

2019年10月30日

三季度业绩平稳 发动机业务盈利改善

潍柴动力 (000338)

事件概述

公司发布 2019 年三季报，2019 年 Q1~Q3 实现营收 1267.1 亿元，同比增长 7.2%；归母净利润 70.6 亿元，同比增长 17.6%；扣非归母净利润 64.5 亿元，同比增长 13.4%。其中 2019Q3 实现营收 358.5 亿元，同比微降 0.2%；归母净利润 17.7 亿元，同比增长 10.1%；扣非归母净利润 14.9 亿元，同比微降 0.9%。

分析判断：

► 发动机业务表现平稳，Kion 稳健增长对冲整车收入下滑

根据中汽协数据，2019Q3 重卡行业销量 23.3 万辆，同比增长 3.7%，在去年同期相对低的基数下表现较平淡，但考虑到今年 7 月 1 日天然气重卡在全国范围内率先实施国六排放标准，上半年出现了明显抢装，Q3 重卡销量维持同比正增长表明行业高景气度仍在延续。母公司（主要是发动机业务）Q3 实现营收 78.4 亿元，同比微降 0.6%，考虑到单价较高的天然气发动机销量占比下降，发动机业务收入表现与行业销量表现基本契合。根据中汽协数据，陕重汽（集团口径）Q3 重卡销量 3.3 万辆，同比下滑 6.1%，销量表现不及行业平均水平，主要是受工程车销量占比较高及“大吨小标”事件影响，整车业务对公司营收造成一定拖累。根据凯傲财报，2019Q3 实现收入 21.6 亿欧元，同比增长 13.9%，有效对冲了整车板块营收的下滑。

► 毛利率表现稳健，发动机业务盈利同比明显改善

2019Q3 公司毛利率 22.86%，环比 Q2 提升 1.02pct，同比提升 1.57pct，毛利率表现稳健。期间费用率同比小幅上升，其中：销售费用率同比上升 0.48pct 至 7.18%；管理费用率同比上升 0.56pct 至 4.50%，预计与人员成本上升有关；研发费用率同比上升 0.71pct，研发投入力度有所加大；财务费用率同比微降 0.12pct 至 0.00%；四项费用率合计 14.99%，同比上升 1.63%。毛利率上升叠加公允价值变动收益增加，公司 Q3 净利率同比提升 0.77pct 至 6.80%。分业务板块来看，2019Q3 母公司实现归母净利润 10.3 亿元，同比增长 35.9%，发动机业务盈利较去年同期（Q3 为 2018 年低点）有所改善。

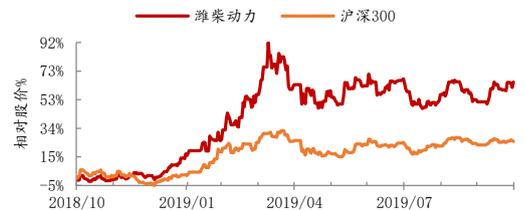
► 重卡高景气度仍在延续，非重卡业务将在中长期对冲业绩周期波动

目前全国范围内国三重卡的淘汰进程仍在推进，京津冀、上海、广东、四川等地均出台了加速国三货车淘汰的相应政策，

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：增持
目标价格：14.28
最新收盘价：12.05

股票代码：000338
52 周最高价/最低价：14.51/7.41
总市值(亿)：956.03
自由流通市值(亿)：511.53
自由流通股数(百万)：4,245.04



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系人：刘静远

邮箱：liujy1@hx168.com.cn

相关研究

1. 潍柴动力 (000338) 2019H1 中报点评：各业务均衡发展 看好业绩持续性

2019.9.1

2021年中重卡将在全国范围内全面实施国六排放标准，排放升级将保障重卡板块高景气度至少持续到2020年以后。中长期来看，严查“大吨小标”、无锡桥梁坍塌事故后严查超载将导致相关车型单车运力下降，从而带动保有量提升，相应更新需求也随之提升。综上，我们看好重卡板块高景气度的可持续性，公司的重卡发动机、整车、变速箱等业务将维持稳健。同时，非道路用发动机、智能物流等非重卡业务的拓展将在中长期对冲公司重卡业务的周期性波动。

投资建议

维持公司2019~21年的归母净利润94.2/105.8/114.8亿元的盈利预测不变，对应EPS为1.19/1.33/1.45元，当前股价对应PE为10.2/9.0/8.3x，参考历史估值区间，维持公司2019年12倍PE估值，对应目标价14.28元，维持“增持”评级。

