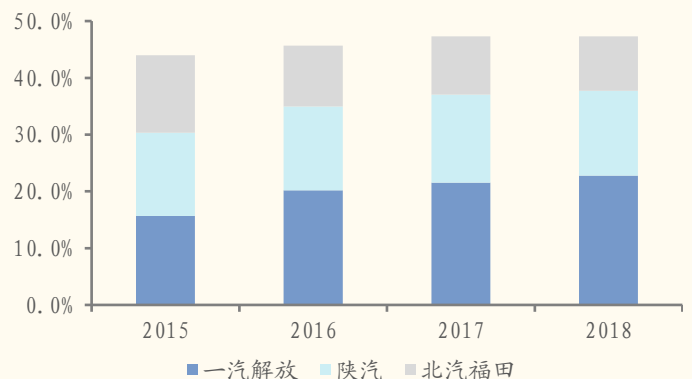
图表 34: 潍柴向前五大重卡企业销售的发动机占总销量的 66%



来源: 国金证券研究创新数据中心, 国金证券研究所

备注: 陕汽指陕汽集团

图表 35: 潍柴三大主要合作重卡企业市占率稳步提升



来源: wind, 国金证券研究所

- 超越周期因素 2: 过去十余年, 中国重汽基本不配套潍柴发动机, 得益于谭旭光上任重汽董事长兼党委书记, 未来重汽、潍柴合作可期。2018 年 9 月, 潍柴动力董事长谭旭光担任中国重汽董事长兼党委书记。2019 年 5 月中国重汽联手潍柴动力发布搭载潍柴 WP10H 发动机的新

斯太尔系列产品和豪瀚系列产品，预计未来中国重汽和潍柴动力将有更多合作。

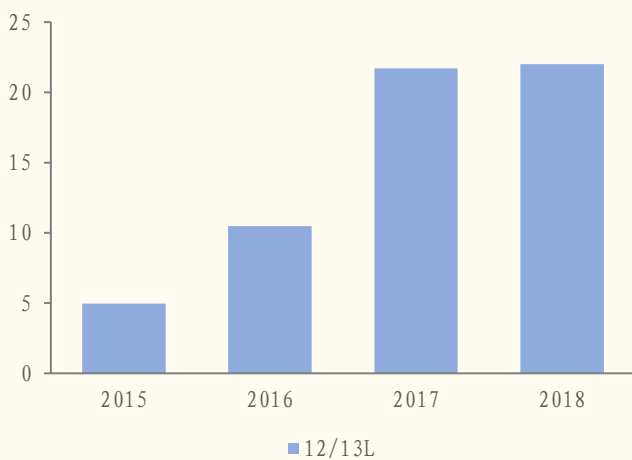
图表 36: 2019 年 5 月重汽&潍柴新品发布



来源：卡车之家，国金证券研究所

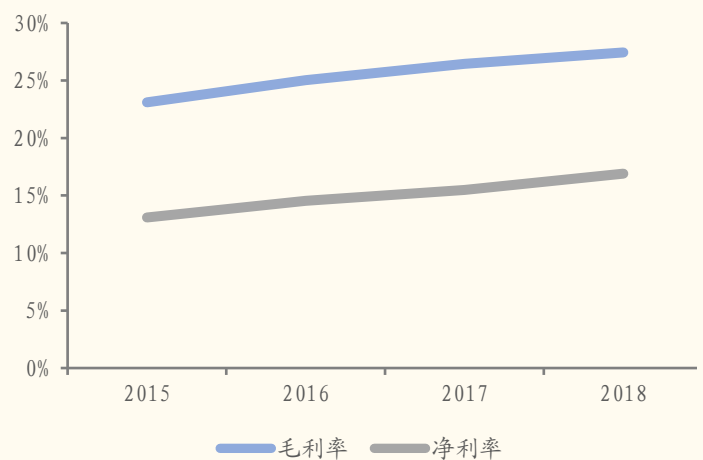
- 超越周期因素 3: 大排量产品占比提升，带动发动机业务盈利能力提升。1) 自上而下来看，伴随经济发展，高附加值的冷链物流、电商物流蓬勃发展，对公路运输的时效性、稳定性、安全性要求更高，市场对大排量发动机需求更佳。2) 自下而上来看，2015 年后公司大排量产品销量占比大幅提升，2018 年公司 12/13L 发动机销量达 22 万台，同增 1.6%，H 平台发动机销量达 5.8 万台，同增 100%，大缸径发动机销量达 1500 台，同增 66%。考虑大排量产品盈利能力更佳，产品结构优化带动发动机业务盈利能力提升。

图表 37: 公司 12/13L 销量提升



来源：wind，国金证券研究所

图表 38: 发动机盈利能力提升



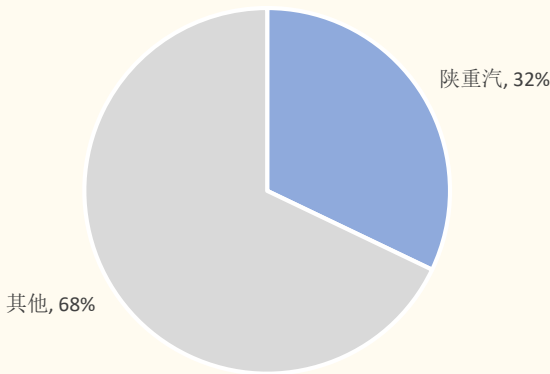
来源：wind，国金证券研究所

备注：考虑母公司主营发动机业务，我们以母公司毛利率、净利率代表发动机业务毛利率、净利率

#### 4. 陕重汽（重卡整车）：依托发动机优势，市占率、盈利能力稳步增长

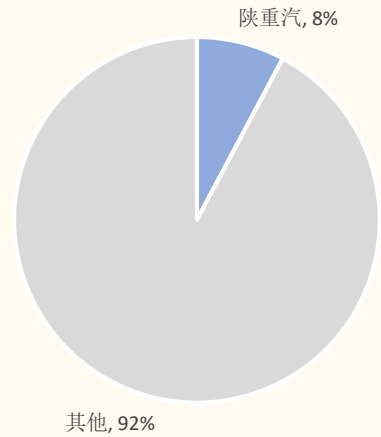
- 重卡整车业务：市占率、盈利能力稳步增长。1) 公司控股子公司陕西重型汽车有限公司 51% 的股权，陕重汽主营重卡整车，重卡销量位居国内重卡企业销量第四。2) 2018 年陕重汽营收为 511 亿元，占总营收的 32%；归母净利润为 6.7 亿元，占总归母净利的 7.8%。3) 2018 年陕重汽市占率为 13.3%，市占率自 2015 年以来稳步提升。近年来陕重汽市占率逐步提升，且与前三大重卡企业市占率逐步缩小，我们认为未来陕重汽有望依托潍柴发动机的优势，进一步提升市占率。4) 2016 年以来陕重汽净利率稳步提升主要系公司成功开拓物流重卡、并推出系列高端重卡带动公司重卡单价提升。

图表 39: 公司重卡业务营收占比



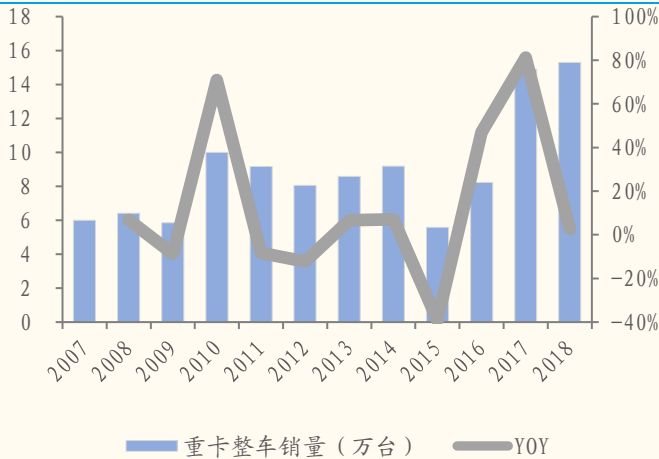
来源: wind, 国金证券研究所

图表 40: 公司重卡业务业绩占比



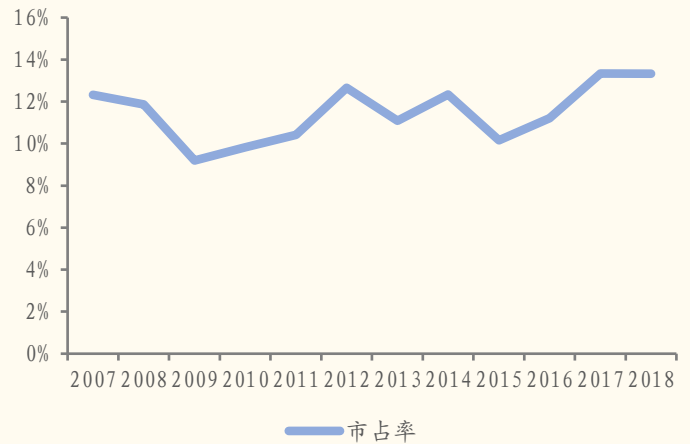
来源: wind, 国金证券研究所

图表 41: 公司重卡销量



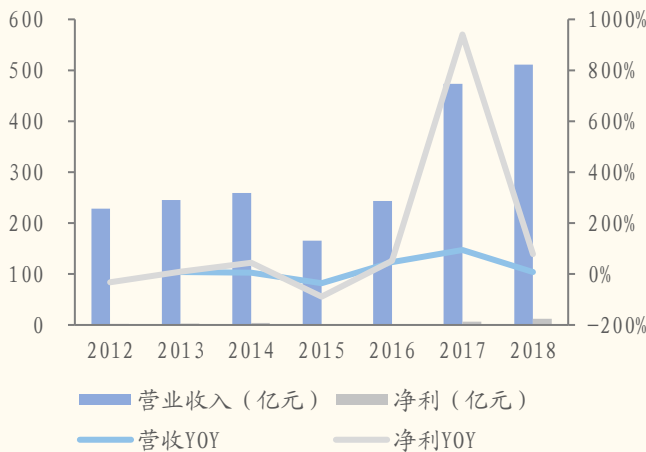
来源: wind, 国金证券研究所

图表 42: 2015 年以来公司重卡市占率稳步提升



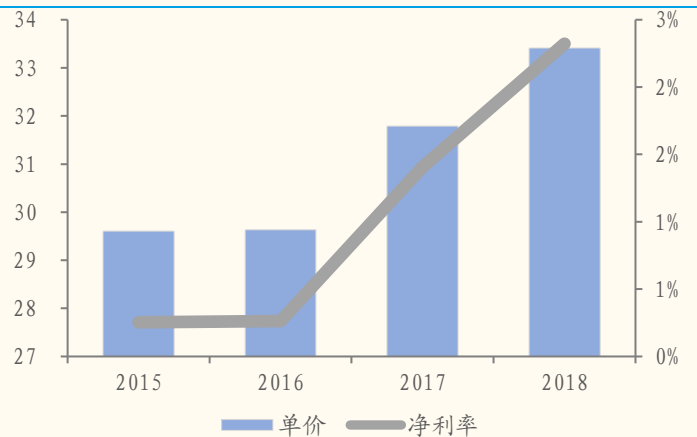
来源: wind, 国金证券研究所

图表 43: 公司重卡营收、净利



来源: wind, 国金证券研究所

图表 44: 得益于单价提升, 2015 年以来公司重卡业务净利率稳步提升

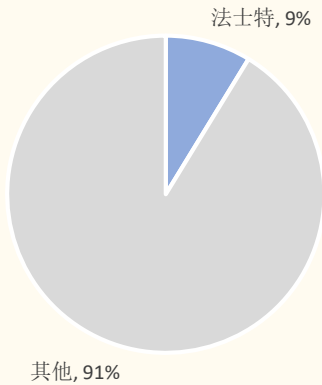


来源: wind, 国金证券研究所

### 5. 法士特（重卡变速箱）：全球市占率第一，盈利能力稳步增长

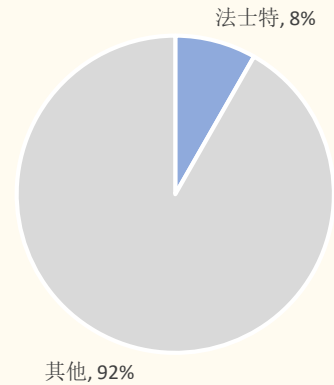
- 变速箱业务：市占率稳定，盈利能力稳步增长。1) 公司控股子公司陕西法士特齿轮有限公司 51%的股权，法士特主营重卡变速箱，重卡变速箱年销量连续十余年位列世界第一，市场保有量超 800 万台。2) 2018 年法士特营收为 139 万元，占总营收的 8.7%；归母净利为 7.2 亿元，占总归母净利的 8.3%。3) 考虑长期以来法士特重卡变速箱市占率超过 70%，未来进一步提升市占率空间有限，预计未来的增长点在于轻卡变速箱、客车变速箱的拓展。4) 2015 年法士特净利率稳步提升主要系重卡行业回暖。

图表 45：公司重卡变速箱业务营收占比



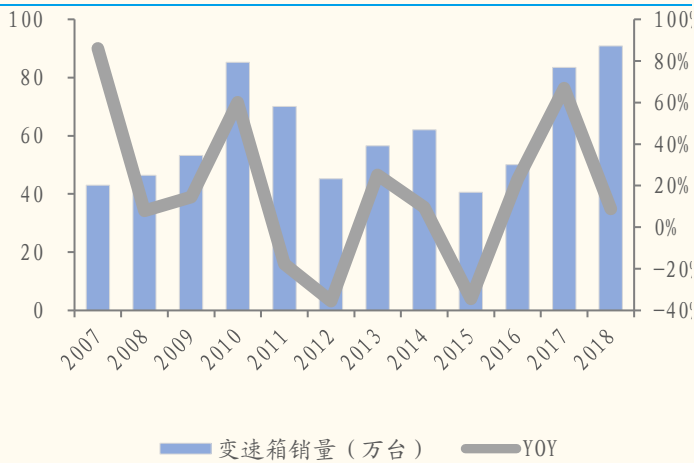
来源：wind，国金证券研究所

图表 46：公司重卡变速箱业务业绩占比



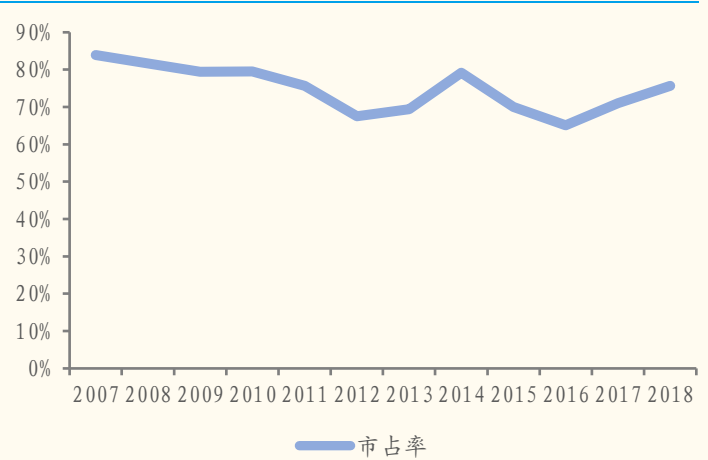
来源：wind，国金证券研究所

图表 47：公司重卡变速箱销量



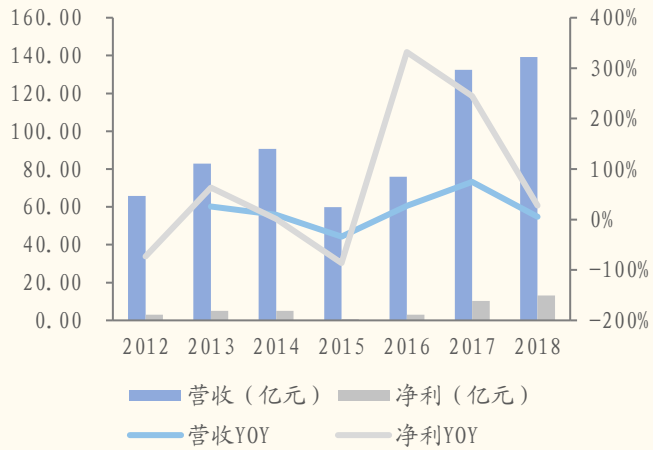
来源：wind，国金证券研究所

图表 48：长期以来公司重卡变速箱市占率超 70%



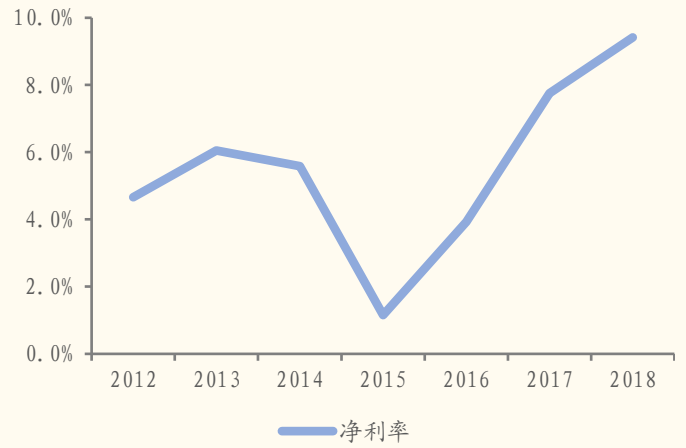
来源：wind，国金证券研究所

图表 49: 公司重卡变速箱营收、净利



来源: wind, 国金证券研究所

图表 50: 2015 年以来公司重卡变速箱净利率稳步提升



来源: wind, 国金证券研究所

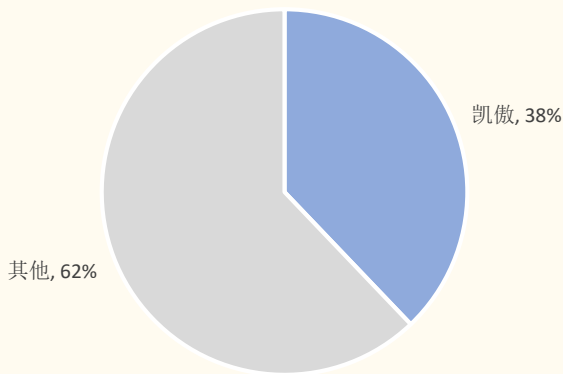


## 二、智能物流：熨平周期性，打开新增长点

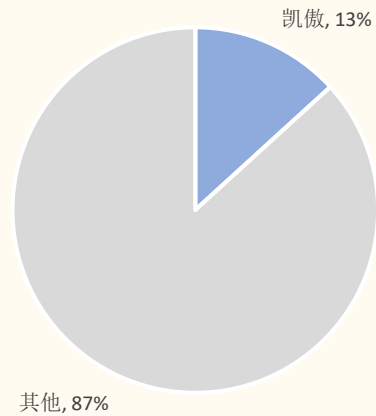
### 1. 凯傲营收、业绩稳健增长，熨平周期性

- 公司的智能物流业务主要包括叉车业务和物流供应系统业务。
  - 2012年9月，公司支付4.67亿欧元（折合37亿人民币）收购凯傲（KION）25%的股权；并于2014年6月将凯傲并表。此后不断增持凯傲股权，截止2019年H1，公司控股凯傲（KION）45%的股权。凯傲是欧洲第一、全球第二的工程车辆制造商和服务商，全球叉车保有量达140万辆。
  - 2016年11月凯傲支付161亿元收购德马泰克（Dematic）100%股权，借此切入物料搬运自动化领域。凯傲供应链解决方案全球第一，全球拥有超过6000余家自动化物流客户。
- 2018年凯傲营收达605亿元，占总营收的38%，实现归母净利11.46亿元，占总归母净利的13%。
- 历史上凯傲营收稳步增长，2017年营收大幅增长主要系并表德马泰克（Dematic）所致；凯傲净利润稳步增长，收购以来净利率大幅攀升，主要系凯傲财务费率大幅下降。2018年H1凯傲营收达43.64亿欧元（折合340亿人民币），同增13%，业绩达2.2亿欧元（折合17亿人民币），同增48%，业绩快速增长主要系净利率提升。
- 收购价格合理，股权增值34%。历史上潍柴一共分7次增持凯傲股权，总计斥资16.84亿欧元（折合132亿人民币）收购45%的股权；2019年8月，凯傲市值为50亿欧元（折合392亿元人民币）；潍柴持有凯傲股权增值33.6%，并购战略成功。