风险提示

重卡行业销量低于预期；非道路用发动机业务拓展速度慢于预期；海外KION、德马泰克等业务拓展速度低于预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	151569.39	159255.83	171709.64	182407.15	192786.12
YoY (%)	62.66	5.07	7.82	6.23	5.69
归母净利润(百万元)	6808.34	8657.53	9417.37	10581.26	11481.14
YoY (%)	178.89	27.16	8.78	12.36	8.50
毛利率 (%)	21.84	22.33	22.59	22.99	23.15
每股收益 (元)	0.86	1.09	1.19	1.33	1.45
ROE (%)	19.32	22.02	18.72	17.38	15.87
市盈率	14.04	11.04	10.15	9.04	8.33

资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	159255.83	171709.64	182407.15	192786.12	净利润	11625.73	12645.86	14208.75	15417.13
YoY (%)	5.07%	7.82%	6.23%	5.69%	折旧和摊销	7403.92	7549.54	8015.70	8508.34
营业成本	123686.41	132925.33	140473.20	148155.89	营运资金变动	3103.15	382.46	-423.24	-344.75
营业税金及附加	723.22	779.77	828.35	875.48	经营活动现金流	22051.33	21392.99	22668.26	24712.65
销售费用	10619.17	11449.59	12162.90	12854.97	资本开支	-3620.49	-3482.23	-4905.88	-5888.55
管理费用	6259.51	6749.00	7169.46	7577.40	投资	-3857.34	0.00	0.00	0.00
财务费用	75.34	-47.81	-257.33	-459.17	投资活动现金流	-7180.96	-3172.86	-4590.32	-5566.69
资产减值损失	633.52	694.00	718.00	756.00	股权募资	252.52	0.00	0.00	0.00
投资收益	464.81	309.37	315.56	321.87	债务募资	-336.02	-2343.43	4367.23	5654.22
营业利润	13603.73	15078.85	16960.25	18411.53	筹资活动现金流	-6980.30	-13798.33	3556.16	4592.61
营业外收支	254.56	242.04	254.14	266.84	现金净流量	7890.07	4421.81	21634.09	23738.58
利润总额	13858.28	15320.89	17214.38	18678.37	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	2232.55	2675.03	3005.63	3261.24	成长能力 (%)				
净利润	11625.73	12645.86	14208.75	15417.13	营业收入增长率	5.07%	7.82%	6.23%	5.69%
归属于母公司净利润	8657.53	9417.37	10581.26	11481.14	净利润增长率	27.16%	8.78%	12.36%	8.50%
YoY (%)	27.16%	8.78%	12.36%	8.50%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.09	1.19	1.33	1.45	毛利率	22.33%	22.59%	22.99%	23.15%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	7.30%	7.36%	7.79%	8.00%
货币资金	38209.95	42631.76	64265.85	88004.43	总资产收益率 ROA	4.22%	4.55%	4.60%	4.50%
预付款项	1109.23	1192.08	1259.77	1328.67	净资产收益率 ROE	22.02%	18.72%	17.38%	15.87%
存货	20674.29	21776.09	23012.60	24271.19	偿债能力 (%)				
其他流动资产	48112.00	48120.30	50623.48	53052.11	流动比率	1.22	1.33	1.55	1.78
流动资产合计	108105.46	113720.23	139161.70	166656.41	速动比率	0.97	1.06	1.28	1.51
长期股权投资	4463.59	4463.59	4463.59	4463.59	现金比率	0.43	0.50	0.72	0.94
固定资产	29454.07	26921.02	24937.92	23403.75	资产负债率	69.67%	63.08%	60.54%	58.40%
无形资产	23299.46	20905.97	18496.37	16145.20	经营效率 (%)				
非流动资产合计	97170.90	93433.57	90670.22	88414.24	总资产周转率	0.81	0.83	0.83	0.80
资产合计	205276.37	207153.80	229831.92	255070.64	每股指标 (元)				
短期借款	5472.77	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.09	1.19	1.33	1.45
应付账款及票据	46794.37	47343.27	50031.55	52767.85	每股净资产	4.96	6.34	7.67	9.12
其他流动负债	36349.83	38070.36	39484.20	40915.28	每股经营现金流	2.78	2.70	2.86	3.11
流动负债合计	88616.96	85413.62	89515.76	93683.13	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	10908.51	14037.85	18405.08	24059.30	估值分析				
其他长期负债	43491.56	31226.54	31226.54	31226.54	PE	11.04	10.15	9.04	8.33
非流动负债合计	54400.07	45264.39	49631.62	55285.84	PB	1.55	1.90	1.57	1.32
负债合计	143017.04	130678.02	139147.38	148968.98					
股本	7997.24	7997.24	7997.24	7997.24					
少数股东权益	22945.59	26174.08	29801.58	33737.57					
股东权益合计	62259.33	76475.78	90684.54	106101.67					
负债和股东权益合计	205276.37	207153.80	229831.92	255070.64					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街 22 号外经贸大厦 9 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。