图表 51：凯傲营收占潍柴营收比例



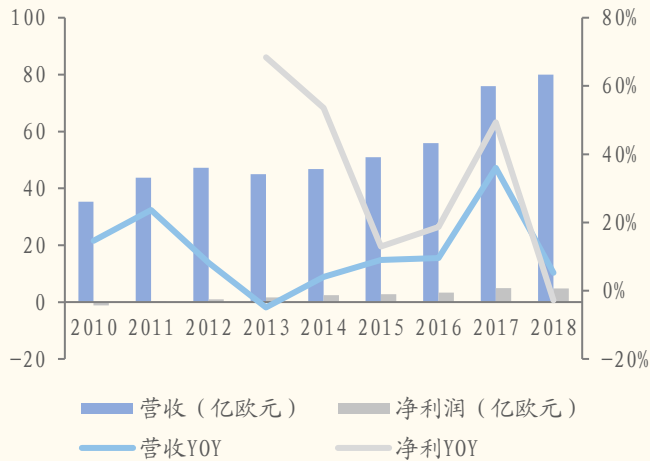
图表 52：凯傲业绩占潍柴业绩比例



来源：wind，国金证券研究所

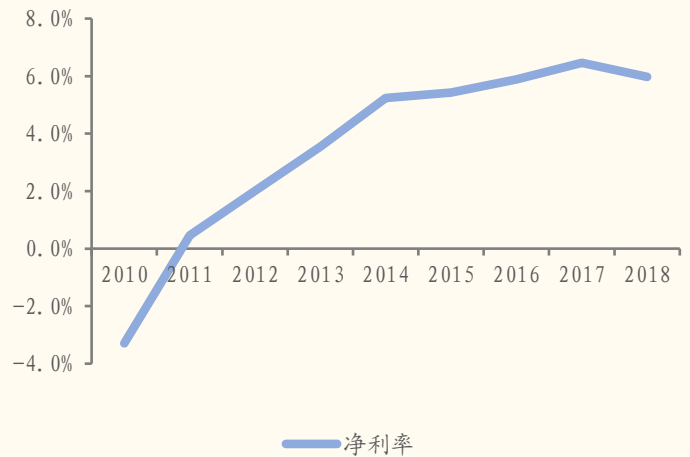
来源：wind，国金证券研究所

图表 53: 凯傲营收、净利稳步增长



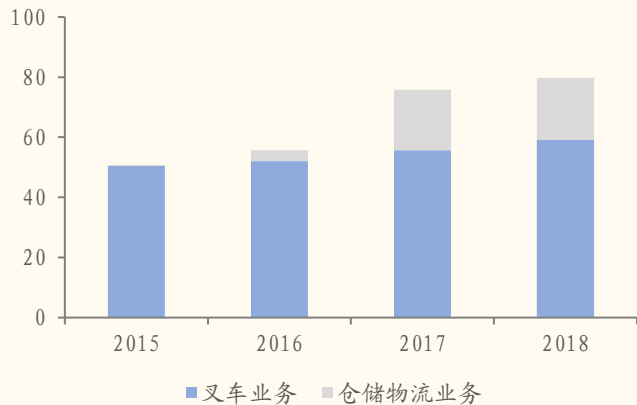
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 54: 潍柴收购以来, 凯傲净利率稳步提升



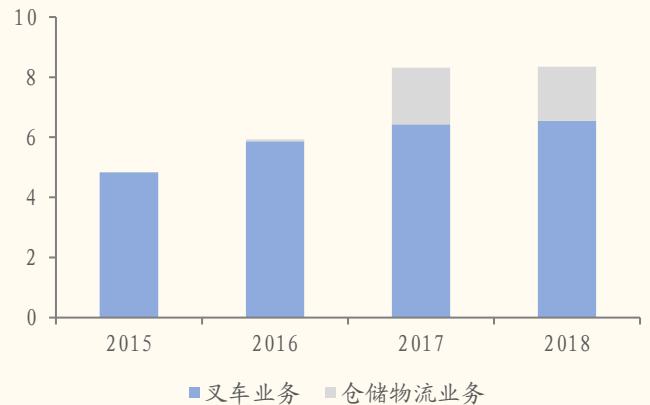
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 55: 凯傲营收主要由叉车业务贡献



来源: KION 年报, 国金证券研究所

图表 56: 凯傲业绩主要由叉车业务贡献



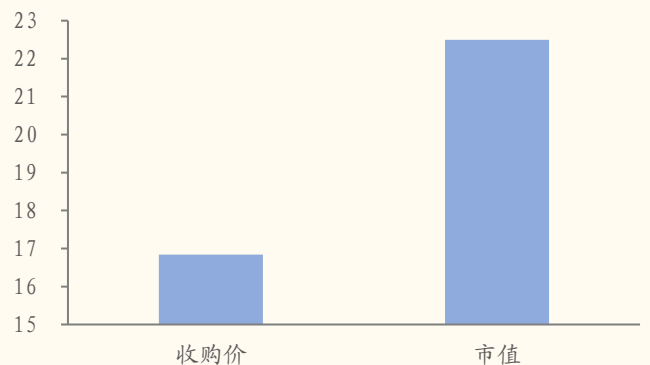
来源: KION 年报, 国金证券研究所

图表 57: 潍柴收购凯傲历程

增持股权	增持股权 (%)
2012 年 12 月	25%
2013 年 3 月	5%
2013 年 12 月	3.30%
2015 年 3 月	4.95%
2016 年 7 月	1.98%
2016 年 12 月	3.03%
2018 年 7 月	1.74%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 58: 凯傲股权增值 33%



来源: 公司公告, Bloomberg, 国金证券研究所

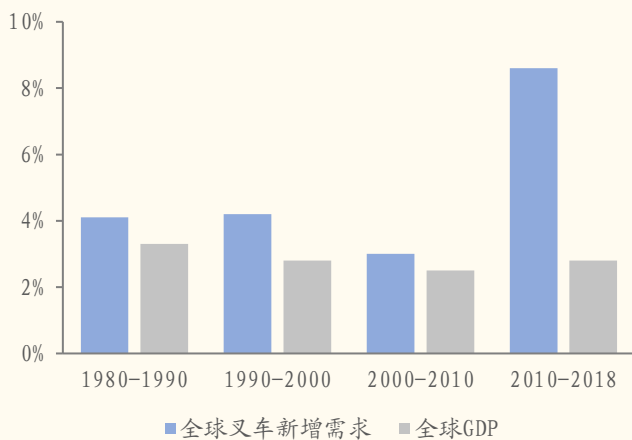
## 2. 凯傲叉车: 全球销量稳健增长, 中国市场、电动叉车带来新增长

- 预计全球经济稳健增长, 叉车销量稳健增长。1) 回顾历史 1980-2010 年, 全球叉车销量增长约为 GDP 的 1.3 倍, 2010-2018 年, 全球叉车销量增长约为 GDP 的 3 倍。叉车销量增速快于全球 GDP 增速主要系近年来电商发展, 推动物流仓储规模快速扩容。2) 根据 IMF 预测, 未来五年全球 GDP

增速维持在 3% 以上，预计伴随全球经济稳健增长、电商发展，叉车行业保持稳健增长。

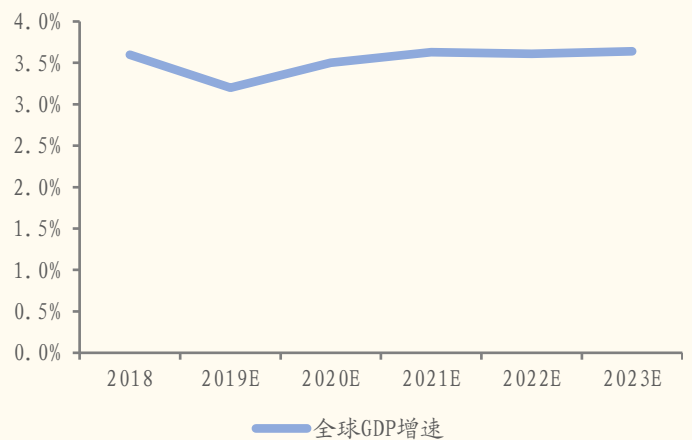
- 分地区看：区域关注印度、中国叉车市场。1) 分地区来看，目前欧洲、美国、日本等发达地区百万人叉车保有量均超 700 辆，印度、巴西、中国等发展中地区叉车保有量仍低，未来仍有较大增量。2) 2013 年-2018 年间中国叉车销量 CAGR 达 15%，高于全球叉车销量 CAGR (10%)。
- 分类型看：电动叉车快速增长，未来占比有望进一步提升。1) 分类型来看，叉车可以分为内燃叉车、电动叉车，相较于内燃叉车，电动叉车具备低噪音、无排放的优势，多数仓储叉车均采用电动叉车，伴随物流发展，电动叉车逐步取代内燃叉车。2) 2014 年全球电动叉车占比为 55%，2018 年全球电动叉车占比达 63%，电动叉车销量 CAGR 达 13%；2014 年中国电动叉车占比为 31%，2018 年中国电动叉车占比达 47%，电动叉车销量 CAGR 达 26%；电动叉车销量快速增长。

图表 59: 近年叉车销量增速约为 GDP 销量增速的 3 倍



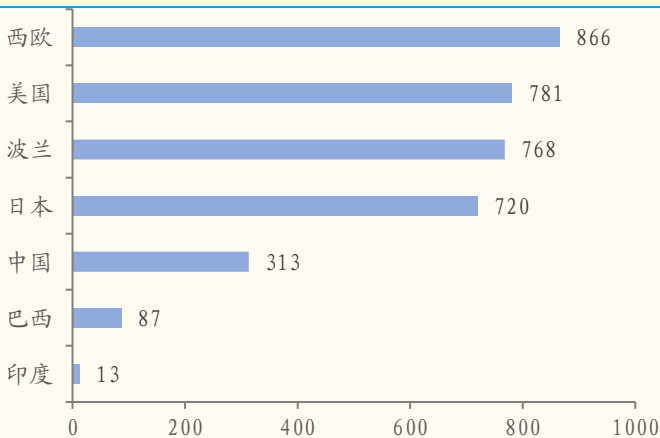
来源: wind, 国金证券研究所

图表 60: 预计未来全球 GDP 稳健增长



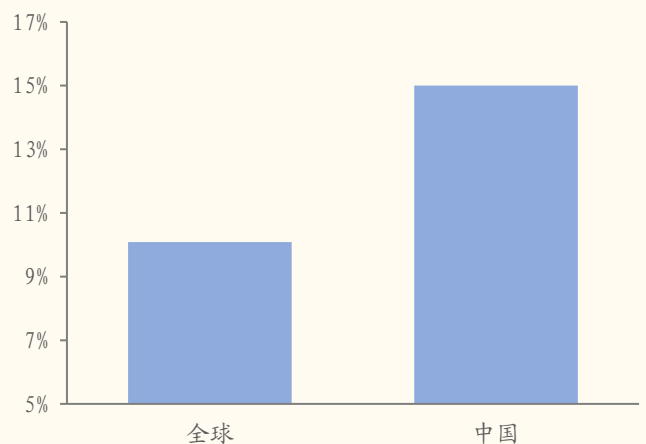
来源: IMF, 国金证券研究所

图表 61: 中国、印度人均叉车保有量仍低



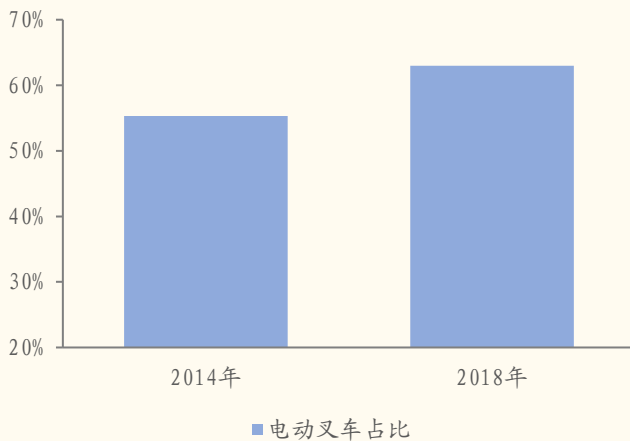
来源: KION 官网, 国金证券研究所

图表 62: 2013-2018 年中国叉车销量 CAGR 高于全球

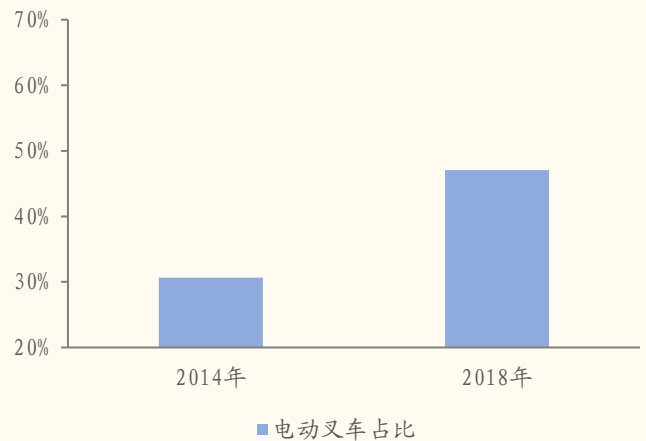


来源: KION 年报, wind, 国金证券研究所

图表 63: 全球电动叉车占比提升



图表 64: 中国电动叉车占比提升

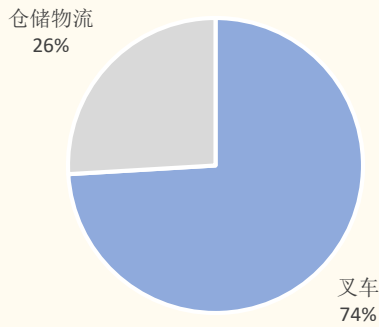


来源: KION 官网, wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

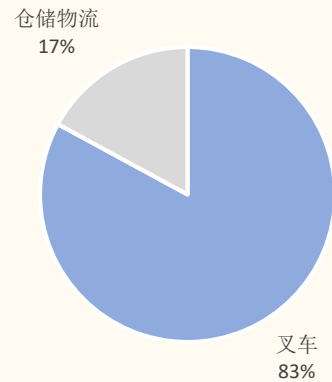
- 叉车业务贡献了凯傲主要的营收、业绩, 凯傲叉车业务营收稳步增长, 营业利润率稳定。1) 一直以来叉车业务都贡献了凯傲主要的营收和业绩, 2018 年叉车业务营收占凯傲营收的 74%, 叉车业务业绩占凯傲业绩的 83%。2) 2018 年凯傲叉车业务订单达 62.11 亿欧元 (折合 475 亿人民币), 同增 6%, 过去四年 CAGR 为 4%; 叉车业务营收达 59.22 亿欧元 (折合 453 亿人民币), 同增 6%, 过去四年 CAGR 为 4%。营业利润率较为稳定。
- 凯傲是欧洲第一、全球第二的工程车辆制造商和服务商。2018 年公司叉车销量达 21.67 万辆, 市占率约 14%。凯傲旗下拥有林德 (Linde)、施蒂尔 (STILL)、芬威克 (Fenwick)、宝骊 (Baoli)、欧模沃尔塔斯 (OM Voltas) 五大叉车品牌。林德 (Linde) 和施蒂尔 (STILL) 品牌是世界范围内的高端叉车品牌, 宝骊 (Baoli) 品牌聚焦经济型叉车市场。芬威克 (Fenwick) 是法国最大的叉车品牌。欧模沃尔塔斯 (OM Voltas) 是意大利和印度市场领先者。
- 业绩增长点之一: 印度市场、中国市场的增量空间。1) 考虑目前印度、中国等国家百万人叉车保有量较低, 预计未来印度、中国叉车销量增速将高于全球叉车销量增速。2) 目前凯傲旗下的欧模沃尔塔斯品牌是印度叉车的领导者, 旗下的林德叉车在中国排名第三, 预计未来将受益印度市场和国内市场叉车销量的蓬勃发展。3) 根据凯傲年报 2013-2018 年中国叉车销量 CAGR 为 15%, 凯傲中国地区叉车销量 CAGR 为 15.3%, 凯傲在中国地区叉车销量市占率有所提升, 但近两年凯傲中国地区叉车销量增速低于中国地区叉车销量增速。
- 业绩增长点之二: 受益电动叉车渗透率提升。凯傲旗下叉车产品齐全, 涵盖内燃叉车、电动平衡重乘驾式叉车、电动乘驾式仓储叉车、电动步行式仓储叉车, 2018 年凯傲电动叉车销量占总叉车销量的 84%, 在全球市占率达 19%, 电动叉车竞争力更强, 凯傲有望深度受益全球电动叉车渗透率提升。

图表 65: 凯傲叉车业务营收占比达 74%



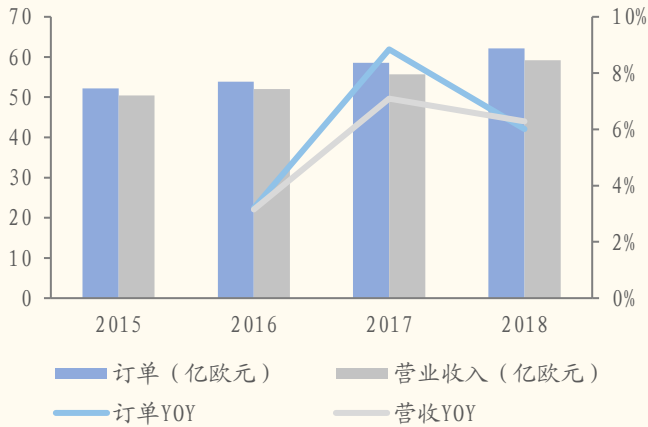
来源: KION 年报, 国金证券研究所

图表 66: 凯傲叉车业务业绩占比达 83%



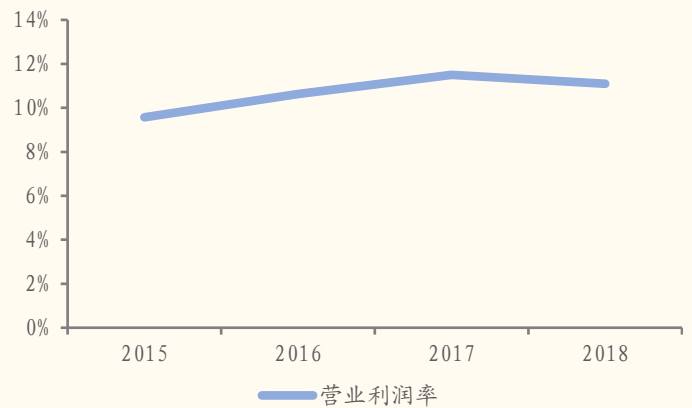
来源: KION 年报, 国金证券研究所

图表 67: 凯傲叉车业务营收稳步增长



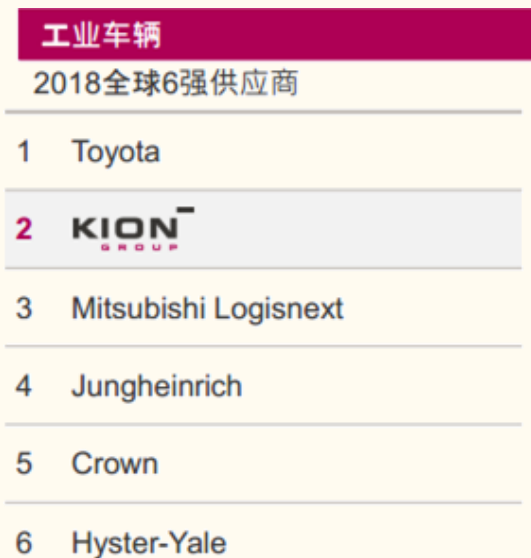
来源: KION 年报, 国金证券研究所

图表 68: 凯傲叉车业务营业利润率较为稳定



来源: KION 年报, 国金证券研究所

图表 69: 凯傲是世界第二大叉车品牌



来源: KION 官网, 国金证券研究所

图表 70: 凯傲旗下五大叉车品牌



来源: KION 官网, 国金证券研究所

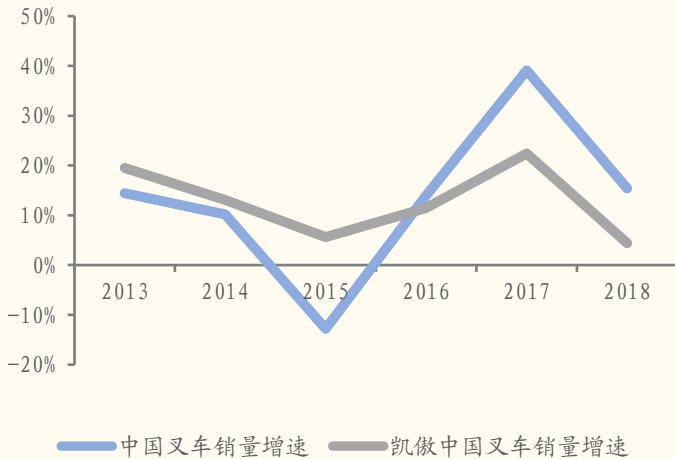
图表 71: 凯傲旗下叉车产品



!所示产品仅为全部产品的一部分

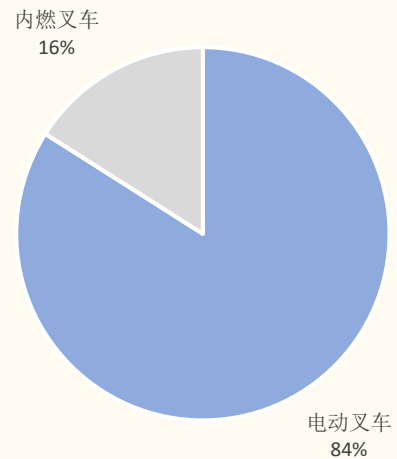
来源: KION 官网, 国金证券研究所

图表 72: 凯傲中国叉车销量增速



来源: wind, 国金证券研究所

图表 73: 凯傲叉车销量以电动叉车为主



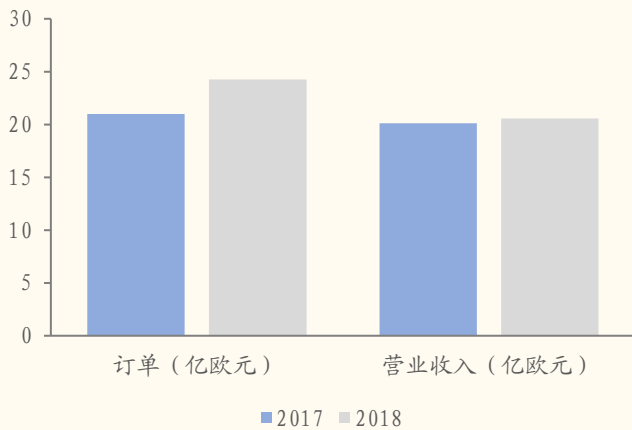
来源: wind, 国金证券研究所

### 3. 收购德马泰克, 叉车+物料搬运自动化协同效应可期

- 2017 年、2018 年全球电子商务行业增长 17%、14%，得益于电子商务快速发展，2017 年、2018 年全球仓库资本支出同增 9%、9%。
- 收购德马泰克，成功切入物料搬运自动化，业务稳定增长。1) 2016 年 11 月凯傲支付 161 亿元收购德马泰克 (Dematic) 100% 股权，借此切入物料搬运自动化领域。2) 2018 年凯傲仓储物流业务订单达 24.25 亿欧元 (折合 186 亿人民币)，同增 16%，营收达 20.55 亿欧元 (折合 157 亿人民币)，同增 2%，营业利润率维持在 9% 的水平。得益于 2018 年订单高增长，2019 年 H1 仓储物流业务营收同增 15%。
- 德马泰克主营业务是为工厂、仓库、配送中心提供自动化系统解决方案，针对入站、运输、存储、拣选、出站六大环节提供自动化系统解决方案提高供应链绩效。德马泰克是全球第一的供应链解决方案供应商，全球第三的物流供应系统供应商，为客户安装的仓库系统超 6000 个。



图表 74: 凯傲物料搬运业务稳定增长



来源: wind, 国金证券研究所

图表 75: 德马泰克供应链解决方案全球第一

自动化系统	
2018全球6强供应商	
1	KION GROUP
2	SSI Schäfer
3	Toyota (Vanderlande + Bastian)
4	Daifuku
5	Honeywell (Intelligrated)
6	Knapp

来源: wind, 国金证券研究所

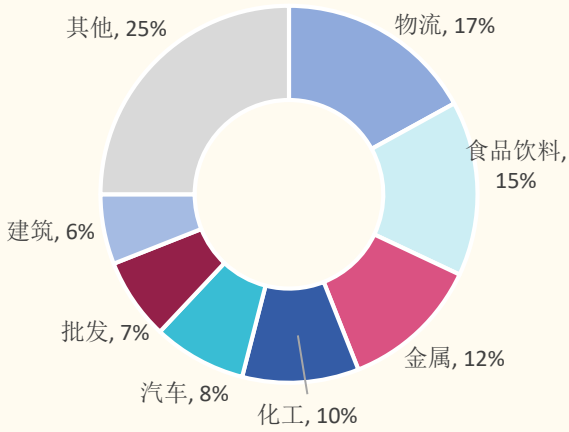
图表 76: 德马泰克主要系统

输送系统	分拣系统	存储系统	拣选系统	码垛系统
<ul style="list-style-type: none"> <li>所有类型的组装、制造和配送输送机类型</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>专注于高速可靠的分拣系统</li> <li>全面的分拣技术</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>全面的仓储系统，包括AS/RS<sup>1</sup>、穿梭车和货架</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>语音引导拣选</li> <li>拣选和分拣系统</li> <li>机器人拣选</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>杂货混合箱码垛解决方案</li> </ul>

来源: KION 官网, 国金证券研究所

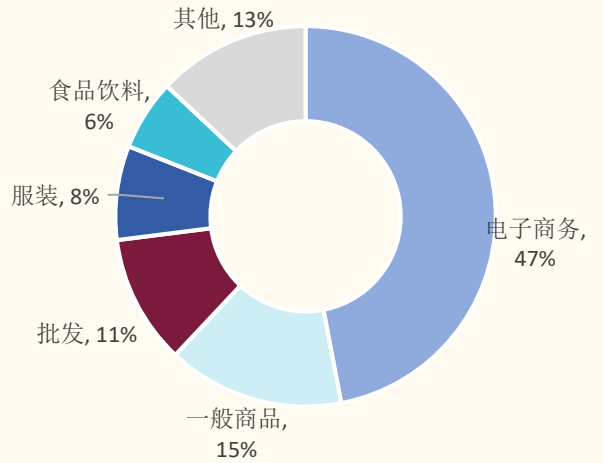
■ 凯傲收购德马泰克，二者优势互补，协同效应可期。凯傲、德马泰克分别为全球叉车、物料搬运自动化领导者，二者下游客户、布局地域有所重叠但优势不同，德马泰克下游客户集中在电子商务、批发零售，凯傲叉车在金属、化工、汽车等领域也有涉猎；凯傲叉车的优势区域主要在于欧洲，而德马泰克的优势区域主要在于美国。凯傲收购德马泰克后两者优势互补，协同效应可期。2019年H1，北美叉车销量同减15%，而凯傲北美叉车销量同增10%，协同效应初显。

图表 77: 凯傲叉车业务营收区域分布



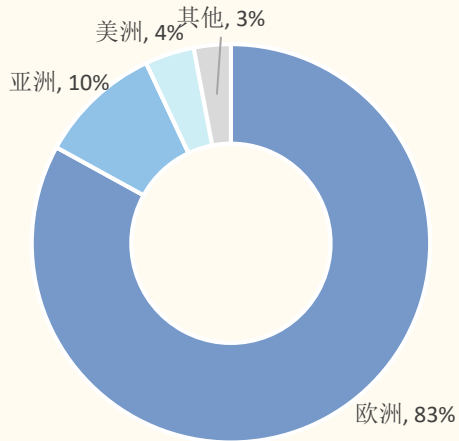
来源: KION 官网, 国金证券研究所

图表 78: 凯傲仓储物流业务营收区域分布



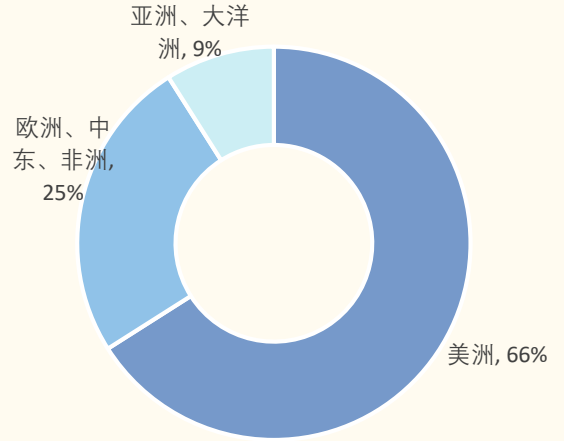
来源: KION 官网, 国金证券研究所

图表 79: 凯傲叉车业务营收区域分布



来源: KION 官网, 国金证券研究所

图表 80: 凯傲仓储物流业务营收区域分布



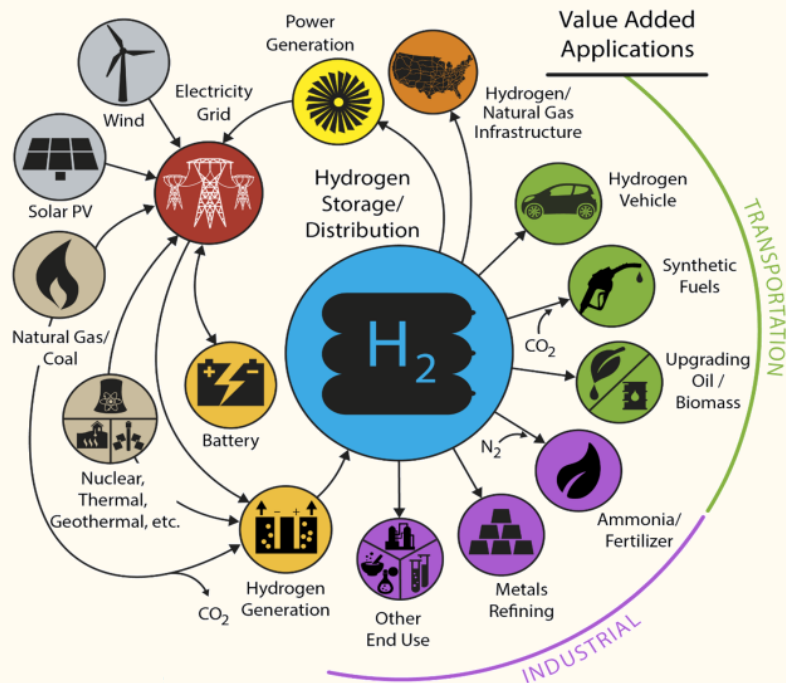
来源: KION 官网, 国金证券研究所

### 三、燃料电池：前瞻性布局领跑行业，携手 Ballard、Ceres 未来可期

#### 1. 氢能发展大势所趋，远期需求超万亿

- 目前一次能源需求以石油、天然气、煤炭为主，占比超 85%，2017 年全球已探明石油储量可供 50.2 年产量，天然气储量可供 52.6 年产量，煤炭储量可供 134 年产量，全球能源需求逐年增长的背景下，传统不可再生资源日渐枯竭，各国积极发展可再生能源。
- 温室效应的背景下，2016 年 175 个国家签署《巴黎协定》，主要目标是将本世纪平均气温上升幅度控制在 2 摄氏度，考虑全球二氧化碳排放以能源系统为主，各国积极发展清洁能源。
- 氢能作为清洁的二次能源，具备来源广、能量密度高、可储存、可再生、0 噪音、0 污染的优势，是唯一可同时用于交通、储能（可用氢来储存风能、太阳能）、发电等领域的新能源。

图表 81：氢能是唯一可同时用于交通、储能、发电等领域的新能源



来源：DOE，国金证券研究所

- 氢能对各国意义重大，多国从顶层设计推动氢能源。其中中国将氢能写入政府工作报告，日本将发展氢能视为国策，韩国将氢能源定位为三大战略投资领域之一。各国均积极发展氢能源并制定了相应的路线图。

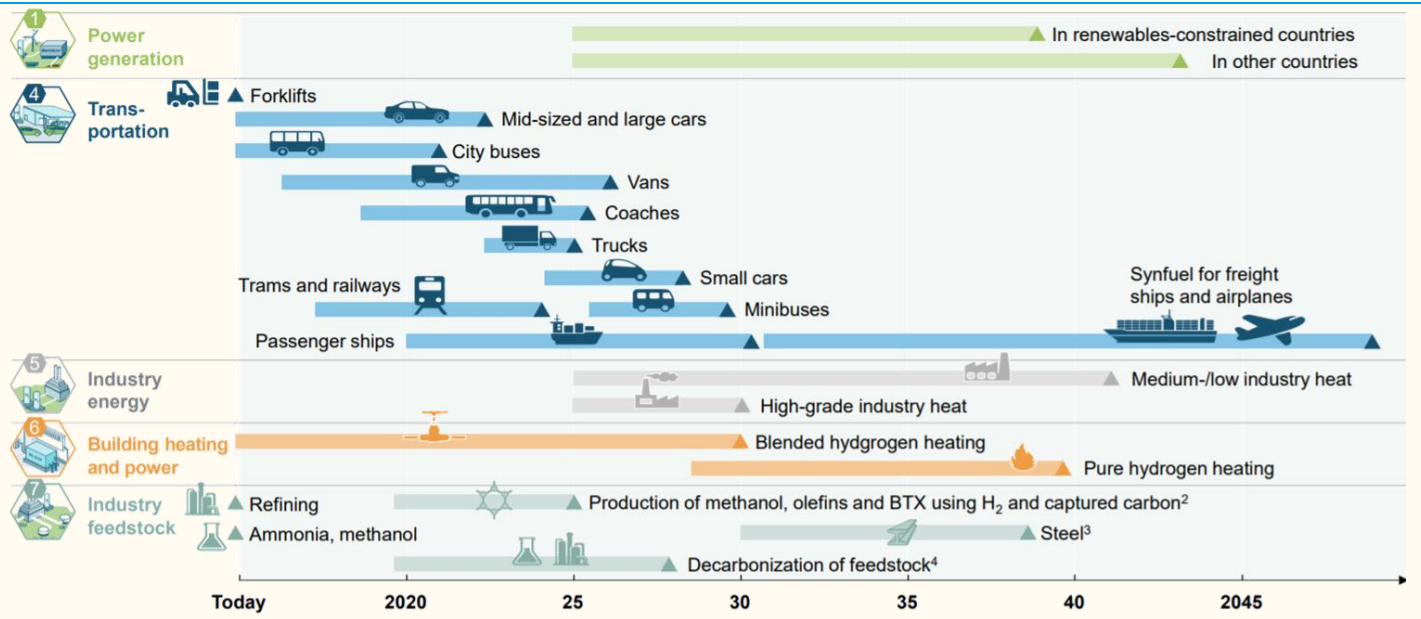
图表 82：各国积极发展氢能源

	燃料电池车规划（万辆）						加氢站规划（座）					
	2018	2020	2022	2025	2030	2040	2018	2020	2022	2025	2030	2040
中国	0.34	0.5		5	100		20	100		300	1000	
日本	0.29	4		20	81		100	160		320	900	
韩国	0.09		6.7			290	14		310			1200
美国	0.59				100		63				1000	
欧洲	0.1				424.5		152			750	3700	15000
德国	0.05						69	100		400	1000	

来源：各国氢能路线图，国金证券研究所

- 根据国际氢能委员会的预测，到 2050 年全球氢能消费占总能源需求的 18%，氢能及应用年均市场规模超 2.5 万亿美元（考虑相关产品如燃料电池车市场规模超 4 万亿美元）。
- 从下游应用来看，发电、交通、工业能源、工业原料、建筑 CHP 领域将是未来的重点，其中**交通、建筑 CHP 率先爆发**，2025 年后发电、工业能源等领域逐步发力。
  - 预计 2030 年全球运营中的燃料电池车约 1000~1500 万辆，2050 年燃料电池车达 4 亿辆（约占 25%），燃料电池卡车达 500 万辆（约占 30%），燃料电池公交车达 1500 万辆（约占 25%），约占各自领域的 20%~25%。
  - 预计 2030 年全球 10% 的用户使用 CHP 设备（混合气），2050 年全球 8% 的用户使用 CHP 设备（纯氢气）。

图表 83: 从发展路径来看，预计交通、建筑 CHP 领域率先爆发



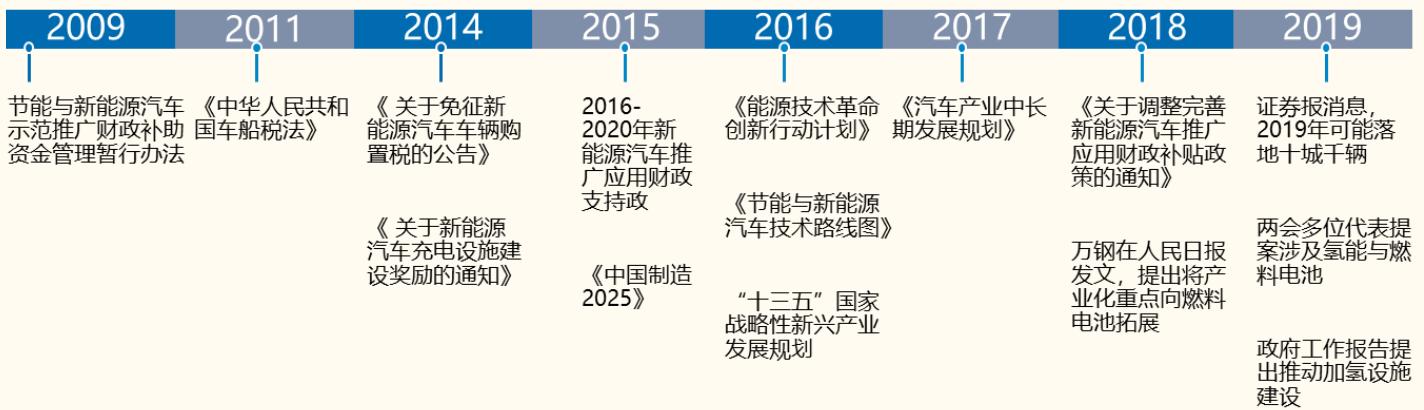
来源: Hydrogen Council, 国金证券研究所

## 2. 中央积极推广氢能，山东计划携手潍柴打造全球最大氢能交通应用体系

- 顶层政策不断加码，促氢能发展提速。1) 2019 年 3 月 15 日，氢能源首次写入《政府工作报告》，国家政策、地方政府和产业均高度重视，未来有望获更多政策倾斜。2) 3 月 26 日，四部委新出《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》明确指出“地方应完善政策，过渡期后不再对新能源汽车（新能源公交车和燃料电池汽车除外）给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面”。
- 根据《节能与新能源汽车技术路线图》，到 2020 年燃料电池汽车在公共服务领域的示范应用要达到 5000 辆的规模；到 2025 年，实现氢燃料电池汽车的推广应用，规模达到 5 万辆；到 2030 年，实现氢燃料电池汽车的大规模推广应用，氢燃料电池汽车规模超过 1 百万辆。到 2020 年、2025 年、2030 年加氢站数量达 100、300、1000 座。



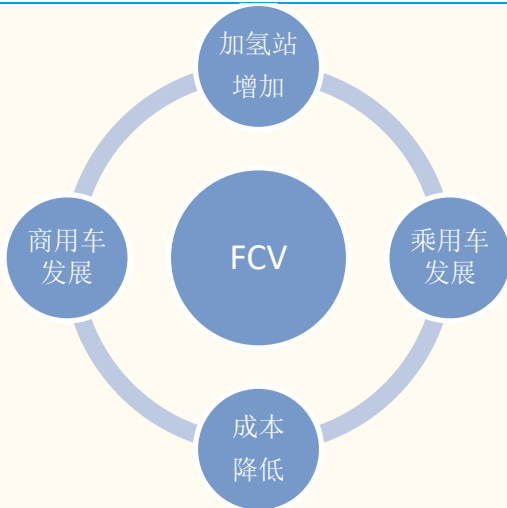
图表 84: 氢能源政策支持不断加码



来源：发改委、工信部、财政部、人民日报、证券报、国金证券研究所

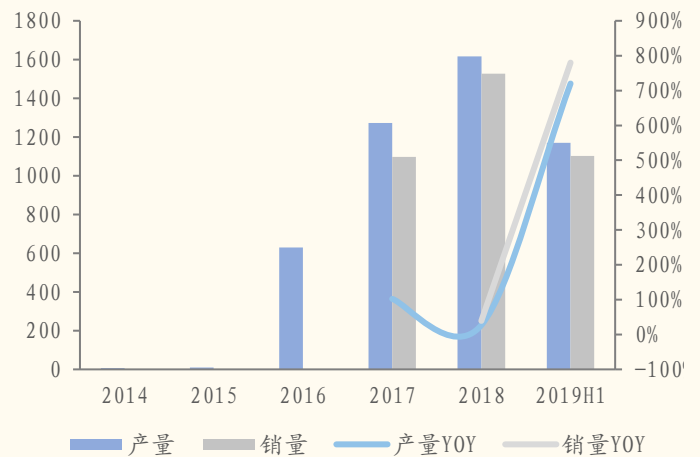
- 中国燃料电池汽车发展路径明确：前期通过商用车发展，规模化降低燃料电池和氢气成本，同时带动加氢站配套设施建设，后续拓展到私人用车领域。优先发展商用车的原因在于：一方面公共交通的平均成本低，而且能够起到良好的社会推广效果，形成规模后带动燃料电池成本和氢气成本下降；另一方面商用车行驶在固定的线路上且车辆集中，建设配套的加氢站比较容易。当加氢站数量增加、氢气和燃料电池成本降低时，又会支撑更多燃料电池汽车。
- 中国燃料电池车快速增长。目前我国销售的燃料电池车均为商用车，2017年，国内燃料电池汽车产量首度破千，达到 1272 辆，2018 年再上新高，产销均达到 1527 辆，同比增长 20%。2019 年，燃料电池产业步入规模发展的快车道。2019 年 H1 燃料电池汽车产销分别完成 508 辆和 484 辆，比上年同期分别增长 9.8 倍和 14.6 倍。1-6 月，燃料电池汽车产销分别完成 1170 辆和 1102 辆，比上年同期分别增长 7.2 倍和 7.8 倍。

图表 85: 中国燃料电池汽车发展路径明确



来源：国金证券研究所

图表 86: 中国燃料电池车快速增长



来源：中汽协，中汽中心，国金证券研究所

- 山东是氢能大省，富余的副产氢优势巨大。1) 氢能发展初期，由于气氢运输存在经济半径，区域内副产氢是现阶段最佳的氢气来源，副产氢富余的地区在氢能发展中具备先发优势。2) 根据我们统计，山东省现有富余副产氢（主要为氯碱副产氢）达 23.5 万吨，可供 8.6 商用车使用一年，规划的富余副产氢（包括丙烷脱氢、乙烷脱氢）达 64 万吨，可供 22.8 万辆商用车使用一年。山东省富余副产氢优势巨大。
- 山东积极推进氢能源，计划 2035 年燃料电池车达 10 万辆，携手潍柴集团打造全球最大规模氢能交通应用体系。

- 2019年2月山东省发布《山东省氢能源产业发展路线图》(建议稿),提出山东未来氢能发展目标,并计划携手潍柴集团打造全球最大规模氢能交通应用体系。
- 到2020年,燃料电池汽车数量达到2000辆,加氢站达20座;到2025年,燃料电池汽车数量达到5万辆,加氢站达200座;到2035年,燃料电池汽车数量达到10万辆,加氢站达500座。
- 潍柴集团氢能交通应用体系示范项目下设四大重点投资项目:1)济南高端装备制造产业园,规划投资500亿元,主要投向商用车、工程机械、零部件制造等;2)潍坊新能源产业园,规划投资500亿元,规划建设万套级燃料电池系统生产商,储氢系统、电机、电池生产线等;3)潍柴主要承担国家科技部重大项目,包括《燃料电池发动机及商用车产业化技术与应用》、《面向重型载货车用燃料电池发动机集成与控制》;4)潍柴母公司山东重工主要承担省内燃料电池车推广示范任务。

图表 87: 山东省燃料电池规划

	2020	2025	2035
燃料电池车数量(万辆)	0.2	5	10
续航里程(km)	600	800	10000
寿命(小时)	10000	30000	50000
催化剂用量(g/kW)	0.2	0.15	0.1

来源: OFweek 氢能网, 国金证券研究所

### 3. 潍柴参股 Ballard、Ceres, 积极布局燃料电池

- 潍柴积极布局燃料电池行业, 协同效应可期。1) 考虑燃料电池具备长续航、加氢快、载重高和零污染的优点, 我们认为未来在重载、中长运输领域燃料电池车将是柴油车的完美替代品。2) 潍柴作为国内重卡发动机龙头, 先后参股 Ballard (PEMFC 龙头, 2018 年营收 6 亿元)、Ceres Power (SOFC 领导者, 2018 年营收 5542 万元), 借此完成了 PEMFC (质子交换膜燃料电池)、SOFC (固体氧化物燃料电池) 两大类型燃料电池布局, 重卡企业布局燃料电池未来协同效应可期。
- 燃料电池布局领先同业, 前瞻性战略有助于公司精准卡位新赛道, 赢得先发优势。继潍柴布局燃料电池后, 2019 年博世(全球汽车零部件供应商龙头) 获得 Power Cell (PEMFC 企业, 2018 年营收 0.4 亿元) 部分技术授权, 康明斯(全球柴油机龙头) 收购 Hydrogenics (PEMFC 领导者, 2018 年营收 2 亿元)。

图表 88: 潍柴领先同业, 积极布局燃料电池

	合作方式	合作企业	技术路线	2018 年营收(亿元)
潍柴动力	收购 19.9% 股权, 获得技术授权	Ballard	PEMFC	6
	收购 20% 股权, 获得技术授权	Ceres Power	SOFC	0.55
博世	获得技术授权	Power Cell	PEMFC	0.4
康明斯	收购股权	Hydrogenics	PEMFC	2

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- Ballard 是全球商用车用 PEMFC 龙头, 产品技术成熟, 潍柴获得其新一代 LCS 电堆在中国的独家生产授权, 并计划初期推广 2000 台燃料电池车, 未来有望领跑中国燃料电池商用车市场。
- 收购 Ballard 19.9% 股权, 计划初期推广 2000 台燃料电池车。1) 2018 年 11 月潍柴斥资 11.18 亿元认购 Ballard 19.9% 股权。并与 Ballard 达成深度合作。2) 2018 年 11 月潍柴与 Ballard 出资 11 亿元设立合资公司潍柴巴拉德, 潍柴持股 51%, Ballard 持股 49%。合资公司计划向 Ballard 支付 9000 万美元(折合 6.3 亿人民币), 以获得巴拉德新一代的 LCS 电堆在中国的独家生产和模块组装授权。2019 年 5 月, 潍柴巴拉德与 Ballard 达成协议, 将基于 LCS 电堆技术, 于 2019、2020



年向 Ballard 采购核心零部件，合同总价值达 4400 万美元（折合 3 亿人民币），以支持潍柴初期推广 2000 辆商用燃料电池车的规划。

- Ballard: 全球 PEMFC 领军者，新一代 LCS 电堆性能卓越。1) Ballard 是全球领先的 PEMFC 企业。Ballard 成立于 1979 年，并于 1993 年、1995 年分别在多伦多交易所和纳斯达克交易所上市。2018 年营收 6.6 亿元。2) 公司主要产品为燃料电池、燃料电池电堆，产品主要应用于中重型车辆（客车、卡车）、叉车、轻轨、船舶、物料搬运、固定式发电等领域，客户覆盖美国、欧洲、中国、日本等市场，包括 Plug、国鸿、潍柴等客户。3) Ballard 燃料电池电堆产品包括 FCvelocity®-9SSL（功率 4kW-21kW）、FCgen®-LCS（功率 5kW-50kW）。4) 2018 年，公司发布新一代高性能燃料电池电堆 LCS，相较于 9SSL，LCS 预计全生命周期成本降低 40%，使用寿命超 30000 小时，可以在 -25°C 低温条件下启动、在高达 85°C 温度运行。

图表 89: FCvelocity®-9SSL 电堆



来源: Ballard 官网, 国金证券研究所

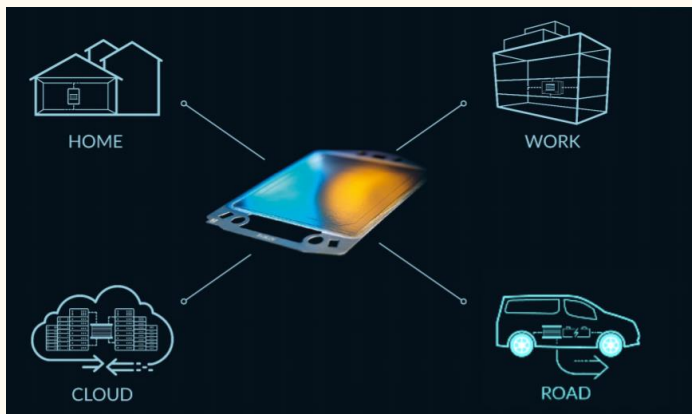
图表 90: FCgen®-LCS 电堆



来源: Ballard 官网, 国金证券研究所

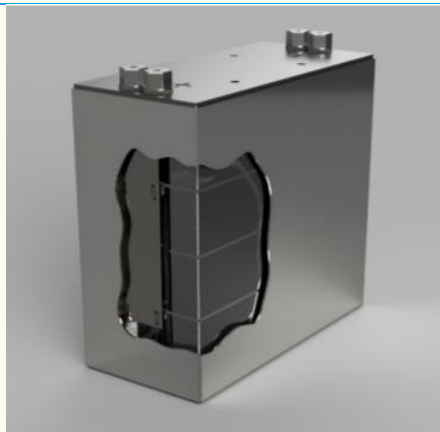
- Ceres Power 是全球 SOFC 领先者，不同于传统 SOFC 只能应用于住宅、分部式发电，公司 SOFC 产品可应用于汽车领域，潍柴携手 Ceres Power 共同开发 SOFC 车辆进一步完善公司燃料电池布局。
  - 收购 Ceres Power 20% 股权，进军 SOFC 领域。2018 年 5 月公司斥资 4 亿元认购 Ceres Power 20% 股权，并计划于 2020 年前成立合资公司，在中国市场推动 SOFC 技术的应用，此外潍柴拟支付 300 万英镑（折合 2600 万人民币）获得 Ceres Power 的 SteelCell® 燃料电池系统、燃料电池电堆在中国的生产授权，应用于客车、卡车和特定发电市场。为促进产业化的进程，潍柴动力与 Ceres Power 将首期合作联合开发以 CNG 为燃料的 30kW SteelCell® 燃料电池，用于电动客车增程系统，预计 2019 年上半年完成验证。
  - Ceres Power: 全球 SOFC 领导者，产品可应用于汽车领域。1) Ceres Power 是全球先进的 SOFC 供应商，Ceres Power 成立于 2001 年，于 2004 年上市。2018 年营收为 5542 万元，同增 106%，2019 年 H1 营收达 7208 万元，同增 214%。2019 年营收高增主要系博世、潍柴订单增长。2) 公司主要产品为 SOFC 产品 (SteelCell®)，不同于一般应用于住宅、分部式发电的传统 SOFC 产品，公司的 SteelCell® 可应用于汽车，下游客户包括潍柴、博世、日产、等企业。SteelCell® 技术源自英国帝国理工，研发经验超 16 年，拥有专利 50 项，SteelCell® 燃料电池产品电效率达 60%。

图表 91: 不同于传统 SOFC 产品, SteelCell®可应用于汽车



来源: Ceres Power 官网, 国金证券研究所

图表 92: SteelCell®燃料电池电堆



来源: Ceres Power 官网, 国金证券研究所

#### 4. 预计 2030 年潍柴新能源产品营收超千亿, 燃料电池业绩近超 8 亿

- 根据公司 2020-2030 战略, 新能源业务作为未来的发展方向, 潍柴计划以氢燃料电池作为技术攻关主要方向, 打造涵盖整车、整机、动力总成系统、电池、电机的新能源动力产业链, 建设新能源动力产业园。公司新能源动力产业园计划总投资 500 亿元, 预计 2030 年新能源产品实现销售收入 1000 亿元。
- 目前公司已有 4 款搭载潍柴动力燃料电池系统的客车进入工信部推荐车型目录, 并具备燃料电池的批量生产及配套能力, 联合中通客车在潍坊打造了 3 条氢燃料电池公交车运营专线, 投放 30 辆燃料电池公交车开展运营, 累计运营里程达 50 万公里。

图表 93: 已有 4 款搭载潍柴动力燃料电池系统的客车进入工信部推荐车型目录

批次	车企	车型	系统额定功率 (kW)	最高车速 (km/h)	续航里程
19 年 04 批	扬州亚星客车股份有限公司	JS6108GHFCEV 燃料电池城市客车	46	69	510
18 年 12 批	中通客车控股股份有限公司	LCK6105FCEVG2 燃料电池城市客车	46	69	510
18 年 12 批	中通客车控股股份有限公司	LCK6900FCEVG4 燃料电池城市客车	30.5	69	350
18 年 12 批	中通客车控股股份有限公司	LCK6900FCEVG5 燃料电池城市客车	32	69	350

来源: 工信部, 国金证券研究所

- 公司计划于 2021 年前在中国为商用车提供至少 2000 台燃料电池, 假设公司 2020/2021 年燃料电池销量为 1000 台, 单台售价为 65 万元, 净利率为 8%, 则 2020/2021 年公司燃料电池业务贡献营收达 6.5 亿元, 贡献净利为 0.52 亿元。
- 我们预计 2030 年中国燃料电池车销量达 100 万台, 燃料电池额定功率为 150kW, 燃料电池系统成本降至 600 元/kW, 假设行业毛利率为 20%, 则 2030 年中国燃料电池市场规模超 1000 亿元。假设潍柴市占率达 15%, 燃料电池贡献营收超 160 亿元, 假设燃料电池业务净利率为 5%, 燃料电池贡献净利润超 8 亿元。

#### 四、盈利预测与投资建议

##### 1.盈利预测：预计公司 2019-2021 年业绩增速为 10%、5%、5%

- 预计公司 2019-2021 年营收为 1646、1678、1732 亿元，营收增速为 3.4%、2.5%、2.7%，维持稳健增长。1) 假设重卡销量为 109、104、98 万辆，公司重卡发动机、重卡整车市占率略有提升，重卡变速箱市占率维持不变。2) 假设得益于非车用发动机市场复苏，公司非车用发动机占比略有提升。3) 假设叉车市场稳健增长，得益于与潍柴、德马泰克的协同作用，凯傲在中国、美国市占率略有提升。

图表 94：营收拆分

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
发动机	134.09	184.63	312.41	334.61	355.76	369.50	383.47
YOY	-40%	38%	69%	7%	6%	4%	4%
整车	165.58	243.60	473.51	511.20	501.71	493.36	485.05
YOY	-36%	47%	94%	8%	-2%	-2%	-2%
变速箱	59.80	75.89	132.45	139.24	133.11	127.80	122.72
YOY	-34%	27%	75%	5%	-4%	-4%	-4%
凯傲	354.88	410.63	584.93	605.40	655.41	696.74	740.99
YOY	0%	16%	42%	3%	8%	6%	6%
总计	737.20	931.84	1515.69	1592.56	1646.00	1687.40	1732.22
YOY	-7.4%	26.4%	62.7%	5.1%	3.4%	2.5%	2.7%

来源：wind，国金证券研究所

- 预计公司 2019-2021 年归母业绩为 96、101、106 亿元，业绩增速为 10%、5%、5%。1) 得益于 2018 年订单高增、毛利率提升、美国降税政策，2019 年 H1 凯傲业绩同增 48%，预计 2019 年凯傲全年实现高增长。2) 假设其他业务受益于销售费率下降，净利率略有提升。

图表 95：归母业绩拆分

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
发动机	9	16	45	61	66	70	73
YOY	-67%	87%	176%	37%	8%	6%	5%
整车	1	1	4	7	8	8	9
YOY	-72%	11%	573%	74%	12%	10%	5%
变速箱	0	1	5	7	7	7	7
YOY	-87%	295%	271%	41%	-1%	-1%	-2%
凯傲	4	6	11	11	15	16	17
YOY	38%	43%	80%	1%	29%	6%	6%
总计	14	24	65	87	96	101	106
YOY	-59%	75%	166%	33%	10%	5%	5%

来源：wind，国金证券研究所

##### 2.投资建议及估值：给予公司目标市值 1207 亿元

- 我们采取分部估值法，给予目标市值 1207 亿元。发动机业务、变速箱业务可比公司选取全球柴油机龙头康明斯，整车业务可比公司选取中国重卡翘楚中国重汽，凯傲的业务可比公司选取全球叉车龙头丰田工业，给予潍柴动力目标市值 1207 亿元，股价 15.2 元，对应 2019 年 PE 估值为 12.6 倍，给予买入评级。

图表 96：潍柴动力目标市值 1207 亿元

	市值 (亿元)	可比公司		潍柴分部业绩 (亿元)			潍柴分部 PE 估值		
		公司名称	PE	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E

发动机	822	康明斯	12.4	66	70	73	12.4	11.8	11.2
整车	86	中国重汽	11.3	8	8	9	11.3	10.3	9.8
变速箱	88	康明斯	12.4	7	7	7	12.4	12.5	12.8
凯傲	211	丰田工业	14.3	15	16	17	14.3	13.5	12.7
潍柴动力	1207	-	-	96	101	106	12.6	12.0	11.4

来源: wind, 国金证券研究所

## 五、风险提示

- 重卡销量不及预期、工程机械销量不及预期: 2019 年中国经济仍面临较大下行压力, 同时面临中美贸易摩擦升级, 或导致下游需求疲软、重卡销量、工程机械销量不及预期; 同时重卡行业、工程机械行业景气度下行的情况下, 整车厂更倾向于“低价”产品而非“高质”产品, 公司市占率或有降低风险。
- 并购整合风险: 1) 近年来公司并购系列公司, 2018 年公司商誉达 230 亿元, 2016 年公司收购德马泰克并形成了 148 亿商誉, 若未来整合不及预期, 或导致计提商誉减值损失。2) 尽管从公司收购的凯傲历史来看(自并表以来, 凯傲营收、业绩稳步增长), 公司并购整合能力较强, 但仍需警惕并购整合的风险。

图表 97: 凯傲营收、净利稳步增长

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
营收(亿欧)	35	44	47	45	47	51	56	76	80	44
净利润(亿欧)	-1.2	0.2	0.9	1.6	2.5	2.8	3.3	4.9	4.8	2.5
营收 YOY	15%	24%	8%	-5%	4%	9%	10%	36%	5%	13%
净利 YOY				68%	54%	13%	19%	49%	-3%	25%

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	93,184	151,569	159,256	164,600	168,740	173,222	货币资金	27,123	34,222	38,210	36,142	36,602	37,124
增长率		62.7%	5.1%	3.4%	2.5%	2.7%	应收款项	28,936	39,752	39,235	40,546	41,251	42,053
主营业务成本	-72,100	-118,468	-123,686	-127,520	-130,441	-133,600	存货	16,091	19,851	20,674	20,753	21,228	21,742
%销售收入	77.4%	78.2%	77.7%	77.5%	77.3%	77.1%	其他流动资产	4,256	6,516	9,986	10,057	10,595	13,137
毛利	21,084	33,102	35,569	37,080	38,299	39,623	流动资产	76,406	100,340	108,105	107,497	109,677	114,056
%销售收入	22.6%	21.8%	22.3%	22.5%	22.7%	22.9%	%总资产	46.6%	52.9%	52.7%	51.8%	51.7%	52.3%
营业税金及附加	-451	-738	-723	-708	-726	-745	长期投资	6,681	9,001	13,049	13,049	13,049	13,049
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	27,445	28,287	32,302	34,589	36,147	36,785
销售费用	-7,645	-10,338	-10,619	-10,205	-10,124	-10,047	%总资产	16.7%	14.9%	15.7%	16.7%	17.0%	16.9%
%销售收入	8.2%	6.8%	6.7%	6.2%	6.0%	5.8%	无形资产	49,179	47,222	47,005	47,331	48,074	48,787
管理费用	-7,652	-9,602	-6,260	-6,419	-6,581	-6,756	非流动资产	87,585	89,298	97,171	99,919	102,420	103,971
%销售收入	8.2%	6.3%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	%总资产	53.4%	47.1%	47.3%	48.2%	48.3%	47.7%
研发费用	0	0	-4,320	-4,938	-5,400	-6,063	<b>资产总计</b>	<b>163,991</b>	<b>189,638</b>	<b>205,276</b>	<b>207,416</b>	<b>212,097</b>	<b>218,027</b>
%销售收入	0.0%	0.0%	2.7%	3.0%	3.2%	3.5%	短期借款	9,397	8,771	12,371	19,270	15,771	12,540
息税前利润 (EBIT)	5,336	12,424	13,647	14,809	15,469	16,012	应付款项	40,389	56,857	53,297	52,575	52,381	52,760
%销售收入	5.7%	8.2%	8.6%	9.0%	9.2%	9.2%	其他流动负债	9,195	12,845	22,949	24,914	25,723	26,554
财务费用	-199	-591	-75	-243	-164	-37	流动负债	58,980	78,474	88,617	96,760	93,875	91,855
%销售收入	0.2%	0.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	长期贷款	30,216	15,679	10,909	8,909	6,909	4,909
资产减值损失	-984	-1,950	-634	-656	-668	-675	其他长期负债	30,233	39,131	43,492	30,792	31,096	31,410
公允价值变动收益	-155	101	177	150	150	150	负债	119,429	133,283	143,017	136,460	131,880	128,173
投资收益	120	154	465	500	500	500	<b>普通股股东权益</b>	<b>31,738</b>	<b>35,240</b>	<b>39,314</b>	<b>44,894</b>	<b>50,945</b>	<b>57,276</b>
%税前利润	2.6%	1.5%	3.4%	3.4%	3.2%	3.1%	其中：股本	3,999	7,997	7,997	7,997	7,997	7,997
营业利润	4,118	10,385	13,604	14,563	15,290	15,954	未分配利润	27,906	27,899	32,444	38,180	44,230	50,561
营业利润率	4.4%	6.9%	8.5%	8.8%	9.1%	9.2%	少数股东权益	12,823	21,115	22,946	26,062	29,272	32,579
营业外收支	519	137	255	350	350	350	<b>负债股东权益合计</b>	<b>163,991</b>	<b>189,638</b>	<b>205,276</b>	<b>207,416</b>	<b>212,097</b>	<b>218,027</b>
税前利润	4,638	10,522	13,858	14,913	15,640	16,304	<b>比率分析</b>						
利润率	5.0%	6.9%	8.7%	9.1%	9.3%	9.4%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-1,041	-1,344	-2,233	-2,237	-2,346	-2,446	<b>每股指标</b>						
所得税率	22.5%	12.8%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.611	0.851	1.083	1.205	1.271	1.330
净利润	3,596	9,178	11,626	12,676	13,294	13,858	每股净资产	7.937	4.406	4.916	5.614	6.370	7.162
少数股东损益	1,155	2,370	2,968	3,117	3,210	3,306	每股经营现金净流	2.063	2.033	2.757	2.633	2.809	2.895
归属于母公司的净利润	2,441	6,808	8,658	9,559	10,084	10,552	每股股利	0.350	0.400	0.460	0.478	0.504	0.528
净利率	2.6%	4.5%	5.4%	5.8%	6.0%	6.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	7.69%	19.32%	22.02%	21.29%	19.79%	18.42%
							总资产收益率	1.49%	3.59%	4.22%	4.61%	4.75%	4.84%
							投入资本收益率	4.35%	11.09%	11.05%	10.74%	10.87%	10.86%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	26.40%	62.66%	5.07%	3.36%	2.52%	2.66%
							EBIT增长率	59.02%	132.82%	9.84%	8.51%	4.45%	3.52%
							净利润增长率	75.55%	178.89%	27.16%	10.42%	5.49%	4.64%
							总资产增长率	42.76%	15.64%	8.25%	1.04%	2.26%	2.80%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	39.8	30.0	30.6	30.0	30.0	30.0
							存货周转天数	70.7	55.4	59.8	60.0	60.0	60.0
							应付账款周转天数	91.5	81.0	90.8	89.0	88.0	87.0
							固定资产周转天数	101.1	65.2	67.5	70.2	71.6	70.9
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	33.92%	0.54%	-10.89%	-0.44%	-8.44%	-14.50%
							EBIT利息保障倍数	26.8	21.0	181.1	60.9	94.3	433.1
							资产负债率	72.83%	70.28%	69.67%	65.79%	62.18%	58.79%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	11	19	39
增持	0	0	5	7	14
中性	0	0	3	6	6
减持	0	0	1	1	1
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.70</b>	<b>1.67</b>	<b>1.48</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路1088号  
紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道4001号  
时代金融中心7GH